

## ***Tercera Part***

***La Crisi Mexicana de 1994 (I)***

***La Crisi Mexicana de 1994 (II)***

***La Crisi de l'Est d'Àsia de 1997 (I)***

***La Crisi de l'Est d'Àsia de 1997 (II)***

## CAPÍTOL 7

### *La Crisi Mexicana de 1994 (I)*

---

A Mèxic, a principis dels anys '90, no es donaven cap dels escenaris que fessin pronosticar l'atac especulatiu contra el peso de finals de 1994 i la crisi posterior. La demanda interna i externa destacaven pel seu dinamisme i l'activitat productiva era molt intensa. El dèficit exterior i la sobrevaloració del peso eren sostenibles donada la magnitud de les entrades de capitals, de fet, la dotació de reserves internacionals havia assolit uns nivells sense precedents i el nivell d'endeutament exterior era comparable, i fins i tot inferior, al dels principals països industrialitzats. Els preus del petroli s'estaven recuperant des de 1986 i per tant no existia risc de deflació. Però a més, l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal i el compromís del Govern amb unes finances públiques sanejades esvaïen el fantasma de la inflació.

Precisament per això, la crisi mexicana de 1994 i els seus efectes posteriors constitueixen un episodi singular que amb el temps va acabar esdevenint un episodi cabdal en la història dels atacs especulatius per dos motius principals. D'una banda, el col·lapse del peso marcava l'inici d'una sèrie de crisis canviàries que van afectar successivament l'Est d'Àsia (1997), Brasil (1998) i Rússia (1999). Per altra banda, la crisi mexicana de 1994 va precipitar, juntament amb la crisi del mecanisme de canvis del SME de 1992, l'aparició de nous esquemes interpretatius que situaven l'arrel dels atacs especulatius, tant en les expectatives que *s'autocompleixen* dels mercats financers i el comportament gregari dels seus agents en un context de gran mobilitat de capitals –característics dels models de “*segona generació*”–, com en l'evolució de les variables macroeconòmiques fonamentals i les polítiques instrumentades –característics dels models de “*tercera generació*”–.

El capítol s'estructura en quatre parts. A la primera secció s'analitza la situació de l'economia mexicana abans de la crisi de 1994. A la segona part s'estudien la relació de polítiques econòmiques instrumentades entre 1987 i finals de 1994. El tercer apartat presenta les fragilitats latents de l'economia mexicana que en un context d'eufòria econòmica van passar desapercebudes però que van establir les bases de la crisi canviària i financera posterior. Finalment, la darrera de les seccions presenta les principals conclusions del capítol.

## ***A. La situació de l'economia mexicana abans de la crisi de 1994***

### ***1. La primera meitat de la dècada dels '80***

A principis de 1982, la presència de dèficits fiscals i per compte corrent recurrents i la interrupció del finançament exterior van conduir Mèxic a suspendre el pagament del deute extern. Aquesta situació va derivar en una massiva fugida de capitals i la profunda devaluació de la moneda nacional. Per això, la “*crisi del deute*” –que es va fer ràpidament extensiva a la resta de països d'Amèrica Llatina– marca l'inici d'un període de recessió econòmica combinat amb unes taxes d'inflació molt elevades. A més, amb la suspensió del pagament del deute extern, Mèxic va perdre l'accés als mercats de capitals internacionals<sup>1</sup>.

D'aquesta manera, el mandat del president De la Madrid (1982-88) fou un període convuls marcat per un escenari d'estanflació i una restricció de liquiditat interna i externa molt elevades. En aquest escenari, la reacció inicial del Govern de Mèxic va consistir en la implementació d'un pla de xoc basat en una retallada substancial de la despesa i l'augment dels impostos i dels preus del sector públic per reduir la inflació desbocada i estabilitzar l'economia. Amb tot, aquestes accions van resultar infructuoses, doncs els problemes de l'economia es van veure agreujats pel profund deteriorament de la relació d'intercanvi associada a la caiguda dels preus del petroli a nivell internacional l'any 1986. Aquesta disminució dels preus del petroli va imposar la necessitat de noves mesures d'emergència que consistien, bàsicament, en dur a terme devaluacions que compensessin el creixement dels preus.

### ***2. El dinamisme de la producció i de la demanda agregada***

Paradoxalment, a començaments dels anys '90, l'economia de Mèxic presentava una salut envejable. La inflació, que havia estat un problema recurrent des de feia vint anys, s'havia reduït a valors pròxims als dels seus principals socis comercials, els nivells d'endeutament eren relativament baixos d'acord amb els estàndards internacionals, l'estalvi públic era positiu, el país havia recuperat el seu accés als mercats financers internacionals, el dèficit exterior era aparentment sostenible malgrat la sobrevaloració del peso i l'activitat productiva creixia a ritmes sense precedents immediats. Aquest dinamisme era atribuïble a una estratègia d'estabilització econòmica i de reforma estructural coneguda com a “*Pacto para la Estabilidad, el Crecimiento Económico y el Empleo*” implementada a partir de 1987 i que perseguia la consecució de l'estabilitat macroeconòmica a través del control de la inflació, el sanejament de les finances públiques i la promoció de les exportacions.

---

<sup>1</sup> Fins al punt que el país va passar de ser un importador net de capital (uns 12.000 milions de dòlars el 1981), a ser un exportador net de capital fins l'acord de renegociació del deute de 1989, conegut com a *Pla Brady*.

## 2.1. CREIXEMENT ECONÒMIC

El programa de reforma estructural desplegat des de finals de 1987 va començar a rendir els seus fruits a partir de 1989. Amb un marc macroeconòmic més estable i un ambient més favorable per a l'activitat empresarial, el creixement mitjà del PIB en termes reals entre 1989 i 1993 es va situar entorn al 4 per cent, quasi el doble de les taxes de creixement registrades als Estats Units (2,1 per cent) i a la Unió Europea (1,9 per cent) i 1,5 vegades la dels països més industrialitzats del món.

**Quadre 1.7. Evolució del creixement del PIB en termes reals**

<i>Variació percentual respecte el període anterior</i>											
	<b>Mitjana 1975-85</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>Mitjana 1989-93</b>
<b>Mèxic</b>	4,3	-3,6	1,8	1,3	4,2	5,1	4,2	3,6	2,0	4,5	3,8
<b>Estats Units</b>	3,4	3,4	3,4	4,2	3,5	1,8	-0,5	3,1	2,7	4,0	2,1
<b>Unió Europea</b>	2,3	2,8	2,8	4,2	3,6	3,1	1,9	1,2	-0,3	2,8	1,9
<b>Total OCDE</b>	3,2	3,1	3,6	4,6	3,8	3,1	1,2	2,1	1,4	3,2	2,4

*Font: OCDE, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI) i càlculs propis*

En primera instància, l'obertura comercial a l'exterior de 1985, va donar lloc a un augment de la demanda externa de béns manufacturats molt important que va actuar com a element dinamitzador de la producció nacional durant els anys posteriors. Per altra banda, en un context de desinflació creixent, la millora de les expectatives sobre l'evolució de l'economia a mig i llarg termini van crear un clima propici, des de finals dels '80 per a la inversió privada en planta, equip i tecnologia, més quan l'ajust financer i estructural del sector públic va obrir nous espais per la formació bruta de capital fix del sector privat<sup>2</sup>. Aquest extrem juntament amb la millora en l'accés als mercats de capitals exteriors derivada del procés de liberalització financera, una conjuntura de tipus d'interès decreixents a nivell internacional i la possibilitat d'obtenir una major quantitat i varietat de béns d'inversió i de primeres matèries importades a uns preus més barats, explicarien l'augment de la inversió privada nacional a un ritme mitjà del 9 per cent anual entre 1988 i 1993. D'aquesta manera, la inversió com a percentatge del PIB va passar d'un valor del 18,1 per cent el 1988 a representar el 21 per cent el 1993.

<sup>2</sup> Aquesta inversió es concentrava en la construcció i ampliació d'edificis, fàbriques i altres instal·lacions tècniques o en la producció interna de béns de capital

**Quadre 2.7. Evolució dels components de la demanda agregada (1988-93)**

<i>Variació percentual respecte l'any anterior</i>	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<i>Preus constants de 1993</i>						
<b>PIB</b>	<b>1,3</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>	<b>2,0</b>
<b>Consum</b>	<b>1,5</b>	<b>6,6</b>	<b>6,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>1,6</b>
Privat	1,8	7,3	6,4	4,7	4,7	1,5
Públic	-0,5	2,2	3,3	5,4	1,9	2,4
<b>Inversió</b>	<b>n.d.</b>	<b>2,7</b>	<b>11,7</b>	<b>10,0</b>	<b>13,9</b>	<b>-0,6</b>
Formació Bruta de capital	5,8	5,8	13,1	11,0	10,8	-2,5
Variació d'existències	n.d.	-24,7	-2,3	-0,8	41,6	14,4
<b>Exportacions de béns i serveis</b>	<b>5,8</b>	<b>5,7</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>8,1</b>
<b>Importacions de béns i serveis</b>	<b>36,7</b>	<b>18,0</b>	<b>19,7</b>	<b>15,2</b>	<b>19,6</b>	<b>1,9</b>

<i>En percentatge del PIB</i>	1988	1989	1990	1991	1992	1993
<i>Preus constants de 1993</i>						
<b>PIB</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>Consum</b>	<b>81,5</b>	<b>82,2</b>	<b>82,7</b>	<b>83,2</b>	<b>82,9</b>	<b>81,5</b>
Privat	70,3	71,2	71,5	72,2	71,9	70,3
Públic	11,2	11,0	11,2	11,0	11,0	11,2
<b>Inversió</b>	<b>17,6</b>	<b>18,7</b>	<b>19,7</b>	<b>21,6</b>	<b>21,0</b>	<b>17,6</b>
Formació Bruta de capital	15,8	17,0	18,2	19,4	18,6	15,8
Variació d'existències	1,8	1,7	1,6	2,2	2,4	1,8
<b>Exportacions de béns i serveis</b>	<b>14,0</b>	<b>14,1</b>	<b>14,2</b>	<b>14,4</b>	<b>15,2</b>	<b>14,0</b>
<b>Importacions de béns i serveis</b>	<b>13,2</b>	<b>15,0</b>	<b>16,6</b>	<b>19,2</b>	<b>19,2</b>	<b>13,2</b>

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del INEGI

Entre 1986 i 1990, el creixement de la inversió pública no fou excessiu a causa de la disminució de la despesa de l'Estat associada a la pràctica d'una política fiscal restrictiva. Amb tot, a partir de 1990, la capacitat de finançament del Govern generada per la consolidació de les finances públiques unida a la necessitat de dotar-se d'unes infraestructures de capital adequades per suportar l'expansió de l'activitat productiva es van traduir en creixements anuals de la formació bruta de capital fix del sector públic del 12,8 per cent. La inversió pública va permetre la creació de noves infraestructures però també dur a terme programes de desenvolupament social, en particular, hospitals, escoles i la millora d'habitatges a zones urbanes i rurals. Tanmateix, en

termes relatius, la inversió pública es va mantenir estable entorn al 4,6 per cent del PIB<sup>3</sup> durant aquest període.

Les majors oportunitats d'inversió van estimular la modernització de l'aparell productiu, de tal manera que, entre 1988 i 1993, la productivitat mitjana del treball al sector manufacturer va augmentar en termes mitjans un 5,2 per cent anual.

Paral·lelament, la major ocupació i l'augment de les remuneracions totals associades al dinamisme de l'activitat productiva van possibilitar un augment significatiu de la renda disponible i la recuperació del consum privat, després que aquest component de la demanda agregada estigués molt deprimat durant bona part de la dècada dels '80. Així, entre 1989 i 1992, la despesa en consum va experimentar un creixement explosiu –especialment el consum de béns durables– de l'ordre del 5,75 per cent anual, superior al creixement del PIB.

Aquesta tendència es va veure reforçada, especialment entre 1991 i 1992, per "*l'efecte riquesa*" positiu associat a l'alça de les cotitzacions borsàries i del preu dels béns immobles. Òbviament, com a conseqüència del creixement accelerat del consum privat la seva importància relativa com a percentatge del PIB va augmentar des del 66 per cent de 1988 fins al 76 per cent de 1992 mentre que la taxa d'estalvi privat en percentatge del PIB va reduir-se del 17,6 per cent del PIB de 1988 al 9,5 per cent l'any 1992.

Aquest període d'expansió econòmica es va veure parcialment interromput l'any 1993 quan l'alentiment del creixement de la inversió i del consum privats, i, una conjuntura internacional desfavorable van afectar negativament la demanda agregada de Mèxic. Així, l'eliminació des de mitjans de 1985 del proteccionisme comercial va coincidir amb un període (1985-89) on el tipus de canvi real estava notablement infravalorat, fet que atorgava una protecció implícita a la producció nacional (veure gràfica 8.7). Però a mesura que els efectes d'aquesta depreciació real van anar desapareixent, l'absència de barreres comercials juntament amb el procés de desregulació econòmica, la liberalització dels mercats nacionals i la privatització d'empreses públiques van incrementar el grau de competència a la que estaven subjectes els productors mexicans. Un extrem que va posar de relleu la manca d'eficiència de moltes empreses mexicanes i l'obsolescència de procés i de producte de determinades activitats. Per a Dornbusch (1993a) aquesta evidència va fer palesa la necessitat d'endegar un procés de reconversió industrial que adequés les característiques del teixit productiu mexicà a les exigències de productivitat internacionals, en un context en què el país es plantejava la incorporació a la zona de lliure canvi que determinava el Tractat de Lliure Comerç de Nord-amèrica<sup>4</sup> (NAFTA).

<sup>3</sup> Aquesta proporció contrasta amb el valor del 6,5 per cent observat a la dècada dels '60, el període de major creixement econòmic i major estabilitat de preus de la història del país.

<sup>4</sup> En aquest sentit, per bé que aquesta zona de lliure canvi havia de permetre aprofitar més activament els avantatges comparatius de determinades indústries mexicanes, especialment la de les "*indústries maquiladores*", la intensificació d'un comerç de caràcter interindustrial que resultaria de l'entrada en vigor del TLC o NAFTA explicaria el temor a què els productors mexicans poc productius es veiessin desplaçats dels mercats interiors per la competència de los productes dels Estats Units i Canadà.

Per altra banda, la crisi econòmica que va afectar els Estats Units el 1991 es va fer ràpidament extensiva a nivell internacional, tot alentint el ritme de creixement de les exportacions i de les importacions mexicanes.

La caiguda dels resultats empresarials i la incertesa sobre la recuperació econòmica a nivell internacional van moure a les empreses mexicanes a ajornar, transitòriament, la seva despesa en inversió. Així, la formació bruta de capital del conjunt dels sectors, públic i privat, va experimentar una disminució del 1,4 per cent el 1993, una caiguda que contrasta amb el creixement anual mitjà del 9,6 per cent registrat durant els quatre anys anteriors.

Alhora, l'augment de la desocupació va frenar la gran expansió del consum. Els reajustos de personal que van tenir lloc en diverses indústries manufactureres, des de finals de 1992, van generar entre els treballadors unes expectatives d'inseguretat en l'ocupació que van fer disminuir la seva despesa en consum, com a mesura precautòria davant possibles contingències. Aquest alentiment del consum, que el 1993 va créixer només en un 1,5 per cent, també és atribuïble a la contracció de crèdits bancaris. Des de 1988, una part significativa de l'augment de la despesa de consum havia estat finançada per crèdits bancaris, com així ho demostra el fet que, entre 1988 i 1992, la cartera bancària de crèdits personals augmentés en termes acumulats en un 388 per cent.

No resulta estrany, doncs, que aquest creixement tan important del crèdit bancari acabés autolimitant l'expansió del consum privat que estava finançant (Jacobs i Rodríguez-Arana, 2003). Quan la càrrega financera de les economies domèstiques començava a resultar excessiva (veure gràfica 7.7) i davant el risc que comportava aquesta situació, la majoria de les institucions bancàries, des de principis de 1993, van començar a practicar una política creditícia més restrictiva. Així, un bon nombre d'entitats financeres va frenar la velocitat a la que creixia la seva cartera de crèdits personals i, per tant, durant 1993 el ritme de creixement real d'aquests crèdits es va reduir a un 5,3 per cent –després d'haver registrat increments superiors al 100 per cent durant els dos anys anteriors–. Des d'aleshores els bancs comercials es van dedicar a revisar i actualitzar la seva tecnologia d'avaluació de riscos, de disseny de plans d'amortització i de seguiment i cobrament de crèdits.

Amb tot, aquesta desacceleració en l'activitat productiva i de l'ocupació fou un episodi puntual i transitori perquè des de principis de 1994, Mèxic va recuperar el dinamisme característic de començaments de la dècada dels '90. El valor del PIB mesurat a preus constants de 1994 va créixer en un 4,5 per cent i la totalitat dels components de la demanda agregada contribuïren a la recuperació de l'activitat econòmica, especialment la despesa en inversió privada (8,1 per cent), les exportacions de béns i serveis (7,3 per cent) i el consum privat (3,5 per cent).

## 2.2. OCUPACIÓ I ATUR

El creixement de la producció nacional registrat entre 1988 i 1992 va incidir positivament en l'ocupació del conjunt del país<sup>5</sup>, especialment a les indústries d'exportació. Així, el nombre de treballadors assegurats permanents al *Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS)*, que és utilitzat com a indicador del comportament de l'ocupació a Mèxic, va augmentar entorn al 5 per cent durant aquest període.

En aquest mateix sentit, segons la *Encuesta Nacional de Empleo Urbano* del INEGI, la taxa d'atur obert<sup>6</sup> va anar reduint-se de manera significativa des del 3,9 per cent de la població activa urbana de 1987 al 2,6 per cent de 1991. Amb tot, el nivell de subocupació va continuar sent bastant notable i afectava aproximadament el 20 per cent de la població econòmicament activa com així ho revelen les xifres relatives a la taxa d'ocupació parcial.

### Quadre 3.7. Ocupació i Atur

Mitjanes anuals en percentatge	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Taxa d'atur obert<sup>a</sup></b>	3,9	3,6	3,0	2,8	2,6	2,8	3,4	3,7
<b>Taxa d'ocupació parcial menys de 35 hores setmanals<sup>b</sup></b>	23,3	22,5	20,7	20,9	20,8	21,9	22,8	22,4

Nota: <sup>a)</sup> Mostra la proporció de persones desocupades obertes respecte a la població econòmicament activa. La Població Desocupada Oberta, inclou a les persones de més de 12 anys que en el període de referència de l'enquesta, no van treballar ni una hora durant la setmana, però realitzaren accions de cerca d'un lloc de treball assalariat o intentaren exercir una activitat pel seu compte.

<sup>b)</sup> Mostra la proporció de persones desocupades obertes i ocupades que treballen menys de 35 hores a la setmana respecte a la població econòmicament activa.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades de INEGI

Aquesta evolució positiva del mercat laboral va anar acompanyada d'una millora de les remuneracions del treball. D'acord amb la informació que proporciona la *Encuesta Industrial Mensual* —que aplega informació sobre empreses manufactureres mitjanes i grans— les remuneracions reals<sup>7</sup> per treballador s'incrementaren en 5,5 per cent entre 1989 i 1992.

L'alentiment de l'activitat productiva durant 1993 va incidir sobre el creixement de l'ocupació en un gran nombre d'indústries manufactureres. Segons la informació de la *Encuesta Industrial Mensual* del INEGI, l'ocupació en aquest àmbit va reduir-se en termes mitjans un 6 per cent entre 1992 i 1993, si no es té en compte l'activitat de la indústria “maquiladora”, on l'ocupació paradoxalment va continuar augmentant. De la mateixa manera, el registre del nombre de

<sup>5</sup> Els indicadors d'ocupació a Mèxic per al període 1989-93 són incomplets i es refereixen quasi sempre a la indústria i la construcció. Malgrat no disposar d'informació estadística precisa sobre els sectors agrícola i de serveis, el comportament favorable de la seva producció i altres indicadors indirectes suggereixen que també van crear ocupació entre 1989 i 1993.

<sup>6</sup> La taxa d'atur obert és un indicador parcial i esbiaixat del nivell de desocupació a l'economia mexicana. Parcial perquè només considera la desocupació de les principals àrees urbanes del país; i esbiaixat perquè ni estima l'elevada ocupació del sector informal de les ciutats ni recull la subocupació en determinats sectors d'activitat.

<sup>7</sup> Aquesta evolució posa de manifest que els increments salarials van ser compensats per l'augment de la productivitat amb la qual cosa, entre 1988 i 1992, els costos laborals unitaris en termes reals van romandre pràcticament inalterats.



treballadors permanents afiliats al IMSS va disminuir en conjunt en un 0,4 per cent. Aquest ajust de l'ocupació va donar lloc a un augment de la taxa d'atur obert entre 1992 i 1993, fins a situar-se en termes mitjans en el 3,4 per cent, és a dir 0,6 punts per sobre de la xifra de 1991.

### ***3. Els esforços per controlar la inflació***

Després de la “*dècada perduda*” dels '80 quan la crisi del deute de 1982 va desestabilitzar el funcionament del país, el Govern mexicà va endegar un programa de reforma econòmica que tenia com a objectiu central la reducció del creixement de preus. D'alguna manera, aquest objectiu era doble perquè, d'una banda, es perseguia que la taxa d'inflació a mig termini no superés la dels principals socis comercials de Mèxic però, d'una altra, es pretenia aconseguir també la desinflació de l'economia sense haver de recórrer a la pràctica d'una política monetària excessivament restrictiva que deprimís l'activitat productiva (Aspe, 1993).

La reducció dels nivells d'inflació a nivells moderats exigia, com a pas previ, el sanejament de les finances públiques i la contracció del crèdit intern<sup>8</sup>. Així, l'any 1983 es va iniciar el procés de consolidació fiscal i de privatització d'empreses públiques que va aconseguir en el termini d'onze anys transformar el dèficit operatiu del 5,5 per cent del PIB de 1982 en un superàvit del 2,4 per cent del PIB l'any 1994.

#### ***3.1. L'ESTRATÈGIA DE DESINFLACIÓ COMPETITIVA***

Per tal controlar l'evolució del crèdit intern i dotar de credibilitat al compromís en contra de la inflació, des de desembre de 1987, les autoritats monetàries en el marc del programa d'estabilització econòmica van començar a usar el tipus de canvi com a àncora nominal amb la finalitat d'importar la menor inflació de l'estranger i evitar les devaluacions competitives. Aquesta estratègia de desinflació es va articular primerament amb sistema de tipus de canvi fix (1988), després a través d'una “*paritat mòbil*” o *crawling peg* (1989- octubre de 1991) i des de novembre de 1991 mitjançant un règim de “*banda lliscant*” o *crawling band*.

Un altre element de gran importància en l'estratègia econòmica per abatre la inflació a més del sanejament de les finances públiques i el control del crèdit intern fou la política de rendes<sup>9</sup> que contemplava el “*Pacto para la Estabilidad, el Crecimiento Económico y el Empleo*”. A través d'aquesta política de concertació social, empreses i treballadors acordaven limitar els increments de preus i salaris amb la finalitat d'acabar amb l'arrelament de les expectatives d'inflació i moure a la baixa el creixement de preus i salaris. Aquesta política de rendes va jugar

<sup>8</sup> Aquest procés de consolidació fiscal no només era important com a part de l'estratègia de desinflació sinó que també resultava cabdal a l'hora d'ampliar la disponibilitat de recursos per a la inversió, reforçar l'estalvi del sector públic i evitar l'efecte “*crowding-out*”.

<sup>9</sup> El “*Pacto*” va ser renovat amb èxit durant dotze ocasions entre desembre de 1987 i novembre de 1994.

un paper cabdal en la reducció de les expectatives d'inflació, doncs suposava el final de les elevacions de preus en cascada, i evitava la necessitat d'aplicar una política monetària massa restrictiva a l'hora de contenir els impulsos alcistes dels preus.

Finalment, la lluita contra la inflació es va complementar amb un seguit de mesures microeconòmiques de gran abast com la desregulació de més de 3.000 sectors de l'economia mexicana en àmbits com la inversió directa, el transport per carretera de mercaderies i de passatgers, la propietat intel·lectual, la privatització de prop de 1.000 empreses que van generar 25.000 milions de dòlars en ingressos per l'Estat, la reforma de la propietat agrària<sup>10</sup> i l'autorització al sector privat d'invertir en projectes d'infraestructures com autopistes de peatge, la generació d'electricitat i els sistemes de distribució d'aigua entre d'altres (Banco de México, 1993).

### **3.2. EL PROCÉS DE DESINFLACIÓ DE L'ECONOMIA MEXICANA**

La perseverància en les reformes estructurals per part de les autoritats econòmiques i el manteniment d'una política monetària caracteritzada per la contracció del crèdit intern del banc central (veure gràfica 4.7), a més dels esforços per mantenir la disciplina pressupostària juntament amb la renegociació del deute extern a través del *Pla Brady* van configurar un marc d'estabilitat macroeconòmica que van inserir l'economia mexicana en una dinàmica de desinflació sense precedents durant de la dècada dels '90.

Amb tot, inicialment, es va registrar un augment temporal de la inflació en 6,7 punts percentuals, entre 1989 i 1990, mesurat en termes del *Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC)* i en 1,6 punts percentuals si es considera el deflactor del PIB, a causa de la supressió dels controls sobre els preus controlats per l'Estat i la pressió de demanda derivada de l'expansió de la renda disponible.

Possiblement, per això, els primers resultats en la lluita contra la inflació no es van fer evidents fins l'any 1989, quan la inflació interanual, mesurada a través del INPC va augmentar només en un 20,0 per cent –davant el 131,8 per cent de 1987 i el 114,2 per cent de 1988–. Aquest procés d'incipient desinflació també s'evidencia quan es considera l'evolució del deflactor del PIB i s'observa com el creixement dels preus dels béns finals, l'any 1989, va reduir-se entre un 75 i un 80 per cent respecte els dos anys anteriors.

---

<sup>10</sup> Es pretenia transformar "*El Ejido*", una fórmula d'organització comunitària a l'estil soviètic, en propietats privades més eficients.

**Quadre 4.7. Evolució dels nivells d'inflació a Mèxic, Estats Units, Unió Europea i OCDE**

<b>Índex de Preus al Consum</b>											
Variació percentual respecte el període anterior											
	<b>Mitjana 1975-1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
<i><b>Mèxic</b></i>	39,6	86,2	131,8	114,2	20,0	26,7	22,7	15,5	9,8	7,0	35,0
<i><b>Estats Units</b></i>	7,2	1,9	3,6	4,1	4,8	5,4	4,2	3,0	3,0	2,6	2,8
<i><b>Unió Europea</b></i>	7,3	2,5	2,6	2,7	3,8	5,8	4,3	3,8	3,4	2,8	2,6
<b>Deflactor del PIB</b>											
Variació percentual respecte el període anterior											
	<b>Mitjana 1975-1985</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
<i><b>Mèxic</b></i>	39,0	73,4	140,7	101,2	26,5	28,1	23,3	14,4	9,5	8,5	37,9
<i><b>Estats Units</b></i>	6,3	2,2	3,0	3,4	3,8	3,9	3,6	2,4	2,4	2,1	2,2
<i><b>Unió Europea</b></i>	9,9	5,5	4,1	4,5	5,0	5,6	5,3	4,3	3,5	2,7	3,0
<i><b>Total OCDE</b></i>	9,3	6,2	7,9	7,7	6,0	6,1	5,8	4,5	3,9	4,6	5,2

Font: OCDE

En aquest sentit, durant 1990 la inflació interanual mesurada a través de l'INPC va augmentar en un 26,7 per cent, mentre que el 1991 l'increment fou del 22,7 per cent, quatre punts per sota respecte l'any anterior. En termes del deflactor del PIB, el creixement de preus va caure en gairebé 5 punts percentuals, des del 28,1 per cent fins al 23,3, per cent. L'any 1992 la magnitud del procés de desinflació encara fou més espectacular: l'INPC va disminuir en 7 punts percentuals mentre el deflactor del PIB ho feia en 9 punts. El 1993, per primera vegada en 21 anys, la inflació es va situar en un nivell inferior al 10 per cent i un any després, el 1994, Mèxic va registrar la taxa d'inflació més baixa des de 1972 quan el creixement de preus dels béns de consum fou del 7,0 per cent, alhora que en termes del deflactor del PIB la inflació fou només del 8,5 per cent. D'aquesta manera, en l'interval dels cinc anys que van entre 1990-94, el diferencial d'inflació de Mèxic respecte els Estats Units s'havia reduït en, aproximadament, 11 punts percentuals i respecte Europa en 12 punts percentuals.

#### **4. L'equilibri extern**

Una de les debilitats del creixement virtuós de l'economia mexicana era la presència, des de 1989, d'un dèficit per compte corrent molt elevat conseqüència del ràpid deteriorament de les balances comercial i de rendes.

#### 4.1. EL SALDO DE LA BALANÇA PER COMPTE CORRENT

##### 4.1.1. Balança comercial i balança de rendes

En aquest sentit, el saldo de la balança comercial resulta de cabdal importància a l'hora d'explicar l'augment del dèficit del compte corrent de la balança de pagaments i la creixent necessitat de finançament exterior de l'economia mexicana durant el període 1989-94. Així, en primera instància, la depreciació sistemàtica del peso entre 1983 i 1987 va donar lloc a un augment de la demanda externa de béns manufacturats molt important que va actuar com a element dinamitzador de la producció nacional durant la segona meitat dels anys '80. Amb l'adopció d'un sistema de tipus de canvi quasi fix el peso va tendir a apreciar-se en termes reals. Aquesta tendència, *a priori*, hauria d'haver encarat les exportacions de Mèxic i reduir la seva demanda externa, però paradoxalment el creixement real mitjà de les exportacions entre 1986 i 1993 fou del 6,1 per cent anual i sempre superior al 5 per cent anual entre 1990 i 1994.

**Quadre 5.7. Creixement real de les exportacions i importacions de béns i serveis**

<i>Variació percentual respecte l'any anterior</i>	<b>Mitjana 1975-85</b>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>Mitjana 1986-93</b>
<b>Exportacions</b>	10,8	4,5	9,5	5,8	5,7	5,3	5,1	5,0	8,1	17,8	6,1
<b>Importacions</b>	1,8	-7,6	5,1	36,7	18,0	19,7	15,2	19,6	1,9	21,3	13,6
<b>Diferencial</b>	9,0	12,0	4,4	-30,9	-12,3	-14,4	-10,1	-14,6	6,2	-3,5	-7,5

Font: Elaboració pròpia a partir de dades OCDE

Per altra banda, l'obertura a l'exterior de l'economia però sobretot la supressió de les barreres aranzelàries a partir de 1988 va oferir la possibilitat a les empreses mexicanes d'obtenir béns intermedis i de capital en major quantitat i de major qualitat a uns preus més barats, en un context de contínua expansió de la producció nacional i de la demanda nacional. Però també va permetre que les economies domèstiques poguessin accedir a una major varietat de béns de consum. D'aquí s'explica que el país registrés entre 1986 i 1993, un creixement mitjà de les seves importacions del 13,6 per cent anual i que aquest creixement afectés les importacions de béns de consum i en menor mesura les de béns intermedis i de capital (veure quadre 13.7). En la mesura que, en termes mitjans, l'increment de les importacions doblava l'augment de les exportacions, el superàvit de la balança comercial es va anar reduint paulatinament durant la segona meitat de la dècada dels '80. D'aquesta manera, el 1990, l'economia de Mèxic per primera vegada en 10 anys tornava a registrar un dèficit comercial de 881 milions de dòlars. En termes relatius, aquest desequilibri de la balança comercial representava un 0,4 per cent del PIB. Aquest extrem, en principi no hauria estat preocupant, si no fos perquè, a partir d'aleshores, aquesta tendència es va anar accentuant notablement. Des de l'any 1991, el creixement de les

importacions de béns i serveis era entre 3 i 4 vegades superior a l'augment de les exportacions i, en conseqüència, l'escalada del dèficit comercial fou explosiva. Així, el dèficit de 7.279 milions de dòlars registrat l'any 1991 es va transformar en un desequilibri de 15.934 milions de dòlars l'any 1992. Com a percentatge del PIB el dèficit comercial es va multiplicar per 5 entre 1990 i 1991, i per 9 entre 1990 i 1992, passant del 0,4 per cent de 1990, al 2,5 per cent el 1991 i al 4,8 per cent del PIB el 1992. Finalment l'any 1994, després del parèntesi que va suposar 1993 en aquest procés, el dèficit comercial va assolir els 18.464 milions de dòlars, un 4,5 per cent del PIB.

L'evolució del saldo de balança de rendes també resulta molt significativa a l'hora de justificar l'augment del dèficit exterior de Mèxic. En aquest cas, el renovat accés als mercats financers internacionals i l'augment del flux de capitals procedents de l'estranger van tenir el seu reflex en les rendes del capital transferides a l'exterior. Entre 1990 i 1992, el valor mitjà del dèficit de la balança de rendes es va situar entorn als 8.480 milions de dòlars anuals, un 7,3 per cent més que la mitjana dels cinc anys anteriors, per seguir augmentant en un 3,7 per cent anual entre 1992 i 1993 i assolir els 11.600 milions de dòlars anuals durant aquest període. Però malgrat aquest augment en els pagaments nets en concepte de rendes de capital, la importància relativa del dèficit de la balança de rendes com a percentatge del PIB es va mantenir constant en el 2,8 per cent del PIB, la qual cosa proporciona una idea encara més precisa de la importància creixent dels dèficits comercials en el compte corrent de la balança de pagaments.

#### ***4.1.2. Els dèficits per compte corrent de la primera meitat de la dècada dels '90***

Des de 1983 i fins 1987 l'economia mexicana va registrar de manera recurrent –amb l'excepció de 1986<sup>11</sup>– superàvits al compte corrent de la seva balança de pagaments. Els ingressos procedents de les exportacions de petroli produïen, sistemàticament, superàvits en la balança comercial de l'ordre dels 13.500 milions de dòlars anuals que, a més, permetien compensar abastament els dèficits seculars de la balança de rendes.

Però com s'ha comentat, prèviament, a partir de la supressió de les barreres que dificultaven el lliure comerç, el creixement de les importacions fou molt important i sempre superior al de les exportacions. D'aquesta manera, el superàvit de la balança comercial es va anar deteriorant, fins al punt que ja l'any 1988 resultava insuficient com per compensar el pagament net de rendes del capital.

---

<sup>11</sup> Els preus del petroli van arribar a un mínim històric durant l'any 1986, la qual cosa va afectar molt notablement les exportacions mexicanes.

**Quadre 6.7. Evolució de la balança de pagaments a Mèxic (1987-94)**

	1987		1989		1990		1991		1992		1993		1994	
	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del PIB</i>	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del PIB</i>
<b>Compte Corrent</b>	<b>4.247</b>	<b>3,0</b>	<b>-5.825</b>	<b>-2,8</b>	<b>-7.451</b>	<b>-3,0</b>	<b>-14.888</b>	<b>-5,1</b>	<b>-24.442</b>	<b>-7,3</b>	<b>-23.400</b>	<b>-5,8</b>	<b>-29.662</b>	<b>-7,0</b>
Balança Comercial	8.786	6,3	405	0,2	-881	-0,4	-7.279	-2,5	-15.934	-4,8	-13.481	-3,3	-18.464	-4,4
Balança de Serveis	127	3,9	-672	3,5	-2.229	3,3	-2.090	3,1	-2.684	2,8	-2.529	2,4	-2.722	2,4
Balança de Rendes	-6.585	-3,8	-8.101	-3,8	-8.316	-4,2	-8.265	-3,8	-9.209	-3,6	-11.030	-3,0	-12.259	-3,1
Transferències Corrents	1.919	6,4	2.543	-0,1	3.975	-1,3	2.746	-3,2	3.385	-5,6	3.640	-4,0	3.782	-5,0
<b>Compte Financer</b>	<b>-3.067</b>	<b>21,9</b>	<b>1.110</b>	<b>5,3</b>	<b>8.441</b>	<b>34,2</b>	<b>25.139</b>	<b>86,5</b>	<b>27.039</b>	<b>80,9</b>	<b>33.760</b>	<b>83,7</b>	<b>15.787</b>	<b>37,4</b>
Inversió Directa de l'estranger (IDE)	1.184	8,4	2.785	13,4	2.549	10,3	4.742	16,3	4.393	13,1	4.389	10,9	10.973	26,0
Inversió en cartera	-1.399	-6,7	298	1,0	-3.985	-11,9	12.138	30,1	19.206	45,5	28.355	98,9	7.415	22,3
<i>Accions</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>494</i>	<i>1,7</i>	<i>1.995</i>	<i>6,0</i>	<i>6.331</i>	<i>15,7</i>	<i>4.783</i>	<i>11,3</i>	<i>10.716</i>	<i>37,4</i>	<i>4.084</i>	<i>12,3</i>
<i>Bons</i>	<i>-1.399</i>	<i>-6,7</i>	<i>-196</i>	<i>-0,7</i>	<i>-5.980</i>	<i>-17,9</i>	<i>5.807</i>	<i>14,4</i>	<i>14.423</i>	<i>34,2</i>	<i>17.639</i>	<i>61,5</i>	<i>3.332</i>	<i>10,0</i>
Altres inversions	-2.852	-13,7	-1.973	-6,8	9.877	29,5	8.259	20,5	3.440	8,2	1.016	3,5	-2.601	-7,8
<b>Variació Reserves</b>	<b>-4.134</b>	<b>-19,9</b>	<b>211</b>	<b>0,7</b>	<b>-2.218</b>	<b>-6,6</b>	<b>-7.973</b>	<b>-19,8</b>	<b>-1.745</b>	<b>-4,1</b>	<b>-7.232</b>	<b>-25,2</b>	<b>17.199</b>	<b>51,7</b>
<i>Errors i Omissions</i>	<i>2.954</i>	<i>2,1</i>	<i>4.504</i>	<i>2,2</i>	<i>1.228</i>	<i>0,5</i>	<i>-2.278</i>	<i>-0,8</i>	<i>-852</i>	<i>-0,3</i>	<i>-3.128</i>	<i>-0,8</i>	<i>-3.324</i>	<i>-0,8</i>
<b>Reserves Internacionals / Compte Corrent</b>	<b>2,9</b>		<b>1,1</b>		<b>1,3</b>		<b>1,2</b>		<b>0,8</b>		<b>1,1</b>		<b>0,2</b>	

Font: Elaboració pròpia a partir de IFS del FMI.

Com a conseqüència d'això, el saldo del compte corrent va passar d'un valor positiu de 4.247 milions de dòlars l'any 1987 a un de negatiu de més de 2.370 milions de dòlars un any després. En termes relatius, aquest canvi de signe implicava que l'economia mexicana saltava des d'una posició superavitària del 3 per cent del PIB l'any 1987 a una de deficitària del 1,4 per cent el 1988. A partir d'aleshores, aquesta dinàmica regressiva es va anar perpetuant en el temps, a mesura que el dèficit de la balança de rendes però, sobretot, el dèficit comercial creixien en importància. Així entre 1988 i 1989 i entre 1990 i 1991 el dèficit extern es va duplicar i en l'interval dels cinc anys que mediaven entre 1988 i 1993 es va multiplicar per deu. D'aquesta manera, entre 1992 i 1993 el desequilibri del compte corrent superava els 20.000 milions de dòlars i l'any 1994 se situava lleugerament per sota dels 30.000 milions de dòlars.

Aquest creixement explosiu del dèficit per compte corrent de l'economia mexicana resulta encara més evident a la vista del quadre 6.7. En termes relatius, la necessitat de finançament exterior l'any 1990 representava el 3 per cent del PIB, el 5,1 per cent el 1991 i el 7,3 per cent el 1992. La crisi internacional i la caiguda de la inversió i el consum privat van corregir parcialment aquella tendència durant 1993, però només de manera transitòria, perquè novament el 1994, el dèficit extern va tornar a situar-se en el 7 del PIB.

#### ***4.1.3. L'origen dels dèficits exteriors: la insuficiència d'estalvi privat***

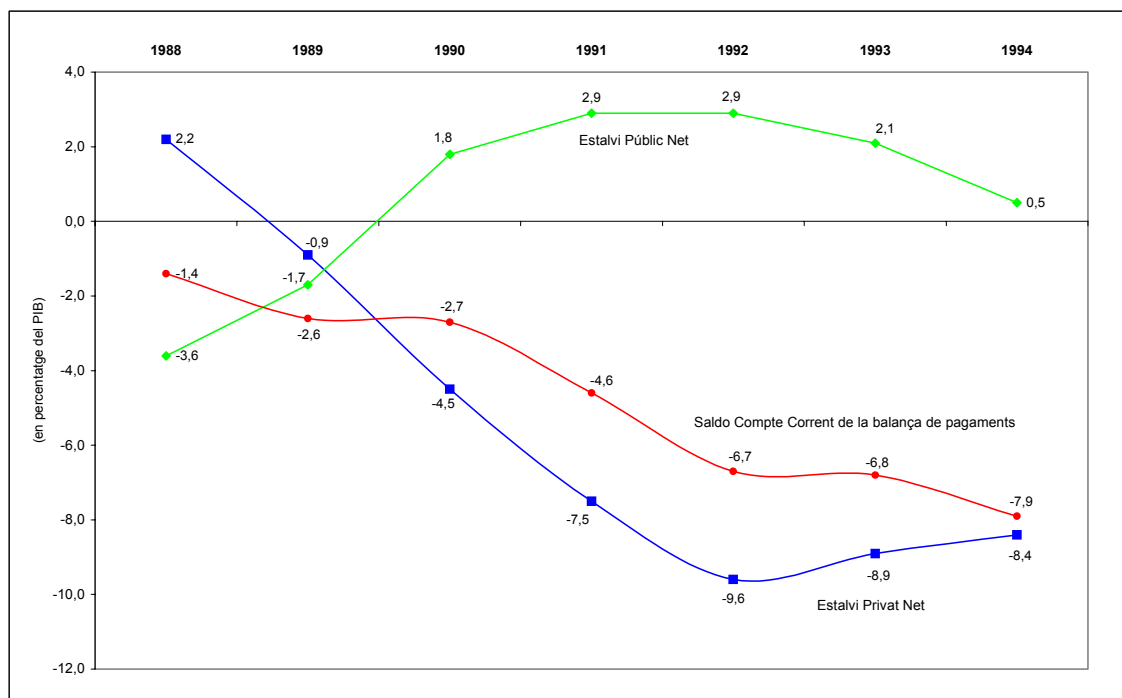
Malgrat aquesta evolució, per al Govern mexicà aquest dèficit exterior no era un problema real perquè el consideraven sostenible. L'argument es basava en què la creixent necessitat de finançament exterior de l'economia mexicana no responia a la presència de dèficits públics creixents –*twin deficits*– o a la pràctica d'una política monetària expansiva, com a començaments de la dècada dels '80 previ a la “*crisi del deute*” de 1982, sinó que més aviat reflectia la dinàmica de creixement econòmic en la que s'havia instal·lat el país des de 1985 (Banco de México, 1992). De fet, l'augment tan significatiu de les importacions mexicanes i el seu impacte sobre la balança comercial i de serveis, entre 1988 i 1994, eren el resultat tant d'un increment de la inversió nacional com de la disminució del nivell d'estalvi intern.

En particular, aquest augment de la inversió nacional s'imputava al procés de modernització i ampliació de l'estructura productiva de les empreses mexicanes. Així, les estadístiques del INEGI per al període 1988-1993, recollides al quadre 2.7, revelen que la formació bruta de capital fix al sector privat va créixer en termes acumulats un 44 per cent i a un ritme superior al 10 per cent anual entre 1990 i 1992. D'aquesta manera, la inversió privada com a percentatge del PIB va passar del 15,4 per cent el 1988 al 19,1 per cent el 1994, mentre que la inversió pública va romandre força estable entorn al 4,6 per cent del PIB durant aquest període. Com a conseqüència d'aquesta dinàmica, a finals de 1994, la inversió fixa bruta acumulada a Mèxic fou de 391.750 milions de dòlars, el 23,6 per cent del PIB.

En aquest context, i malgrat que els esforços per sanejar les finances públiques havien anat alliberant recursos per a la iniciativa privada des de 1990, l'increment de l'estalvi públic no va ser suficient per com per compensar la davallada en 8,7 punts percentuals de l'estalvi privat. Per a Bustelo et al (1999) aquesta reducció s'explica per l'augment acumulat del consum privat en un 31 per cent per al període 1988-94, un creixement que fou especialment intens entre 1990 i 1992 quan el consum incrementava a taxes anuals del 5 per cent.

D'aquesta manera, l'augment tant pronunciat de la inversió privada –11 per cent anual– no va poder ser finançada amb l'estalvi nacional, la qual cosa obligava a haver de cobrir la necessitat de finançament de l'economia als mercats internacionals. En aquest sentit, si mesurem les necessitats de finançament del sector privat a través de l'estalvi privat net, podem observar a la gràfica 1.7 com, a partir de 1989 i coincidint amb l'inici del període de grans entrades de capitals procedents de l'exterior, l'estalvi privat net va evolucionar en paral·lel al dèficit de la balança per compte corrent, una circumstància que pot ser entesa com un reflex de la necessitat de finançament exterior de l'economia.

**Gràfica 1.7. Estalvi privat net, estalvi públic net i dèficit per compte corrent**



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del INEGI.

Com es pot comprovar al quadre 7.7, segons el Banco de México (1993) en termes absoluts, la inversió nacional es va finançar amb estalvi nacional per valor de 292.220 milions de dòlars i amb aproximadament 106.920 milions de dòlars d'estalvi procedent de l'exterior.



**Quadre 7.7. Finançament de la inversió a Mèxic (1988-1994)**

<i>Milions de dòlars</i>	<i>Inversió</i>			<i>Finançament Inversió</i>	
	<i>Inversió Bruta</i>	<i>Depreciació</i>	<i>Inversió Neta</i>	<i>Amb estalvi extern</i>	<i>Amb estalvi intern</i>
<b>1988</b>	33.145,2	20.779,4	12.535,9	2.375,6	31.523,7
<b>1989</b>	37.569,4	21.851,2	15.718,2	5.821,2	32.166,4
<b>1990</b>	45.483,7	23.587,6	21.896,1	7.451,0	38.907,9
<b>1991</b>	55.874,5	27.426,3	28.448,1	14.646,7	42.810,5
<b>1992</b>	68.475,3	31.740,2	36.735,1	24.438,5	44.694,3
<b>1993</b>	73.613,4	36.200,8	37.412,6	23.399,2	51.068,9
<b>1994</b>	77.317,7	37.470,3	39.847,4	28.785,5	51.047,0
<b>Acumulat</b>	<b>391.749,3</b>	<b>199.055,8</b>	<b>192.693,5</b>	<b>106.917,7</b>	<b>292.218,8</b>

Font: Banco de México

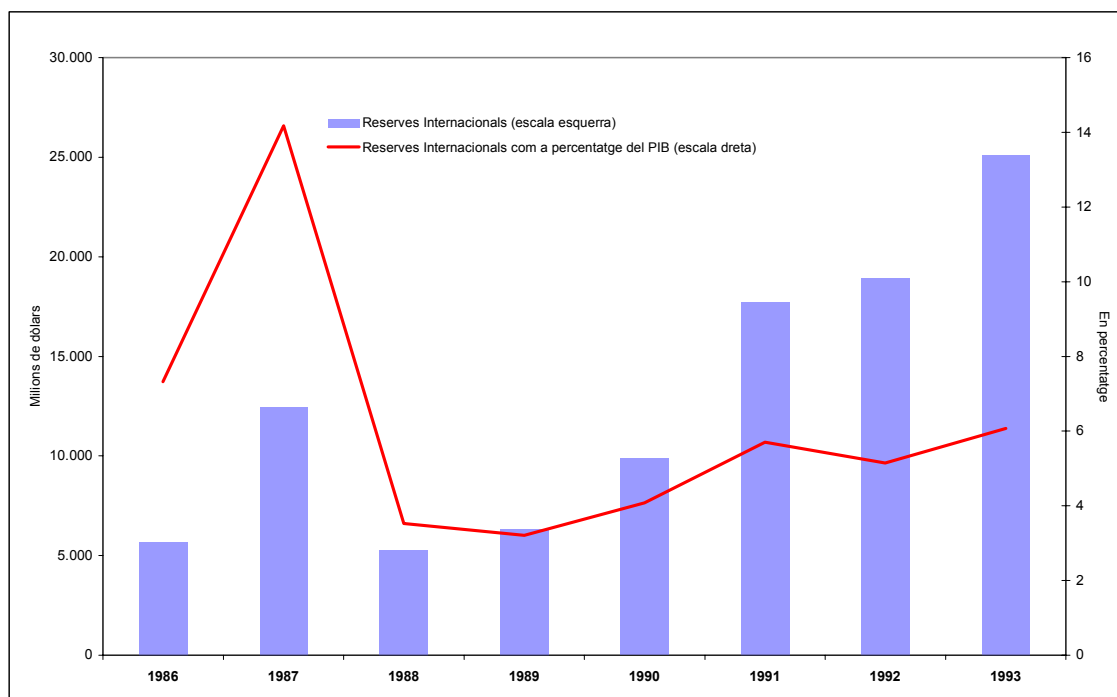
Des d'aquesta perspectiva, els dèficits per compte corrent eren el resultat d'un període de gran creixement econòmic caracteritzat per uns nivells d'inversió privada que de passaven l'estalvi nacional<sup>12</sup>. Per tant, els dèficits recurrents del compte corrent de la balança de pagaments no eren el reflex de dèficits públics excessius, tal com estableixen els models "clàssics" de crisis canviàries de "primera generació", sinó més aviat posaven de manifest una situació en la que l'expansió del consum privat feien que l'estalvi nacional resultés insuficient per finançar la inversió privada, i obligaven a cobrir les necessitats de finançament internes amb recursos procedents de l'exterior.

#### **4.2. ENTRADES DE CAPITALS ESTRANGERS I ACUMULACIÓ DE RESERVES**

Des de 1989, la confiança aparent dels inversors internacionals en la solidesa de l'economia mexicana amb uns nivells d'inflació històricament baixos, un superàvit fiscal sense precedents immediats i una política de liberalització comercial i financera que facilitaven la inversió estrangera, a més d'altres aspectes conjunturals<sup>13</sup>, com la resolució de la "crisi del deute" i la disminució dels tipus d'interès als Estats Units, van precipitar un flux de capitals financers estrangers de tal dimensió que el país va més que cobrir les seves necessitats de finançament exterior (Kamin i Wood, 1997).

<sup>12</sup> Al llarg de la història econòmica existeixen un bon nombre d'exemples que posen de manifest aquesta correlació entre un període de creixement econòmic i l'expansió del dèficit per compte corrent. Així, per exemple, Singapur va registrar un dèficit mitjà del 14 per cent del PIB durant el període 1970-82. Malàisia va tenir un dèficit exterior en termes mitjans del 8,4 per cent del PIB entre 1981-85. A Tailàndia la necessitat de finançament era del 6,9 per cent del PIB anual durant el període 1990-93.

<sup>13</sup> Per a més informació sobre els aspectes conjunturals que van motivar l'ingent flux de capitals cap a les economies emergents veure capítol 2.

**Gràfica 2.7. Evolució de la dotació de reserves internacionals (1986-1993)**

Font: Elaboració pròpia a partir de dades de International Financial Statistics (IFS) del FMI.

Així, entre 1990 i 1993, el dèficit per compte corrent acumulat era 70.181 milions de dòlars i es va finançar amb unes entrades netes de capitals per valor de 94.379 milions de dòlars, la qual cosa va permetre acumular 19.168 milions de dòlars de reserves divises com es pot comprovar a la gràfica 2.7. De fet, durant aquest període les entrades de capitals privats en termes mitjans foren aproximadament de 23.600 milions de dòlars anuals, entorn al 7 per cent del PIB de Mèxic, mentre que la dotació de reserves augmentava a un ritme mitjà de 4.800 milions de dòlars anuals. Fruit d'aquesta dinàmica, la dotació de reserves internacionals del banc central assolí un valor màxim 25.110 milions de dòlars l'any 1993, un import quatre vegades superior al nivell existent a finals de 1989, segons el propi Banco de México (1994).

Per tant, a mesura que el dèficit per compte corrent s'anava eixamplant la dotació de reserves, paradoxalment, augmentava, una tendència que tampoc no ajustava a la relació inversa que descriuen els models de *"primera generació"*.

## ***B. La política econòmica mexicana durant els anys previs a la crisi de 1994***

Com s'ha comentat a l'apartat anterior, la conjuntura de l'economia mexicana a finals de 1987 venia caracteritzada per una caiguda sostinguda de la producció acompanyada d'una espiral inflacionista, el col·lapse de les cotitzacions borsàries, la reactivació del procés de fugida de capitals i una gran devaluació del peso. En aquesta situació de gran incertesa, les autoritats econòmiques van acordar, el mes de desembre de 1987, implementar un programa integral d'estabilització econòmica i de reforma estructural, que es basava a nivell intern en la consecució de l'estabilitat macroeconòmica a través del control de la inflació i el sanejament de les finances públiques i, a nivell extern, en l'obertura comercial a l'exterior i la promoció de les exportacions.

### ***1. La política fiscal i pressupostària***

#### ***1.1. EL SANEJAMENT DE LES FINANCES PÚBLIQUES***

Després de la crisi del deute de 1982, Mèxic va embarcar-se en un procés de disminució gradual del dèficit i del deute públic que perseguia el sanejament de les finances públiques i la reducció de la intervenció de l'Estat en economia. A partir de finals de 1987 aquests objectius es van integrar en un programa d'estabilització i de reforma estructural més ampli –conegut com a “*Pacto para la Estabilidad, el Crecimiento Económico y el Empleo*” o col·loquialment com a “*El Pacto*” – destinat a controlar la inflació i augmentar l'eficiència als diferents mercats. Amb aquest ànim es van dur a terme retallades pressupostàries generalitzades, acompanyades d'accions més selectives com la reducció del nombre d'organismes públics<sup>14</sup> i empreses paraestats. Com a conseqüència d'aquestes accions, la intervenció de l'Estat en economia mesurada a través de la despesa de l'Estat com a percentatge del PIB va reduir-se quasi a la meitat, des del 44 per cent de 1987 al 26 per cent de 1994. Simultàniament, es va procedir a incrementar els ingressos de l'Estat a través de l'eliminació de les distorsions fiscals, la persecució del frau i l'harmonització creixent del sistema tributari nacional amb els estàndards dels seus principals socis comercials. Aquestes mesures van permetre la incorporació d'un gran nombre d'empreses a l'economia formal i, els ingressos de l'Estat van augmentar, tant en termes absoluts i com en termes relatius<sup>15</sup>, malgrat el signe restrictiu de la política fiscal i pressupostària.

---

<sup>14</sup> Per tal de garantir la permanència en el temps de les reformes que s'estaven implementant es van donar importants canvis institucionals en diverses àrees de l'Administració Pública com, per exemple, la fusió dels ministeris del Tresor i de Pressupost i Planificació per així concentrar en un mateix ens la responsabilitat de les polítiques fiscal i pressupostària.

<sup>15</sup> Per a Gil-Díaz i Carstens (1996) la multitud d'impostos i taxes que es van eliminar representaven quasi la meitat dels ingressos que no procedien del petroli l'any 1988 i tot i així els ingressos fiscals van augmentar com a percentatge del PIB.

**Quadre 8.7. Evolució del Saldo Pressupostari de l'Estat (1980-1994)**

<i>En percentatge del PIB</i>	<b>Dèficit (-) o Superàvit (+) Financer<sup>1</sup></b>	<b>Dèficit (-) o Superàvit (+) Primari<sup>2</sup></b>	<b>Dèficit (-) o Superàvit (+) Operatiu<sup>3</sup></b>
<b>1980</b>	-7,5	-3,0	-3,6
<b>1981</b>	-14,1	-8,0	-10,0
<b>1982</b>	-17,0	-3,5	-5,5
<b>1983</b>	-8,6	4,6	0,4
<b>1984</b>	-8,5	4,1	-0,3
<b>1985</b>	-9,6	3,9	-0,8
<b>1986</b>	-16,1	3,7	-2,4
<b>1987</b>	-16,0	5,8	1,8
<b>1988</b>	-12,4	8,0	-3,6
<b>1989</b>	-5,6	8,4	-1,7
<b>1990</b>	-3,3	7,6	1,8
<b>1991</b>	-1,5	5,3	2,9
<b>1992</b>	0,5	5,6	2,9
<b>1993</b>	-2,1	3,6	2,1
<b>1994</b>	-3,9	2,3	0,5

*Nota:* <sup>1</sup>Inclou totes les obligacions derivades del deute del sector públic

<sup>2</sup>Dèficit o Superàvit Financer menys els interessos pagats pel deute públic

<sup>3</sup>Dèficit o Superàvit Primari més la proporció real dels interessos pagats pel deute públic

*Font:* Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI)

D'aquesta manera, la disminució de les despeses de l'Estat unida a una major eficiència en la recaptació impositiva es va traduir en la millora gradual del dèficit públic. Com s'observa al quadre 8.7, aquesta major disciplina fiscal va oferir els seus primers resultats positius l'any 1983, moment a partir del qual el saldo del pressupost primari va començar a registrar superàvits creixents durant més de deu anys. Aquests superàvits van assolir un nivell màxim del 8,4 per cent del PIB, l'any 1989; a partir d'aleshores aquesta dinàmica es va començar a invertir, tot i això el superàvit primari del 2,3 per cent del PIB de 1994 era, encara, molt lluny del dèficit del 8 per cent del PIB registrat el 1981. Anàlogament, l'evolució del saldo del pressupost operatiu permet comprovar el grau de consolidació de les finances públiques assolit a Mèxic, especialment a partir de 1990. Així, si el dèficit operatiu representava el 1982 un 5,5 per cent del PIB, set anys més tard s'havia reduït fins a l'1,7 per cent. A partir de 1990 i fins 1994 es van començar a registrar sengles superàvits que, en termes mitjans, se situaven entorn al 2,4 per cent del PIB.

**1.2. LA DISMINUCIÓ DEL NIVELL D'ENDEUTAMENT INTERN I EXTERN**

El manteniment de la disciplina pressupostària juntament amb la privatització d'empreses públiques i la renegociació del deute extern van fer possible una disminució progressiva del nivell d'endeutament de l'economia mexicana. Aquestes circumstàncies, a més de reduir la transferència de recursos a l'exterior, van tenir un efecte molt favorable en la confiança dels inversors, doncs van contribuir a esvaïr els dubtes que existien sobre la viabilitat del programa de sanejament econòmic de Mèxic endegat. Paral·lelament, el desenvolupament d'uns mercats

de capitals més amplis va permetre la conversió gradual del deute públic no comerciable –derivat principalment del canvi dels crèdits directes del banc central al Govern– en títols de deute que podien ser col·locats als mercats de deute<sup>16</sup> (BID, 1995).

**Quadre 9.7. Indicadors del nivell d'endeutament de l'economia mexicana (1987-1993)**

<i>En percentatge</i>	<b>1987</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>
<b>Deute Públic / PIB</b>	69,1	50,1	49,3	41,2	30,6	25,3
<i>Deute Extern</i>	37,3	23,3	25,5	23,0	17,7	14,6
<i>Deute Intern</i>	31,9	26,8	23,8	18,1	12,9	10,7
<b>Deute Públic / (Volum de comerç)</b>	354,3	246,5	249,4	232,5	184,6	166,0
	<b>Mitjana Països OCDE</b>					
<b>Deute Públic / PIB</b>	57,0	57,5	58,3	59,9	64,1	68,1

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades de International Financial Statistics (IFS) del FMI i OCDE*

El quadre 9.7 posa de manifest la reducció ostensible dels nivells d'endeutament del sector públic mexicà durant la dècada dels '90. L'endeutament mitjà del país, expressat com a proporció del PIB, durant el període 1990-93 fou del 35,1 per cent, un nivell molt inferior a la mitjana dels països de l'OCDE, on l'endeutament promig se situava entorn al 64,2 per cent del PIB. En particular, el nivell d'endeutament intern del país va reduir-se fins al 10,7 per cent anual l'any 1993 perquè la presència de superàvits fiscals permetia anar amortitzant el deute públic en circulació, especialment deute a llarg termini. De la mateixa manera, el nivell d'endeutament amb l'exterior va situar-se en el 14,6 per cent del PIB l'any 1993, després de l'èxit en la renegociació del deute extern, i era fora dels paràmetres de risc propis dels països en desenvolupament.

De tota aquesta anàlisi resulta evident que durant la segona meitat de la dècada dels '80 i els primers anys dels '90, la política fiscal instrumentada pel Govern de Mèxic era més aviat de signe restrictiu<sup>17</sup>, a diferència de la situació que es va donar just abans de la “*crisi del deute*” de 1982. A resultes d'aquest esforç de consolidació fiscal les finances públiques a Mèxic estaven plenament sanejades, per la qual cosa el supòsit de partida característic dels models de “*primera generació*” no es complia en el cas de la crisi de Mèxic de 1994.

<sup>16</sup> El percentatge del deute comerciable respecte el deute total va passar del 48,5 per cent de 1985 al 100 per cent el 1991.

<sup>17</sup> Leiderman i Thorne (1995) argumenten que si es consideren els préstecs nets dels bancs de desenvolupament ajustats per la inflació, s'intueix un canvi de signe de la política fiscal cap a una posició més expansiva a finals de 1993. Tanmateix reconeixen que la dimensió d'aquest canvi d'orientació és massa reduït com per poder explicar una crisi de pagaments, a l'estil dels models de “*primera generació*”.

## 2. La política monetària i canviària

### 2.1. L'ESTRATÈGIA DE DESINFLACIÓ COMPETITIVA

Després de la suspensió del pagament del deute exterior l'any 1982 i sense accés als mercats de capitals internacionals, l'única possibilitat per cobrir les necessitats de finançament exterior era generar divises a partir de l'exportació de béns i serveis. Aquesta opció requeria comptar amb una moneda infravalorada que estimulés les vendes a l'exterior. Segons el BID (1999), precisament per això, des de 1983, el Govern de Mèxic va dur a terme devaluacions competitives, i de manera sistemàtica i recurrent.

Aquesta estratègia generava expectatives d'inflació que tendien a compensar, a mig i llarg termini, l'efecte "*pro-competitiu*" associat a la depreciació real inicial, i aquest extrem obligava a forçar noves devaluacions. Com a conseqüència d'aquesta dinàmica, els efectes reals de cada nova devaluació s'anaven escurçant en el temps a mesura que s'accentuava la inèrcia inflacionista (Blanco i Garber, 1986). Al final, aquesta espiral de devaluacions va donar lloc a un creixement explosiu del nivell de preus de tal manera que a finals de l'any 1987, la inflació mesurada a través del INPC es va situar en el 131,8 per cent anual.

En aquest escenari, el mes de desembre de 1987 el Govern va posar en marxa el programa d'estabilització i reforma estructural, amb l'objectiu primordial d'abatre la inflació i, indirectament, millorar el grau de competitivitat del país (Stein i Streb, 1993). Amb tot, tal com assenyalen Guidotti i Végh (1992) "*...la manca de credibilitat de les autoritats monetàries obligava a establir el tipus de canvi del peso respecte el dòlar dels Estats Units com l'àncora nominal de l'estratègia de desinflació competitiva*<sup>18</sup>...".

Inicialment, l'any 1988 la paritat del peso/ dòlar va romandre pràcticament fixada, però a partir de 1989, el procés de liberalització del sistema financer nacional i el flux creixent d'entrades de capitals va moure a les autoritats econòmiques a adoptar règims canviaris intermedis més flexibles que permetessin conciliar l'objectiu de desinflació amb un major grau d'obertura comercial i financera. D'aquesta manera, a partir de 1989, Mèxic va començar a gestionar la seva política canviària a través d'un sistema de "*paritat mòbil*" o *crawling peg* que "*lliscava*" al ritme d'1 antic peso per dia. Aquesta dinàmica va reduir-se a 0,8 antics pesos diaris l'any 1990 i a 0,40 antic pesos diaris entre desembre de 1990 i octubre de 1991. Aquest règim de "*paritat mòbil*" o *crawling peg* fou a ser substituït per un sistema de bandes de flotació "*mòbils*" o *crawling bands* el mes de novembre de 1991.

<sup>18</sup> Com a part d'aquest compromís el Govern de Mèxic estava disposat a utilitzar les seves reserves internacionals –que en aquell moment, tal com s'il·lustra a la gràfica 5.7, representaven el 14 per cent del PIB– per finançar el dèficit per compte corrent que sorgiria en pretendre mantenir fix el tipus de canvi en un context d'elevada inflació.

## 2.2. EL RÈGIM CANVIARI DE BANDES “LLISCANTS”

Com a part integrant de l'estratègia de desinflació competitiva de l'economia endegada quatre anys abans en el marc del programa d'estabilització, Mèxic va adoptar el mes de novembre de 1991 un sistema de tipus de canvi de “banda mòbil” o *crawling band* articulat entorn unes bandes de fluctuació que acotaven els moviments del tipus de canvi del peso respecte el dòlar.

El règim canviari adoptat constituïa un sistema híbrid, a través del qual s'intentaven capturar, simultàniament, els principals avantatges dels sistemes de tipus de canvi fix i flexible. En aquest sentit, el sistema de bandes de flotació definia una zona objectiu per al tipus de canvi peso/dòlar que s'erigia en àncora nominal per a la política monetària de Mèxic. A través d'aquesta àncora nominal les autoritats econòmiques eliminaven la discrecionalitat de la política monetària i aspiraven poder arribar a importar la menor inflació dels Estats Units.

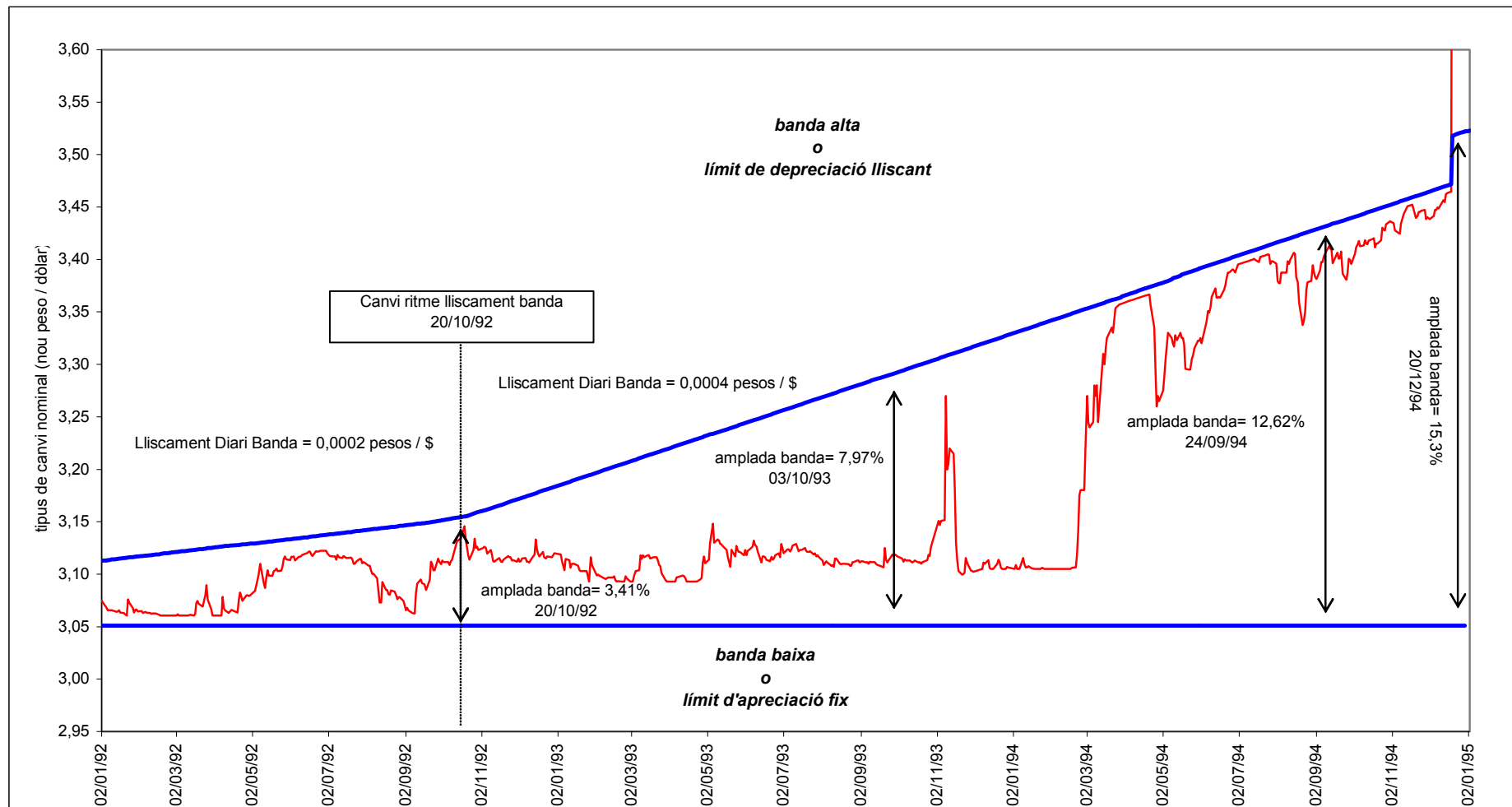
En el marc d'aquest sistema, el Banco de México deixava que el tipus de canvi peso / dòlar fluctués lliurement a l'interior d'unes bandes i només intervenia al mercat quan la cotització de la moneda se situava en algun dels dos límits<sup>19</sup>. D'aquesta manera la configuració del sistema reduïa les exigències de reserves internacionals perquè, en presència de pressions devaluatòries, la moneda nacional podia depreciar-se lliurement, sempre i quan ho fes dins dels marges que definien les bandes i, per tant no calia usar divises per defensar-la<sup>20</sup>.

En particular, el límit superior evitava una depreciació excessiva del peso i impedia que les fluctuacions erràtiques del tipus de canvi afectessin les expectatives inflacionistes dels agents econòmics. De la mateixa manera, el límit inferior no permetia que el peso s'apreciés en excés, la qual cosa podia perjudicar la nova orientació exportadora del país i minar la competitivitat de la indústria mexicana als mercats internacionals. Tanmateix, l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal subordinava la política monetària a la defensa de les bandes i, limitava, notablement, la seva autonomia en benefici d'una menor discrecionalitat. Per superar l'excessiva rigidesa que podia imposar un règim de tipus de canvi fix, les autoritats econòmiques van optar per permetre el “*lliscament*” gradual de la banda alta del sistema.

<sup>19</sup> A partir de 1993, el banc central va definir una regla d'intervenció a l'interior dels límits de la banda amb la finalitat d'evitar fluctuacions violentes del tipus de canvi en un mateix dia d'operacions. Aquesta pràctica definia unes bandes internes, negociades al “*Pacto*” i que suposava haver d'anunciar a l'inici de cada dia els punts de la intervenció de la jornada. Amb tot, van ser comptades les ocasions en les que van ser necessàries aquestes intervencions “*intramarginals*” del Banco de México.

<sup>20</sup> Aquest extrem és cert, sempre i quan les bandes que configuren el sistema siguin creïbles. Aquesta credibilitat està associada com estableixen els models de “*segona generació*” tant a la dotació de reserves que disposa en banc central com a la seva voluntat d'intervenció als mercats de divises en defensa de les bandes de flotació.

**Gràfica 3.7. Evolució de les bandes de flotació i del tipus de canvi nominal peso/dòlar**



*Nota: Mitjana del tipus de canvi comprador i venedor al tancament diari corresponent a operacions interbancàries amb data valor a 48 hores.*

*Font: Elaboració pròpia a partir del Informe de Política Monetaria del Banco de México i INEGI*



La finalitat d'una "*banda mòbil*" d'amplitud creixent era dotar al sistema d'una major flexibilitat que el permetés ajustar-se a les condicions subjacents en l'economia i compensar, de manera quasi automàtica, els desequilibris de la balança de pagaments sense haver de suportar una variació de reserves de divises gaire important (Williamson, 1993a).

La gràfica 3.7 mostra l'evolució del tipus de canvi del peso/dòlar als mercats de divises, així com els límits inferior i superior de la banda, des de principis de l'any 1992 fins poc després que el peso fos devaluat a finals de 1994. Com es pot comprovar la banda alta, que constituïa el límit de depreciació del peso respecte el dòlar i que el banc central es comprometia defensar venent dòlars a canvi de pesos, s'ampliava diàriament a un ritme predeterminat a partir d'un valor inicial de 3,0864 antics pesos per dòlar. Des de començaments del mes de novembre de 1991 i fins al col·lapse del sistema la banda va començar a "*lliscar*" primer a un ritme de 0,0002 nous pesos per dia, que va elevar-se fins als 0,0004 nous pesos per dia a partir del 20 d'octubre de 1992. Alhora, la banda baixa durant els tres anys de vigència del sistema va fixar-se en un valor de 3,0512 antics pesos per dòlar. Aquest límit inferior determinava el límit d'apreciació de la cotització del tipus de canvi del peso / dòlar que el banc central es comprometia a defensar comprant dòlars a canvi de pesos (Whitt, 1996 i Hartwell, 2001).

Com a assenyalava el Banco de México (1994), en un principi, l'amplitud de la banda era força estreta, però el "*lliscament*" diari anava eixamplant el grau de flexibilitat del sistema. Així, a finals del 1991 els marges establerts eren, aproximadament, del 1,15 per cent. En acabar 1992 el límit superior de la banda va tancar a un nivell de 3,3296 nous pesos per dòlar, això significava que l'amplada era del 4,3 per cent respecte el límit inferior. A finals de 1993 els marges s'havien eixamplat fins al 9,1 per cent i al mes de setembre de 1994 ja arribaven al 12,6 per cent. Finalment, la necessitat de contenir les tensions als mercats de divises i de preservar l'essència del sistema va moure a les autoritats econòmiques a ampliar-les fins al 15,3 per cent durant el mes de desembre.

### 2.3. LA POLÍTICA D'ESTERILITZACIÓ

L'increment del multiplicador monetari conseqüència de la supressió del coeficient de caixa, l'expansió dels crèdits bancaris així com a la reducció dels nivells d'inflació assolits a través del programa d'estabilització van donar lloc a un augment de la liquidat de l'economia. La proporció que representava l'oferta monetària ampliada ( $M_2$ ) respecte el PIB va augmentar des del 23 per cent l'any 1989 a un valor lleugerament superior al 29 per cent a finals de 1993, mentre que la ràtio  $M_3$  / PIB va passar del 33 per cent l'any 1989 al 37 per cent l'any 1993. De la mateixa manera, el valor de la  $M_4$  com a percentatge del PIB va incrementar-se en un 26,6 per cent en sis anys, passant del 37 per cent l'any 1989 al 47 per cent de 1993.

**Quadre 10.7. Evolució dels principals agregats monetaris (1989-93)**

<i>Milions de pesos</i>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>
<b>M1</b>	31.392	50.334	109.895	126.471	148.911
<b>M2</b>	125.030	182.760	268.928	323.547	366.759
<b>M3</b>	182.721	258.010	318.030	375.051	459.779
<b>M4</b>	202.539	296.400	387.789	464.472	587.735
<i>En percentatge</i>					
<b>M1 / PIB</b>	5,7	6,8	11,6	11,2	11,9
<b>M2 / PIB</b>	22,8	24,7	28,3	28,8	29,2
<b>M3 / PIB</b>	33,3	34,9	33,5	33,3	36,6
<b>M4 / PIB</b>	36,9	40,1	40,9	41,3	46,8

*Nota: Les dades corresponen al mes de desembre.*

*M1= Efectiu en Mans del Públic ((billets i monedes) + Comptes de xec (en moneda nacional i moneda estrangera)*

*M2= M1 + Instruments bancaris líquids ( instruments amb venciment fins a 1 any de termini i acceptacions bancàries)*

*M3= M2 + Instruments no bancaris líquids ( amb venciment inferior a 1 any: principalment títols de deute públic com Cetes, Pagafes, Bonos, Tesobonos però també paper comercial).*

*M4= M3 + Instruments Financers a termini (instruments bancaris amb venciment superior a 1 any més Petrobonos, BIBS, Ajustabonos, Bonos de Renovación Urbana, Obligaciones Quirografarias, Obligaciones Hipotecarias, Pagars d'empreses privades, dipòsit del FICORCA al Banco de México i dipòsits del SAR, Sistema de Ahorro para el Retiro.*

*Font :Elaboració pròpia a partir de dades del INEGI, Banco de México i IFS del FMI.*

Però en un sistema de tipus de canvi fix com l'usat des de 1989 i en presència d'una elevada mobilitat de capitals, l'evolució dels agregats monetaris no és un indicador adequat del grau de restricció o laxitud de la política monetària. Per això, els elevats creixements en termes reals de la  $M_1$  i la  $M_4$  no impliquen que la política monetària instrumentada a Mèxic entre 1990 i el primer trimestre de 1994 fos necessàriament expansiva.

En aquestes condicions, el signe de la política monetària ha d'analitzar-se a partir de l'evolució del crèdit intern net del banc central perquè aquest element esdevé el factor discrecional a través del qual el banc central intenta controlar la creació de base monetària. Així, donada la demanda de diner, l'acumulació de reserves internacionals implica una expansió de l'oferta de base monetària que el banc central compensa a través de la disminució del seu crèdit intern net.

En aquest sentit, les accions de política monetària del Banco de México, a partir de 1990, s'orientaren a garantir el creixement equilibrat de l'oferta i la demanda de base monetària i a evitar que les quantioses entrades de capitals procedents de l'exterior generessin pressions indesitjables sobre el sistema financer i el nivell general de preus i moviments erràtics sobre els tipus d'interès.

Amb la finalitat d'absorbir la liquiditat generada per aquelles entrades i evitar que l'augment de la dotació de reserves expandís en excés la base monetària, el banc central va dur a terme una política activa d'esterilització mitjançant operacions de mercat obert (Whitt, 1996). A través d'aquestes accions el banc central adquiria divises a canvi de la venda de deute públic de la seva cartera d'inversions<sup>21</sup> que disminuïen el crèdit intern net.

<sup>21</sup> El Banco de México realitzava la majoria de les seves operacions "open market" prenent cetes en garantia, circumstància que exigia als bancs comercials la disponibilitat d'aquest valor en cas de voler obtenir liquiditat a les subhastes.

Al quadre 11.7 s'il·lustra la magnitud de l'esterilització del Banco de México a través de la proporció que significa la disminució del crèdit intern respecte les variacions de reserves internacionals. Com es pot comprovar, la política d'esterilització monetària del flux de capitals estrangers era parcial, en la mesura que el banc central a través de les seves operacions de mercat obert va tendir a compensar aproximadament un 40 per cent de les variacions de la seva dotació de reserves. Aquesta pauta d'actuació s'explica perquè les autoritats econòmiques pretenien que una part dels recursos procedents de l'exterior servissin per finançar els projectes d'inversió privada i així incrementar la capacitat productiva del país.

**Quadre 11.7. La política d'esterilització entre 1990 i 1993**

<i>Milions de pesos</i>	<b>Variació Reserva Internacional</b>	<b>Variació Crèdit Intern Net</b>	<b>Variació Base Monetària</b>	<b>Coefficient d'esterilització</b>
	<b>(1)</b>	<b>(2)</b>	<b>(3) = (1) + (2)</b>	<b>(4) = (2) / (1)</b>
<b>1990</b>	12.466	-4.569	7.897	-0,367
<b>I</b>	-5.384	2.836	-2.548	-0,527
<b>II</b>	6.890	-6.153	737	-0,893
<b>III</b>	3.459	-3.472	-13	-1,004
<b>IV</b>	7.501	2.220	9.721	0,296
<b>1991</b>	23.936	-15.475	8.461	-0,647
<b>I</b>	2.663	-4.311	-1.648	-1,619
<b>II</b>	9.539	-9.065	474	-0,950
<b>III</b>	8.366	-9.517	-1.151	-1,138
<b>IV</b>	3.368	7.418	10.786	2,202
<b>1992</b>	3.917	1.473	5.390	0,376
<b>I</b>	2.823	-8.425	-5.602	-2,984
<b>II</b>	-881	2.939	2.058	-3,336
<b>III</b>	-44	-3.076	-3.120	-69,909
<b>IV</b>	2.019	10.035	12.054	4,970
<b>1993</b>	18.408	-15.187	3.221	-0,825
<b>I</b>	6.989	-16.283	-9.294	-2,330
<b>II</b>	4.726	-3.347	1.379	-0,708
<b>III</b>	1.766	-2.696	-930	-1,527
<b>IV</b>	4.927	7.139	12.066	1,449

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades de Banco de México i INEGI*

Així, per bé que les operacions d'esterilització es van traduir en una disminució sistemàtica del crèdit intern net entre març de 1990 i març de 1994, l'augment de la reserves internacionals (70.715 milions de pesos) fou superior a la continua reducció del crèdit intern net del Banco de México (de 45.534 milions de nous pesos) i, per tant, la base monetària<sup>22</sup> en termes nominals tendia a expandir-se a ritmes del 25,1 per cent el 1991, del 13,9 per cent el 1992 i del 7,3 per cent el 1993.

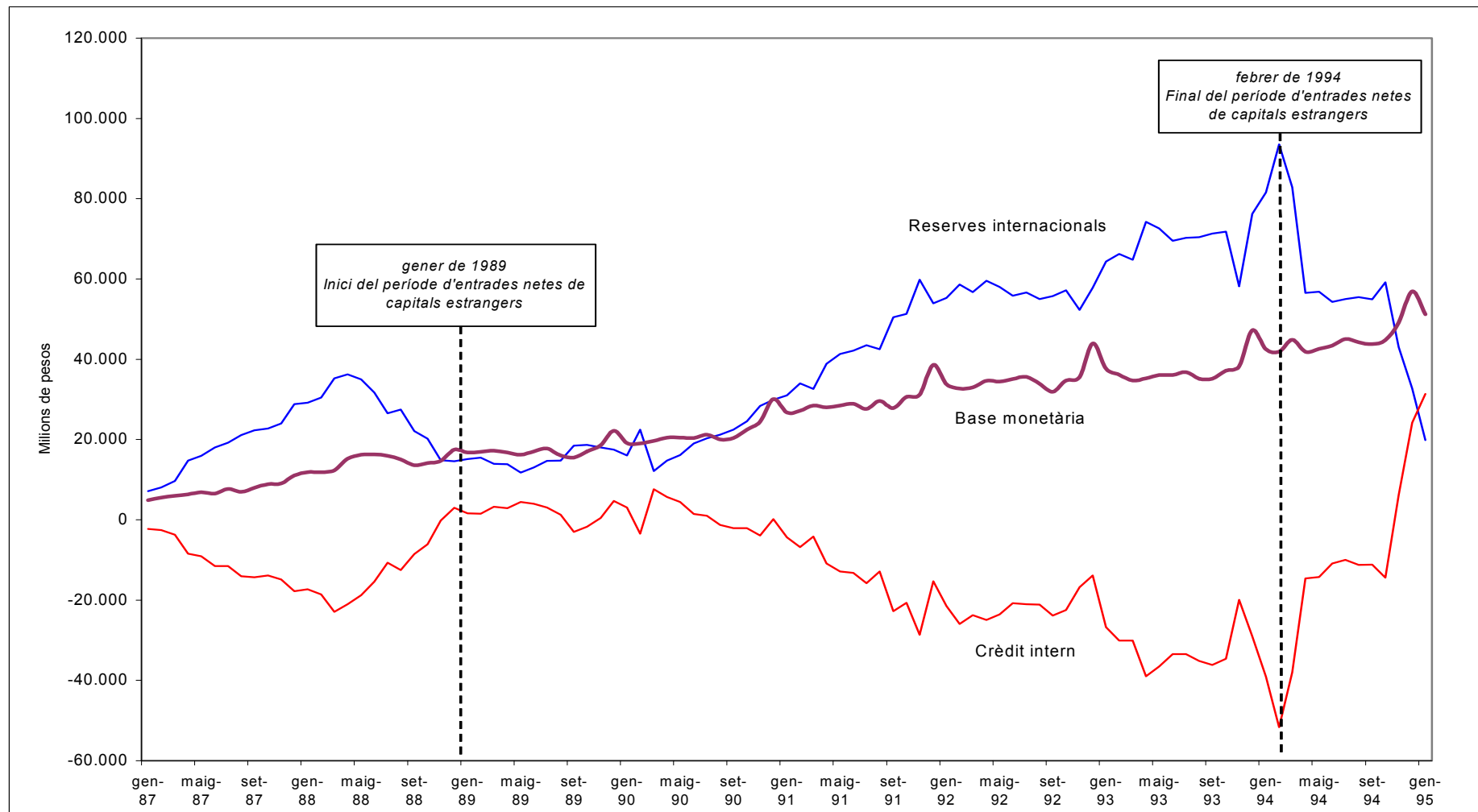
<sup>22</sup> El menor creixement de la base monetària, durant l'any 1993, s'explica tant per l'alentiment de l'activitat econòmica com per la creació del "mercat interbancari valor dia anterior". L'entrada en operació d'aquest sistema va fer menys necessari que els bancs comercials conservessin al Banco de México dipòsits en una quantia important.

Amb tot, aquest augment nominal de la base monetària, entre març de 1990 i el primer trimestre de 1994 no s'ha d'entendre com una evidència de la pràctica d'una política monetària expansiva sinó més aviat era el reflex d'un canvi estructural de la demanda de base monetària (Kamin i Rogers, 1995). La desacceleració de la inflació i la caiguda dels tipus d'interès nominals van disminuir el cost d'oportunitat de mantenir diners en efectiu i aquesta circumstància induïa als diferents agents econòmics a augmentar la seva tinença de diners. Aquest extrem es va traduir en una major demanda de diner en efectiu per part del públic però també en un augment de l'efectiu en poder del sistema bancari. Per altra banda, l'expansió del crèdit de la banca comercial va incrementar la quantia dels dipòsits dels bancs comercials en el banc central per poder atendre retirades contingents d'efectiu per part dels seus clients.

En qualsevol cas, com s'observa a la gràfica 4.7, crèdit intern i reserves internacionals van seguir una trajectòria divergent des de principis de 1990 i fins al primer trimestre de 1994. La col·locació dels títols de deute públic de la cartera de valors del banc central, a mesura que augmentaven les reserves internacionals, van donar lloc a una disminució contínua del crèdit intern net entre març de 1990 i febrer de 1994.

Des d'aquesta perspectiva, l'augment recurrent del dèficit per compte corrent entre 1989 i el primer trimestre de 1994 no era el resultat d'una expansió sistemàtica i recurrent del crèdit intern net. Per això, la crisi de pagaments en la que Mèxic es va veure immers al desembre de 1994 tampoc no responia exactament a aquest paràmetre, característics dels models de crisis canviàries de "*primera generació*".

**Gràfica 4.7. Evolució del crèdit intern, de la base monetària i de la dotació de reserves internacionals**

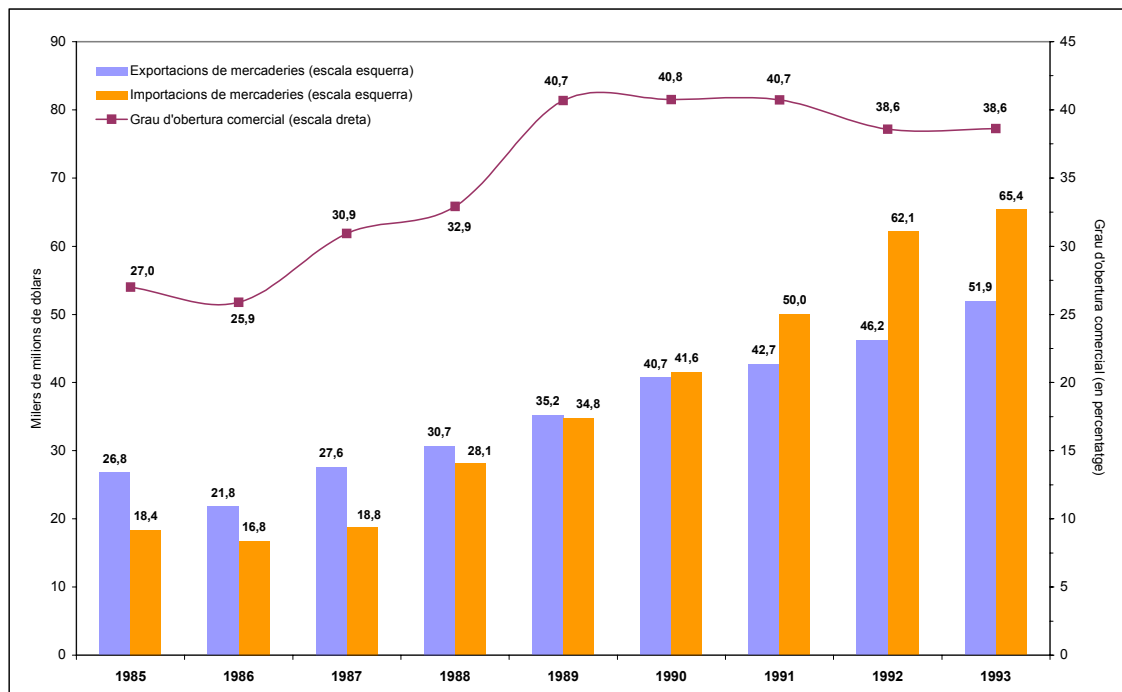


Font :Elaboració pròpia a partir d'informació del Banco de México

### 3. La política d'obertura comercial a l'exterior

Durant les dècades precedents, el model de creixement econòmic aplicat a Mèxic s'havia basat en la industrialització per substitució d'importacions, una estratègia que requeria un grau proteccionisme comercial força important. Tanmateix, les ineficiències que generaven la implementació de mesures proteccionismes sobre el funcionament dels mercats unida a l'experiència de les economies del sud-est asiàtic va impulsar un canvi radical en la filosofia comercial de Mèxic (Rodrik, 1994a i 1994b). L'adopció unilateral de polítiques destinades a la liberalització del comerç exterior i la promoció de les exportacions fou un procés que va iniciar-se l'any 1985 amb la subscripció dels acords GATT, el posterior establiment de pactes comercials amb Xile, Colòmbia Veneçuela i Costa Rica i que va culminar l'any 1994 amb l'entrada en vigor del Tractat de Lliure Comerç de Nord-Amèrica (NAFTA) i la incorporació a l'OCDE<sup>23</sup>. Com es pot apreciar a la gràfica 5.7, el canvi en l'orientació de la política comercial es va traduir en un augment progressiu del grau d'obertura de l'economia –mesurat a partir de la suma d'exportacions i importacions de mercaderies i serveis com a percentatge del PIB–, des de valors pròxims al 20 del PIB per cent a començaments dels anys '80, a valors superiors al 40 per cent durant gairebé tota la primera meitat de la dècada dels '90. Com a conseqüència d'aquesta dinàmica, l'estructura productiva mexicana molt orientada, fins aleshores, al proveïment del mercat intern es va transformar en una de les més obertes del món.

**Gràfica 5.7. Evolució del comerç exterior de Mèxic (1985-1994)**



Font: Elaboració pròpia a partir de INEGI

<sup>23</sup> Mèxic era el primer país d'Amèrica Llatina i en desenvolupament a incorporar-se a l'OCDE en 25 anys.

### 3.1. *ELS EFECTES DE L'OBERTURA COMERCIAL SOBRE EL CREIXEMENT DE LES EXPORTACIONS DE BÉNS I SERVEIS*

La combinació de tots aquests elements va possibilitar un període de ràpid creixement de les exportacions i un canvi en l'estructura econòmica del país. Així, per al període 1986-1993, les exportacions no petrolieres mesurades en dòlars corrents van augmentar a un ritme del 6,1 per cent. En termes absoluts, les exportacions de mercaderies que l'any 1986 totalitzaven 21.803 milions de dòlars van augmentar fins els 51.885 milions de dòlars de 1993, la qual cosa significava que el país havia multiplicat per 2,4 la seva capacitat d'exportació durant aquest període.

Aquest augment de la demanda externa va anar acompanyada d'una progressiva diversificació geogràfica i funcional de les exportacions. En aquest sentit, les vendes als Estats Units de productes no petroliers van augmentar en un 6,9 per cent anual, les adreçades a la resta de països industrialitzats s'incrementaren en un 47,3 per cent mentre que les dirigides a la resta del món ho feren en un 20,7 per cent. En particular, les exportacions no petrolieres a França i Canadà es van duplicar, mentre que les destinades a Espanya, Alemanya i Japó, van augmentar en conjunt un 19 per cent. Aquesta diversificació geogràfica del comerç exterior de Mèxic es va traduir en una disminució de la importància relativa dels Estats Units en el total de les exportacions no petrolieres del país, les quals van passar del 76,2 per cent de 1990 al 71 per cent de 1993.

**Quadre 12.7. Estructura de les exportacions (1985-1993)**

<i>En percentatge del total d'exportacions</i>	<b>1985</b>	<b>1987</b>	<b>1989</b>	<b>1992</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>
<b><i>Petrolieres</i></b>	55,2	31,3	22,4	19,1	18,0	14,3
<b><i>Altres extractives</i></b>	1,9	2,1	1,7	1,3	0,8	0,5
<b><i>Agropecuaries</i></b>	5,3	5,6	5,0	5,6	4,6	4,8
<b><i>Manufactures</i></b>	37,6	61,1	70,9	74,0	76,7	80,4
<i>Maquiladores</i>	19,0	25,7	35,1	37,1	40,4	42,1
<i>No Maquiladores</i>	18,6	35,3	35,8	36,9	36,2	38,3

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Banco de México i INEGI*

Aquest creixement de la demanda externa va propiciar un canvi molt notable en l'estructura de les exportacions de mercaderies, en disminuir la importància relativa dels productes primaris –recursos naturals com petroli i minerals– en benefici de les manufactures. L'important creixement de les vendes externes no petrolieres unida a la disminució del valor de les exportacions procedents del petroli van fer que aquestes últimes passessin de representar el 55,2 per cent del total l'any 1985, al 14,3 per cent el 1993.

D'aquesta manera, les vendes de manufactures van doblar, en quasi quatre anys, la seva importància en el conjunt d'exportacions mexicanes passant del 37,6 per cent de 1985 al 70,9 de

1989, i des d'allí al 80,4 per cent de 1993. En particular, l'obertura a l'exterior va propiciar una major especialització en l'elaboració de béns comerciables en indústries com la del calçat, filats i teixits, vidre, automòbils i camions, adobs químics, ferro i acer, però també es van incrementar de manera molt important les importacions d'aquesta mateixa classe de béns, tot i que amb característiques distintes. Així, el 1985 les cinc primeres categories d'activitat econòmica concentraven el 81 per cent de les exportacions del sector no maquilador mentre que l'any 1993 aquesta proporció s'havia reduït al 59 per cent.

### **3.2. *ELS EFECTES DE L'OBERTURA COMERCIAL SOBRE LES IMPORTACIONS DE BÉNS I SERVEIS***

Per altra banda, l'obertura de l'economia a l'exterior però sobretot la supressió de les barreres aranzelàries a partir de 1988 va oferir la possibilitat a les empreses mexicanes d'obtenir béns intermedis i de capital en major quantitat i de major qualitat a uns preus més barats, en un context de creixement de la producció nacional i de la demanda nacional. D'aquí s'explica que l'increment anual mitjà de les importacions de mercaderies per al període 1986-93 fos del 41,6 per cent. De fet, en set anys la demanda d'importacions, afavorida pel flux d'entrada de capitals financers procedents de l'exterior, es va multiplicar per cinc en passar dels 13.306 milions de dòlars de 1987 als 65.366 milions de dòlars de 1993.

El quadre 13.7 presenta l'estructura de les importacions de mercaderies. Com es pot comprovar, entre 1987 i 1993, aproximadament el 69 per cent de les importacions mexicanes de mercaderies feien referència a béns intermedis<sup>24</sup>, el 19 per cent es concretaven en béns de capitals i el 12 per cent restant constituïen béns de consum. Així, les partides més importants d'importació de béns intermedis es corresponien amb productes elèctrics i electrònics, siderúrgia i productes químics; les importacions de béns de capital eren molt variades, però amb tot destaquen les relatives a equips per a processament de la informació, equips de ràdio i televisió, aparells i instruments de mesura i anàlisi i maquinària per a la perforació. Per la seva banda, les importacions de béns de consum es concentraven en l'adquisició de productes bàsics com llet i cereals i productes no bàsics com aliments elaborats, begudes, tèxtil i calçat.

Amb tot, malgrat la major importància relativa de les importacions de béns intermedis i de capitals, resulta revelador que durant aquest període les importacions de béns de consum van ser les que van experimentar unes taxes de creixement molt superiors a la resta. En particular, les compres a l'exterior de béns de consum van augmentar, en termes mitjans, a un ritme del 45 per cent anual, 1,5 vegades el creixement de les importacions de béns intermedis i 2 vegades el creixement de les importacions de béns de capital.

---

<sup>24</sup> Una cinquena part d'aquestes importacions la constituïen les compres a l'exterior de la indústria maquiladora d'exportació.



**Quadre 13.7. Estructura de les importacions de mercaderies (1983-93)**

<i>En percentatge</i>	<i>Béns consum</i>		<i>Béns Intermedis</i>		<i>Béns de Capital</i>	
	Importància relativa	Variació respecte l'any anterior	Importància relativa	Variació respecte l'any anterior	Importància relativa	Variació respecte l'any anterior
<b>1983</b>	6,8	-59,5	68,9	-31,1	24,3	-51,2
<b>1984</b>	7,0	12,9	72,4	15,4	20,6	-6,8
<b>1985</b>	7,4	56,1	70,8	43,4	21,8	54,6
<b>1986</b>	6,8	-21,8	69,4	-16,1	23,8	-6,7
<b>1987</b>	5,8	-9,2	74,5	14,8	19,8	-10,9
<b>1988</b>	9,5	150,3	70,7	44,6	19,9	53,1
<b>1989</b>	13,8	82,0	67,5	19,9	18,7	18,4
<b>1990</b>	16,3	45,7	62,0	12,9	21,7	42,4
<b>1991</b>	11,7	14,4	71,1	83,4	17,2	26,5
<b>1992</b>	12,5	32,7	68,9	20,5	18,6	34,6
<b>1993</b>	12,0	1,3	71,1	8,5	16,9	-4,3
<b>Mitjana 1983-86</b>	7,0	-3,1	70,4	2,9	22,6	-2,5
<b>Mitjana 1983-89</b>	9,0	50,3	70,5	15,8	20,6	13,5
<b>Mitjana 1989-93</b>	13,3	35,2	68,1	29,0	18,6	23,5
<b>Mitjana 1987-93</b>	11,7	45,3	69,4	29,2	19,0	22,8

*Nota:*<sup>40</sup> Importància relativa respecte el total d'importacions.

*Font:* Elaboració pròpia a partir de dades de Secretaria de Economia, Banco de México i INEGI

#### **4. La política de liberalització financera**

L'èxit de l'obertura comercial a l'exterior basada en la promoció de les exportacions va moure a les autoritats econòmiques de Mèxic –seguint recomanacions d'organismes financers internacionals– a integrar-se als mercats de capitals mundials. En aquest sentit, les autoritats econòmiques aprofitant el context d'expansió econòmica del país van decidir suprimir les barreres a la lliure circulació de capitals i precipitar la liberalització dels mercats financers nacionals<sup>25</sup>.

##### **4.1. LA LIBERALITZACIÓ DE LES OPERACIONS DEL COMPTE FINANCER I EL FLUX D'ENTRADA DE CAPITALS**

En el marc d'aquest procés de desregulació l'any 1990 es van modificar i simplificar les normes relatives a la inversió externa per reduir la seva discrecionalitat i ampliar, significativament, el nombre de sectors oberts a la participació del capital estranger<sup>26</sup>.

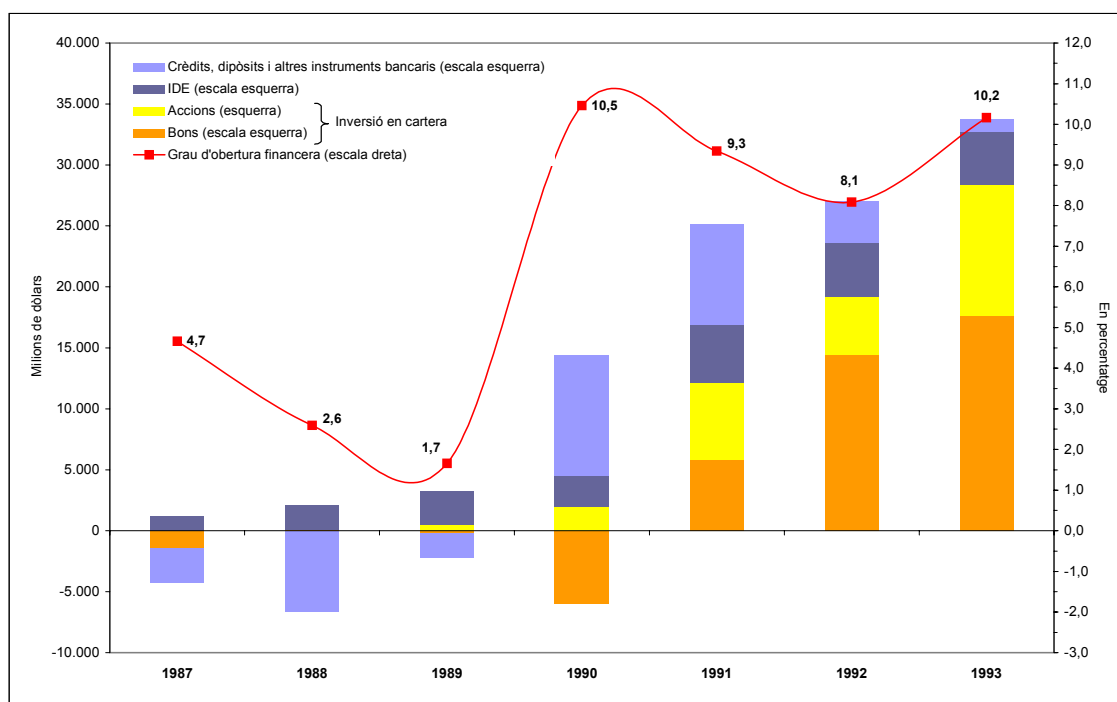
<sup>25</sup> El sanejament de les finances públiques va facilitar notablement la liberalització financera, ja que en un context de quantiosos dèficits fiscals era poc probable que el govern pogués prescindir del recurs al banc central, o que acceptés pagar uns tipus d'interès congruents amb les condicions de mercat.

<sup>26</sup> En aquest sentit, la normativa permetia als estrangers adquirir bons de l'Estat i comprar accions sense dret a vot a la majoria de sectors de l'economia.

La liberalització del compte financer es va veure afavorida per la resolució de la “*crisi del deute*” a través del *Pla Brady* l’any 1989 i el canvi de percepció dels inversors internacionals sobre la solvència de Mèxic. Per a Calvo, Leiderman i Reinhart (1993 i 1996), l’èxit aparent dels programes d’estabilització i reforma econòmica, en una conjuntura de tipus d’interès baixos a nivell internacional, van precipitar un flux ingent de capitals des de finals de 1989 i principis de 1990. Entre 1989 i finals de 1994, les entrades netes de capitals registrades a Mèxic suposaven un total de 106.178 milions de dòlars. Aquesta aflluència massiva de recursos financers va assolir un valor màxim de 33.760 milions de dòlars l’any 1993, la qual cosa suposava que en l’interval dels cinc anys el flux net de capitals procedents de l’estranger s’havia multiplicat per 30.

Com s’il·lustra a la gràfica 6.7, l’entrada neta de capitals es va concentrar principalment en inversions en cartera i, en menor mesura inversió directa, crèdits, dipòsits i altres instruments bancaris.

**Gràfica 6.7. Obertura financera i entrades netes de capitals privats (1987-93)**



Font: Elaboració pròpia a partir de dades estadístiques del Banco de México i del IFS del FMI.

Així, durant el període 1989–93, la inversió directa procedent de l’exterior (IDE) acumulada fou de 19.225 milions de dòlars. Esperonades per l’estabilitat econòmica i l’obertura a l’exterior dels mercats de béns i serveis, moltes empreses estrangeres van instal·lar-se a Mèxic a través de la compra d’empreses nacionals i la construcció de noves factories, no només per beneficiar-se dels baixos costos laborals i d’altres avantatges fiscals del país, sinó també per utilitzar aquelles instal·lacions com a plataformes d’exportació als Estats Units i Canadà davant la imminent

ratificació del NAFTA (Díez-Alejandro, 1985). Si bé és cert que el volum d'IDE quasi es va doblar a partir de 1990 –de tal manera que el seu valor mitjà anual va passar dels 2.600 a 4.500 milions de dòlars– la seva importància relativa durant tot aquest període no superava el 18 per cent del flux net de capitals procedents de l'exterior i el 13 per cent del PIB. De fet, aproximadament el 60 per cent de les entrades netes de capitals es van materialitzar en inversions en valors de renda variable (25,7 per cent) i en valors de renda fixa (34,3 per cent). Per tant, la inversió neta en cartera acumulada entre 1989 i 1993 fou de 63.700 milions de dòlars, dels quals uns 27.300 milions corresponien a compres d'accions i la resta, 36.400 milions, van col·locar-se en bons a curt termini, especialment en *cetes*<sup>27</sup>, títols de deute públic a un i tres mesos. En termes relatius, la inversió en cartera neta durant el període 1989-93 representava en promig, aproximadament, el 33 per cent del PIB. Amb tot, des de 1992 la inversió a cartera constituïa el 45 per cent del PIB, i des de 1993 el seu valor equivalia pràcticament al PIB del país. En particular, les compres d'accions suposaven el 11 per cent del PIB el 1992 i el 37 per cent del PIB el 1993, mentre que les inversions en bons representaven 34 per cent del PIB el 1992 i el 61 per cent del PIB el 1993.

Aquesta importància de la inversió en valors de renda fixa a curt termini de l'Estat s'explica per dues raons principals. La primera té a veure amb l'estratègia de finançament del deute públic per part del Tresor mexicà. A començaments de la dècada dels '90, la major proporció del deute extern de l'Estat era a llarg termini –com a conseqüència de la renegociació del *Pla Brady*– i el Govern va voler aprofitar la conjuntura de tipus d'interès baixos per canviar l'horitzó temporal de la seva estructura de finançament (Buirra, 1997). Justament per això el Tresor mexicà va optar per una estratègia de gestió que consistia en emetre deute públic a curt termini que, malgrat haver de ser refinançat contínuament, permetia reduir la despesa financera de l'Estat a partir de l'amortització a través de l'emissió de títols a curt. Així, segons els informes anuals del Banco de México, el període de venciment del deute públic en circulació del Govern de Mèxic l'any 1992 era, en promig, lleugerament superior als 400 dies; però el 1993 l'horitzó temporal del deute ja era inferior a l'any i se situava, en termes mitjans, per sota dels 300 dies per tornar-se a reduir fins els 200 dies durant el 1994.

El segon dels arguments explicatius fa referència a la política d'esterilització del banc central. Com s'ha explicat més endavant, l'autoritat monetària a través de la venda de *cetes* pretenia compensar els efectes inflacionistes d'una expansió excessiva de la liquiditat del sistema conseqüència de la creixent entrada de capitals estrangers.

D'aquesta manera, segons el Banco de México, al desembre de 1991 els inversors estrangers posseïen 9.100 milions de pesos col·locats en *cetes*, un 23 per cent dels deute en circulació

---

<sup>27</sup> Les emissions de passius financers a llarg termini eren més aviat escadusseres. Així, durant aquest període els prestataris mexicans només van realitzar 33 col·locacions –de les quals només 6 eren de caràcter privat– de bons a llarg termini als mercats internacionals que suposaven aproximadament 3.800 milions de dòlars.

—sense tenir en compte les tinences del banc central—. Al mes de desembre de 1993 les inversions en *cetes* per part dels estrangers havien augmentat fins als 47.700 milions de pesos, un 66 per cent del total. Considerant altres tipus de deute públic de l'Estat, la majoria a curt termini, a finals de 1993, els estrangers disposaven 68.000 milions de pesos, que representaven aproximadament uns 22.000 milions de dòlars al tipus de canvi vigent en aquell moment<sup>28</sup>.

Finalment, el 22 per cent de les entrades de capitals registrades, entre 1989 i 1993, es van materialitzar en crèdits, préstecs i dipòsits per un valor acumulat de 23.250 milions de dòlars, el 5,3 per cent del PIB. De fet, la liberalització del sistema financer mexicà va permetre als nous bancs comercials privats del país canalitzar aquests recursos procedents de l'estranger cap al finançament del consum i de la inversió privada. Així, el sistema bancari en la seva labor d'intermediació va formalitzar crèdits personals que servien per finançar la despesa en consum, va realitzar préstecs a empreses mexicanes que servien per cobrir les necessitats de finançament derivades dels seus projectes d'inversió i va col·locar als residents mexicans actius que podien ser canviats a dòlars en qüestió de dies o setmanes.

#### **4.2. LA LIBERALITZACIÓ DEL SISTEMA FINANCER NACIONAL I L'EXPANSIÓ DEL CRÈDIT BANCARI**

Com a part de l'estratègia de creixement i desenvolupament econòmic i amb la clara voluntat d'augmentar la importància i participació dels mercats en el procés d'assignació dels recursos, el Govern de Mèxic va procedir des de 1990 a reduir la intervenció de l'Estat en economia i a canviar les normes que regulaven la competència tant als mercats nacionals de béns i serveis com als mercats financers (Aspe, 1993). A l'àmbit financer el Banco de México perseguia construir un sistema d'intermediació eficient sense les distorsions que introduïa el proteccionisme de l'Estat. Amb aquest esperit el procés de desregulació va suprimir a partir de 1990 l'exclusivitat de l'Estat en la prestació del servei de banca i crèdit. D'aquesta manera, el sector privat va tenir la possibilitat de participar majoritàriament en el capital dels bancs, van aparèixer els intermediaris bancaris i es va començar a desenvolupar un sistema de banca universal.

En aquestes noves condicions, els bancs mexicans van començar a determinar lliurement les característiques de les seves operacions actives i passives, una vegada s'havien eliminat els controls sobre els tipus d'interès, les assignacions selectives de crèdit i els controls quantitius<sup>29</sup>

<sup>28</sup> Com s'ha descrit anteriorment, els *cetes* a curt termini resultaven particularment atractius per als inversors estrangers a causa de l'elevada rendibilitat que proporcionaven i al seu relativament escàs risc a curt termini.

<sup>29</sup> Tradicionalment, els bancs comercials canalitzaven de manera obligatòria els seus crèdits per sectors, uns crèdits que estaven subjectes a uns límits màxims. L'any 1988 s'eliminen les restriccions quantitatives als límits al crèdit i es redueix l'encaix legal. Sota el règim d'encaix el Banco de México canalitzava els recursos dipositats pels bancs comercials cap a sectors considerats com a estratègics. L'any 1989 es va substituir l'encaix legal per un coeficient de liquiditat del 30 per cent de la captació total als bancs que havia de ser invertida en títols de deute públic de l'Estat mexicà: *cetes* i/o *bondes*. Finalment, l'any 1991 es va suprimir el coeficient de liquiditat o coeficient de caixa.

vigents des de 1982. A finals de 1991, el procés de desregulació va continuar abordant certs aspectes de la intermediació creditícia, tot eliminant els controls de canvis així com el coeficient de caixa obligatori perquè restaven capacitat de crèdit a la banca<sup>30</sup>. De la mateixa manera, es van modificar les diverses disposicions aplicables a les operacions passives denominades en moneda estrangera de les institucions de crèdit tot permetent l'obertura de dipòsits denominats en dòlars dels Estats Units sense cap limitació.

**Quadre 14.7. Finançament de la banca comercial al sector privat**

	<i>Saldos a finals de mes de desembre</i>				
	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>
<i>Tipus de crèdit</i>	<i>Milions de pesos</i>				
<b><i>A empreses i persones físiques amb activitat empresarial</i></b>	<b><i>103.880</i></b>	<b><i>160.718</i></b>	<b><i>231.378</i></b>	<b><i>289.936</i></b>	<b><i>431.908</i></b>
Crèdit	101.763	155.731	222.601	279.966	413.820
Valors	2.117	4.987	8.777	9.970	18.088
<b><i>A persones físiques</i></b>	<b><i>29.882</i></b>	<b><i>53.142</i></b>	<b><i>96.268</i></b>	<b><i>122.460</i></b>	<b><i>152.674</i></b>
Consum	12.938	24.106	42.644	43.600	46.598
Targeta de crèdit	11.341	19.326	28.691	29.326	31.002
Béns de consum durable	1.597	4.780	13.953	14.274	15.596
Habitatge	16.944	29.036	53.624	78.860	106.076
<b><i>Total</i></b>	<b><i>133.762</i></b>	<b><i>213.860</i></b>	<b><i>327.646</i></b>	<b><i>412.396</i></b>	<b><i>584.582</i></b>
<b><i>Variació percentual anual del Crèdit Banca Comercial al sector privat</i></b>	<b><i>n.d.</i></b>	<b><i>59,88</i></b>	<b><i>53,21</i></b>	<b><i>25,87</i></b>	<b><i>41,75</i></b>
<b><i>Crèdit Banca Comercial al sector privat en percentatge del PIB</i></b>	<b><i>19,25</i></b>	<b><i>24,39</i></b>	<b><i>31,66</i></b>	<b><i>32,83</i></b>	<b><i>41,07</i></b>

*Nota: Exclou el finançament a intermediaris financers no bancaris.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Banco de México.*

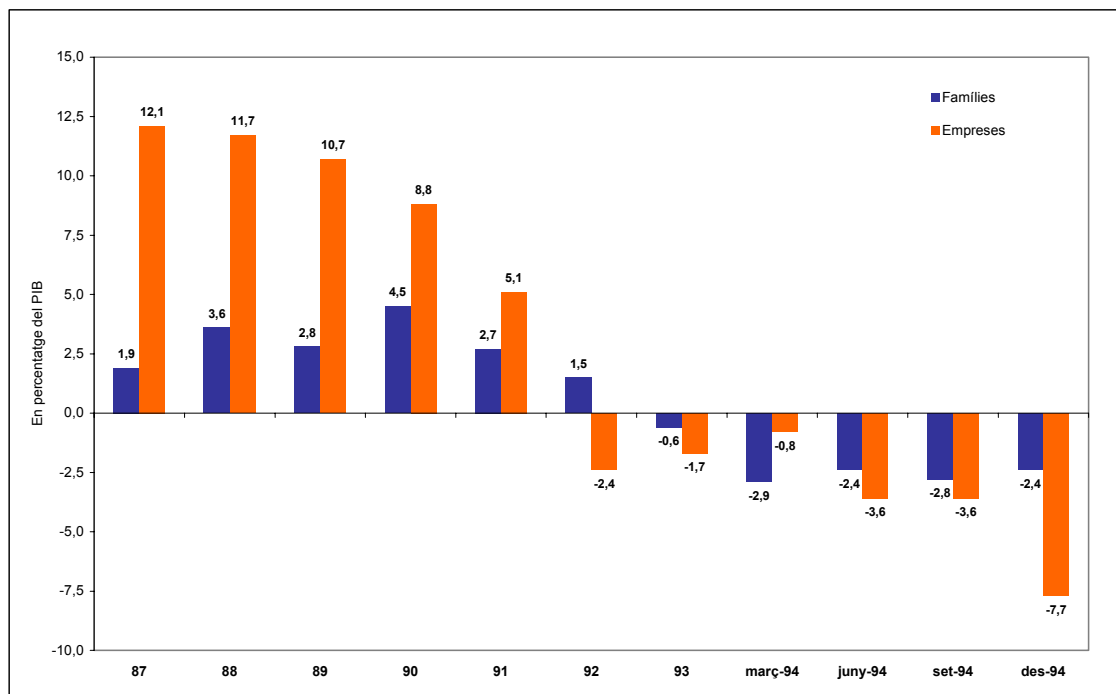
Com a conseqüència d'aquestes reformes del sistema financer mexicà, el crèdit de la banca comercial al sector privat es va multiplicar per 4,4 entre els anys 1990 i 1994, la qual cosa suposava un increment acumulat del 337 per cent. Com es pot observar al quadre 14.7, la banca comercial va canalitzar anualment a empreses i persones físiques amb activitat empresarial, en termes mitjans, uns 243.564 milions de pesos anuals, entre 1990 i 1994, el 73,5 per cent del flux total de recursos. Aquest finançament de les activitats empresarials es realitzava en més d'un 96 per cent a través de crèdits bancaris i, només marginalment, mitjançant l'adquisició de valors. En aquest sentit, els crèdits dels bancs comercials a empresaris individuals i col·lectius va créixer entorn al 42,4 per cent anual durant aquest període.

<sup>30</sup> Indirectament, això també eliminava el paper del coeficient de caixa com a instrument de política monetària, paper que restava exclusivament en els tipus d'interès.

Per altra banda, les entitats de crèdit van facilitar a les persones físiques una mitjana de 90.885 milions de pesos anuals, el 26,5 per cent del total de recursos intermedis cap al sector privat, en concepte de crèdits al consum (39 per cent del total) i crèdits hipotecaris (61 per cent del total). Malgrat la seva menor importància relativa, els crèdits personals van ser els que van experimentar un major dinamisme, especialment entre 1990 i 1992, a causa de l'increment dels crèdits concedits per a l'adquisició de béns de consum durable (en un 195 per cent) i per a l'adquisició d'habitatge (en un 78 per cent).

Com es pot observar a la gràfica 7.7, aquest creixement explosiu del crèdit va contribuir a un endeutament privat d'empreses i famílies excessiu, que va començar a fer-se evident a partir de 1992 i que es va anar perpetuant fins la crisi de desembre de 1994.

**Gràfica 7.7. Evolució de l'endeutament net d'empreses i famílies**



Font: Banco de México

Així, la posició creditora de les empreses que durant la segona meitat dels '80 s'havia situat entorn un valor promig de l'11 per cent del PIB es va anar deteriorant progressivament fins a transformar-se, a partir de 1992, en una posició netament deutora de l'ordre del 3 per cent del PIB que es va estendre fins a setembre de 1994. Anàlogament, des de 1987, a mesura que la renda disponible de les persones augmentava la posició creditora de les famílies creixia que fins assolir un valor màxim del 4,6 per cent del PIB l'any 1990. A partir d'aleshores, la posició financera neta de les economies domèstiques va començar a declinar fins que l'any 1993 es va tornar negativa. Aquesta tònica es va perpetuar fins a finals de 1994 quan l'endeutament mitjà net de les famílies mexicanes representava el 2,5 per cent del PIB.

### ***C. Les debilitats de l'economia mexicana abans de la crisi de 1994***

Malgrat l'aparent confiança del Govern mexicà en les bondats del règim de “*banda mòbil*” per a la gestió de la política monetària i la reducció de la inflació, Sachs, Tornell i Velasco (1995) assenyalen que, des de finals de 1993, l'economia de Mèxic presentava una notable sobrevaloració del peso i un dèficit per compte corrent molt elevat, tant en termes absoluts com en termes relatius. De fet, per autors com Dornbusch i Werner (1994) la correcció d'aquests desequilibris requeria una devaluació nominal superior a la que permetia l'amplada de les bandes, i aquest extrem qüestionava la decisió de les autoritats econòmiques de continuar mantenint el valor del peso a l'interior de la zona objectiu de tipus de canvi que definien aquelles bandes.

Per altra banda, la supressió de les restriccions a les entrades i sortides de capitals i la liberalització del sistema financer nacional, a través de la privatització de bona part de la banca comercial i la creació d'un sistema de banca universal, van augmentar la liquiditat de l'economia i van contribuir a finançar el creixement econòmic del país. Però, paradoxalment, el mateix procés de liberalització financera que tant va afavorir la transformació de l'economia mexicana va acabar configurant una situació de fragilitat financera. Així, l'existència de garanties implícites i la manca de mecanismes eficients de regulació i supervisió als mercats financers van alimentar un procés d'endeutament excessiu a curt termini en una part significativa de l'economia. Per això, Espinosa i Rusell (1996) assenyalen que l'aparició d'un estoc de crèdits, préstecs i dipòsits a molt curt termini, en absència de controls als moviments de capitals, accentuava la vulnerabilitat de l'economia a una fugida sobtada de capitals i a una situació de “*pànic financer*”.

#### ***1. Els costos de l'ús del tipus de canvi com àncora nominal***

##### ***1.1. LA TENDÈNCIA A L'APRECIACIÓ REAL DEL PESO***

La dimensió creixent del dèficit per compte corrent exterior va portar a molts analistes a pensar que la causa d'aquella situació recurrent era la tendència a la sobrevaloració del peso. D'acord amb aquesta argumentació, l'apreciació del tipus de canvi real de la moneda mexicana desincentivava les exportacions, fomentava les importacions i contribuïa a un creixement explosiu del dèficit per compte corrent que, amb el temps, podia desembocar en una situació insostenible.

Previ a la implementació del programa d'estabilització econòmica i reforma estructural no es donava una relació causal evident entre el grau de competitivitat de l'economia i el dèficit exterior. Com s'observa a la gràfica 8.7, el tipus de canvi real bilateral del peso i el saldo del

compte corrent com a percentatge del PIB seguien una trajectòria divergent entre 1984 i 1986. L'escàs grau d'obertura a l'exterior i una estructura econòmica molt dependent de les exportacions de petroli –el preu del qual es determina en dòlars als mercats internacionals–, a més de la creixent inèrcia inflacionista en la que vivia el país feien que la correlació entre les devaluacions competitives i l'augment dels ingressos per exportació fos molt dèbil<sup>31</sup>.

Però com s'ha esmentat prèviament, a partir de 1988, la supressió dels aranzels que es derivava del procés de reforma econòmica van permetre diversificar l'estructura geogràfica i funcional del comerç exterior mexicà i reduir la importància relativa de les exportacions petroleres. Per això a partir d'aleshores va començar a dibuixar-se, si més no aparentment, una relació causal directa entre tipus de canvi real i dèficit exterior. Aquesta situació resulta paradoxal si tenim en compte que la intensificació d'aquesta correlació positiva coincidia en el temps amb l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal, que perseguia eliminar la inèrcia inflacionista i evitar les devaluacions competitives.

D'aquesta manera, des de 1988 la progressiva apreciació real del peso va anar acompanyada del creixement de dèficit per compte corrent de Mèxic a mesura que el saldo de la balança comercial s'anava deteriorant. Aquesta trajectòria del tipus de canvi real del peso entre 1988 i 1994 s'explica bàsicament per dos motius: la política canviària desenvolupada per les autoritats econòmiques que limitava els moviments a l'alça de la paritat peso/dòlar i la inflació dual derivada del creixement diferencial dels preus a la indústria manufacturera i al sector serveis.

### ***1.1.1. La sobrevaloració del peso***

Dornbusch i Werner (1994) i Edwards (1996a) vinculaven la sobrevaloració excessiva del peso a l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal. En particular, Dornbusch i Werner argumentaven que *“...les polítiques d'estabilització basades en el tipus de canvi resulten útils per acabar amb unes taxes d'inflació molt elevades, però si no s'abandonaven a temps, la tendència l'apreciació real que introdueix aquella pràctica pot acabar esdevenint una font de pertorbacions per a l'economia i comprometre, en última instància, l'èxit del programa de desinflació”<sup>32</sup>...*

En el cas de Mèxic a través del fixament del tipus de canvi primer, després amb el sistema de “paritat mòbil” i finalment amb el “lliscament” de la banda, les autoritats econòmiques van aconseguir abatre la inflació des del 131,8 per cent anual de 1987 al 7 per cent anual de 1994 (veure quadre 4.7). Amb tot, aquesta reducció tan considerable del ritme de creixement del

<sup>31</sup> L'experiència internacional és força il·lustrativa en aquest punt. Estats Units presentava a principis dels '90 un considerable dèficit per compte corrent, malgrat que el dòlar es va estar depreciant durant diversos anys i l'opinió general era que la divisa nord-americana estava infravalorada. El fenomen oposat es va donar a finals dels '80 quan a Japó registrava un superàvit de gran dimensió al seu compte corrent mentre el ien experimentava una apreciació real sense precedents.

<sup>32</sup> Com destaca Fischer (1994) aquest tendència a la sobrevaloració de la moneda nacional després d'un procés d'estabilització i reforma estructural significatiu també s'havia donat prèviament a Espanya i a Israel.



nivell de preus no va poder evitar l'apreciació real del peso, doncs el "lliscament" de la paritat fixada i el desplaçament gradual de la banda alta del sistema determinaven un ritme de la depreciació nominal del peso insuficient com per compensar el diferencial d'inflació existent entre Estats Units i Mèxic<sup>33</sup>. En aquest sentit, el quadre 15.7 mostra la relació entre el ritme de depreciació del peso respecte el dòlar i els diferencials d'inflació entre Estats Units i Mèxic.

**Quadre 15.7. Depreciació i apreciació del tipus de canvi real bilateral peso / dòlar (1986-93)**

<i>Variacions percentuals respecte l'any anterior</i>	<b>1986</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>	<b>1991</b>	<b>1992</b>	<b>1993</b>
<i>Depreciació nominal del peso respecte el dòlar</i>	138,15	125,27	64,93	8,29	14,26	7,32	2,53	0,67
<i>Diferencial d'inflació (IPC)</i>	-84,27	-128,25	-110,06	-15,22	-21,23	-18,45	-12,47	-6,78
<i>Diferencial d'inflació (Deflator)</i>	-71,15	-137,74	-97,83	-22,72	-24,24	-19,61	-11,98	-7,09
<b><i>Depreciació (+) o Apreciació (-) real anual considerant IPC</i></b>	<b>53,88</b>	<b>-2,98</b>	<b>-45,13</b>	<b>-6,93</b>	<b>-6,97</b>	<b>-11,13</b>	<b>-9,93</b>	<b>-6,11</b>
<b><i>Depreciació (+) o Apreciació (-) real anual considerant Deflator</i></b>	<b>66,99</b>	<b>-12,47</b>	<b>-32,89</b>	<b>-14,43</b>	<b>-9,97</b>	<b>-12,29</b>	<b>-9,44</b>	<b>-6,42</b>

*Nota: Càlculs realitzats a partir de la cotització peso / dòlar mitjana anual i el creixement anual dels preus.*

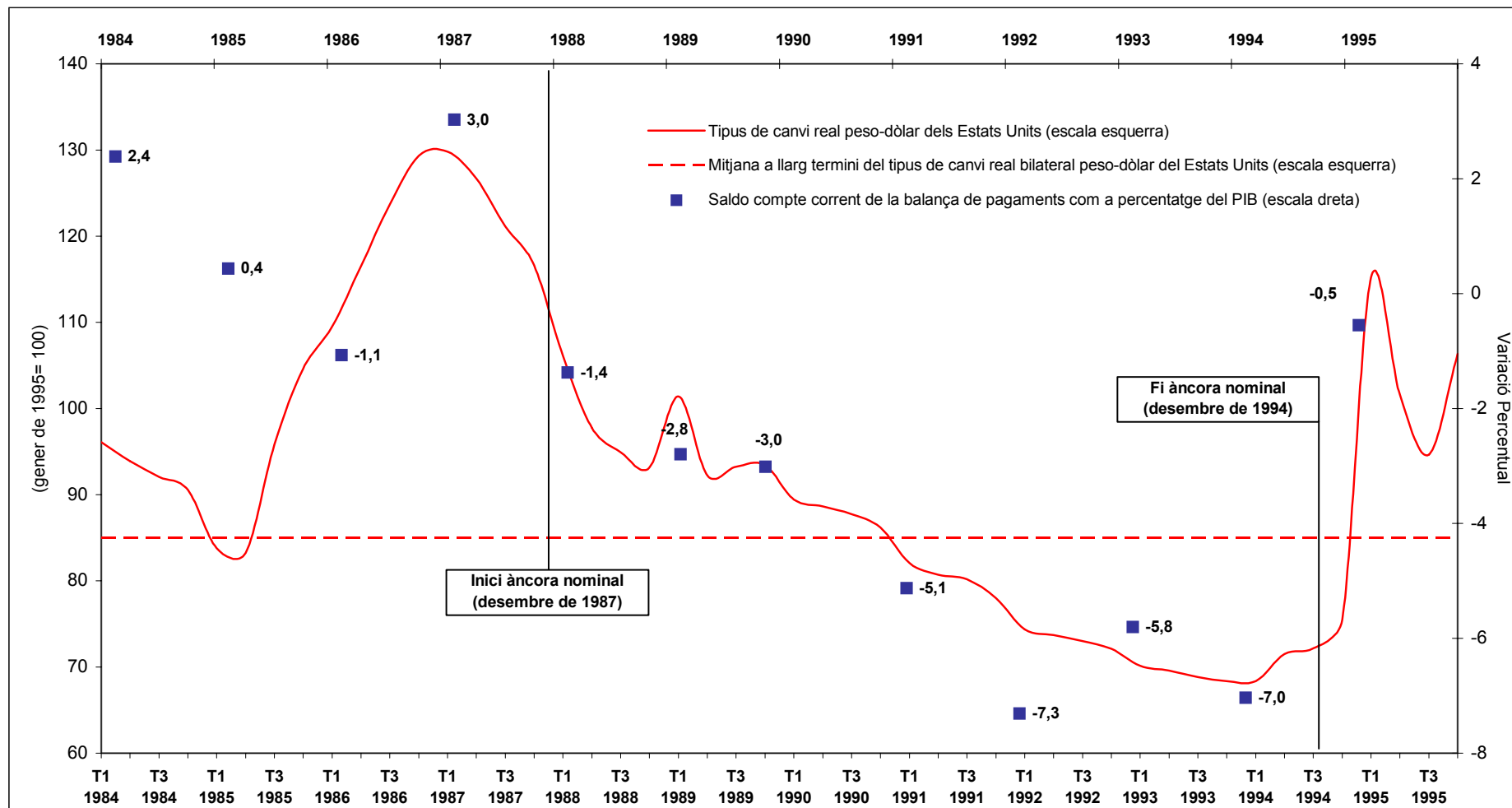
*Font: Elaboració pròpia a partir de les dades de International Financial Statistics (IFS) del FMI i OCDE.*

Com es pot comprovar, entre 1989 i 1993 el diferencial d'inflació fou en promig del 30 per cent anual, gairebé el doble del ritme mitjà (16 per cent) al qual el peso es depreciava anualment. En conseqüència, resulta evident que des de l'adopció de l'àncora nominal, a finals de 1987, el peso va entrar en una dinàmica permanent d'apreciació real respecte el dòlar que es va anar perpetuant fins a finals de 1994.

Segons diversos estudis empírics la mitjana a llarg termini del tipus de canvi real pot ser entesa com una referència del tipus de canvi real d'equilibri (*Real Equilibrium Exchange Rate, REER*) i, per tant, una aproximació del grau de sobrevaloració o infravaloració d'una divisa. D'acord amb aquesta hipòtesi, si prenem com valor de referència del tipus de canvi a llarg termini la mitjana del tipus de canvi real bilateral peso/dòlar per al període 1979-2001, la sobrevaloració del peso a començaments de 1994 era d'aproximadament entre un 20 i un 30 per cent, com es pot comprovar a la gràfica 8.7.

<sup>33</sup> Aquesta tendència es va veure accentuada com a conseqüència de la política de rendes, auspiciada pel Govern entre empreses i treballadors, que contemplava el "Pacto". En el marc del "Pacto", el Govern es va comprometre a mantenir baixa la inflació dels preus d'importació, tot limitant la depreciació de la moneda nacional a una taxa inferior a la del nivell d'inflació existent a Mèxic.

**Gràfica 8.7. Apreciació del tipus de canvi real i dèficit per compte corrent**



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Banco de México i del International Financial Statistics del FMI

Alternativament, una altra forma d'estimar el grau d'apreciació o depreciació relativa del tipus de canvi real bilateral consisteix en entendre com a *REER*, el valor existent en un període en que la balança de pagaments està equilibrada o en un nivell sostenible. El tipus de canvi real de l'any 1989 pot tenir aquella consideració, perquè el dèficit per compte corrent de Mèxic era considerablement inferior al registrat un any després i les entrades de capitals eren limitades i es reduïen a la inversió directa procedent de l'estranger (IDE). Així, el tipus de canvi real l'any 1994 era un 25 per cent superior al seu valor de 1989 mesurat en termes de preus industrials i del 35 per cent en termes de preus de consum.

En aquesta mateixa línia es manifesta Palma (1998), per al qual, durant el període 1988-93 el peso es va revaluar en termes reals respecte al dòlar un 14 per cent anual, la qual cosa implicava que en aquest interval l'apreciació acumulada fou del 86,2 en termes de l'IPC i un 85,5 per cent en termes del deflactor del PIB. Per a Esquivel i Larraín (1998), l'apreciació real del peso respecte el dòlar entre 1989 i 1993 era d'entre el 8 i el 10 per cent anual, la qual cosa significava que, en termes acumulats, la pèrdua de competitivitat<sup>34</sup> de l'economia mexicana durant aquest període se situava entre un 40 i un 50 per cent, segons si s'usés l'IPC o el deflactor del PIB.

Finalment, Williamson (1993a) estimava la sobrevaloració del peso entre un 10–20 per cent i considerava que el dinamisme de l'activitat productiva i les entrades de capitals ocultaven parcialment la transcendència d'aquest extrem.

Justament per això un any i mig abans que es produís la crisi canviària de desembre de 1994, diversos autors com Dornbusch i Werner (1994) assenyalaven que la situació de Mèxic requeria actuar amb celeritat i recomanaven una devaluació nominal del peso en un 20 per cent, com a mesura per restablir la competitivitat de l'economia i eliminar el dèficit per compte corrent.

Però com s'evidenciava a l'informe anual del Banco de México (1993), les autoritats econòmiques es mostraven contràries a una gran devaluació del peso. Els defensors del sistema canviari esgrimien que la modificació de les bandes suposava una devaluació implícita que podia posar en entredit la credibilitat de les autoritats econòmiques, doncs el règim canviari establí un nexa causal entre l'existència d'una paritat pre-anunciada que actuava com a àncora nominal i la consistència temporal de les polítiques instrumentades. D'acord amb aquest plantejament, mitjançant l'anunci del "*lliscament*" de la banda alta, les autoritats econòmiques senyalitzaven gradualment als agents econòmics l'orientació de la política monetària, tot limitant les expectatives de depreciació i l'alça dels tipus d'interès nacionals. D'aquí que una

---

<sup>34</sup> La competitivitat d'una economia es pot definir com la capacitat de les empreses d'un país per mantenir o ampliar la seva quota de mercat a nivell internacional. Per simplicitat el grau de competitivitat d'una economia acostuma a mesurar-se a través del tipus de canvi real. En aquest sentit, quan augmenta el valor del tipus de canvi real parlem de depreciació real o millora de competitivitat. Des d'aquesta perspectiva, l'augment de les exportacions o la disminució de les importacions pot ser interpretada com una millora de la competitivitat de l'economia.

devaluació sorpresa, per reduïda que fos, podria ser interpretada com un símptoma d'inconsistència temporal<sup>35</sup>.

A més s'entenia que el sistema de bandes reduïa la volatilitat del tipus de canvi del peso. En acotar-se els moviments de la moneda nacional, la percepció del risc canviari era menor i alhora els inversors estrangers obtenien una assegurança implícita de les seves operacions perquè, d'alguna manera, l'estretor de les bandes indicava que *a priori* no es produiria una reducció dràstica del seu valor en dòlars. Aquesta confiança era un element determinant en el procés d'entrada de capitals i formava part d'una estratègia més àmplia que pretenia assegurar un flux constant de fons a curt termini per a les empreses mexicanes i les agències de l'Estat, en grans quanties i a uns tipus d'interès moderats. Des d'aquesta perspectiva, devaluar i permetre la lliure flotació de la cotització del peso per corregir el creixent dèficit per compte corrent de la dècada dels '90 podia causar inestabilitat als mercats financers i estroncar l'expansió de l'activitat productiva i els esforços reformadors de les autoritats econòmiques.

Finalment, devaluar com a mecanisme per compensar l'apreciació real no era cap garantia, en la mesura que una devaluació nominal podria esperonar la inflació i agreujar el procés de pèrdua de competitivitat; a més aquesta opció, després d'haver-se signat l'acord NAFTA, podria ser entesa com una "*política d'empobriment del veí*" que permetria exportar atur des de Mèxic als Estats Units.

Sigui com sigui, a començaments de 1994 la inflació havia disminuït prou com perquè la magnitud de la sobrevaloració s'estabilitzés i aquesta pèrdua de competitivitat no continués eixamplant-se. A més, cal dir que el dòlar dels Estats Units es va depreciar en termes reals respecte les principals monedes europees i respecte el ien japonès, de tal manera que el tipus de canvi real multilateral del peso estava menys apreciat que en termes bilaterals, com així ho evidència l'evolució de l'índex de tipus de canvi real que elaborava el Banco de México basant-se en una cistella de monedes de 128 països. Des d'aquesta perspectiva, i tal com pensaven les autoritats econòmiques del país, la correcció de la sobrevaloració del peso no era tant urgent com podia semblar a priori.

### ***1.1.2. Inflació dual i apreciació real del peso***

La inflació dual, entesa com el creixement diferencial dels preus a la indústria manufacturera i al sector serveis, és un altre dels arguments que permet explicar la inèrcia inflacionista a Mèxic i la tendència a l'apreciació real del peso. Amb aquesta finalitat és

---

<sup>35</sup> Aquest argument basat en la credibilitat tenia un gran pes específic entre els economistes. Per exemple Calvo (1994) es manifesta en contra de la devaluació defensada per Dornbusch i Werner (1994) perquè al seu parer distorsionaria el funcionament dels mercats, soliviantaria els inversors nord-americans, a més de provocar una reacció del seu soci comercial en el marc del NAFTA.

important estudiar l'evolució dels salaris, la productivitat del treball i la inflació entre 1987 i 1994.

**Quadre 16.7. Incrementos salarials, productivitat mitjana i costos laborals unitaris reals**

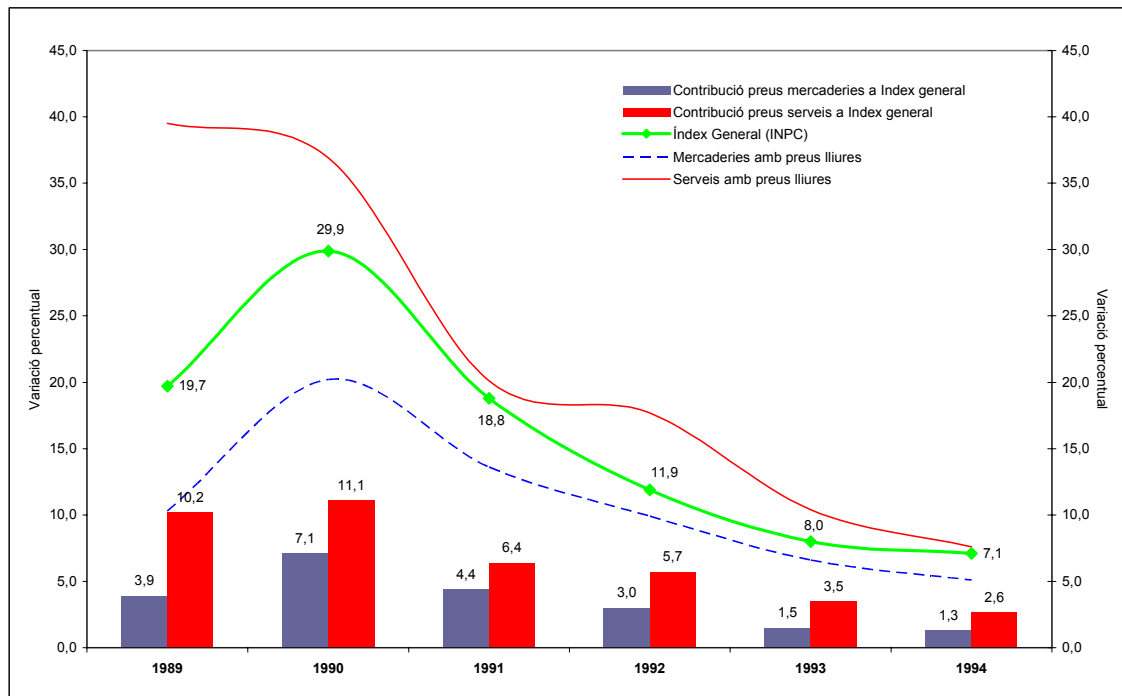
<i>En percentatge</i>	<i>Remuneracions Mitjanes reals</i>		<i>Productivitat Mitjana del treball</i>		<i>Costos Laborals Unitaris Reals</i>	
	<i>Manufactures</i>	<i>Serveis</i>	<i>Manufactures</i>	<i>Serveis</i>	<i>Manufactures</i>	<i>Serveis</i>
<b>1990</b>	3,1	25,8	4,3	2,0	-1,2	23,8
<b>1991</b>	4,9	28,8	5,6	1,6	-0,7	27,2
<b>1992</b>	9,4	29,4	6,4	1,9	3,0	26,4
<b>1993</b>	4,9	24,9	6,7	1,3	-1,8	23,6
<b>1994</b>	3,7	<i>n.d.</i>	7,6	<i>n.d.</i>	-3,9	<i>n.d.</i>

*Font: Elaboració pròpia a partir de Banco de México i INEGI*

La dinàmica de creixement en la que s'havia instal·lat l'economia i l'augment de la inversió privada entre 1985 i 1994 van donar lloc a augments significatius de la productivitat de la mà d'obra al sector industrial durant el període 1991-94, especialment a la indústria manufacturera d'exportació. Com es pot comprovar al quadre 16.7, aquest augment de la productivitat del treball al sector industrial (5-6 per cent anual) va facilitar increments dels salaris reals d'una proporció similar. D'aquesta manera, segons les xifres del INEGI, els costos laborals unitaris reals a les manufactures no van augmentar. Per altra banda, les millores salarials de la indústria es van fer extensives ràpidament al sector serveis, però allà, per la pròpia naturalesa de l'activitat, la productivitat del treball era menor, per la qual cosa els costos laborals unitaris van créixer a taxes anuals pròximes al 25 per cent.

Paral·lelament, el creixement de la renda nacional disponible generava una gran demanda tant de béns comercials com de béns no comercials. En els primers, l'excés de demanda es cobria a través de producció nacional o importacions per la qual cosa la competència exterior impedia un increment excessiu del seu nivell de preus. Però en el cas dels béns no comercials, aquella major demanda només podia ser atesa a través de producció nacional fet que permetia als productors nacionals explotar el seu poder de mercat i beneficiar-se d'uns majors preus.

Fruit d'aquesta dinàmica el creixement dels preus dels béns comercials de Mèxic es mantenien força estables i van seguir una evolució paral·lela al nivell de preus internacionals mentre els preus dels béns no comercials, arrecerats de la competència exterior, creixien notablement. La gràfica 9.7 recull l'evolució dels preus de les “*mercaderies amb preus lliures*” –categoria integrada en la seva totalitat per béns comercials internacionalment– i els preus dels “*serveis amb preus lliures*” –composada per serveis no comercials internacionalment– que evidencien l'existència d'inflació dual a l'economia mexicana.

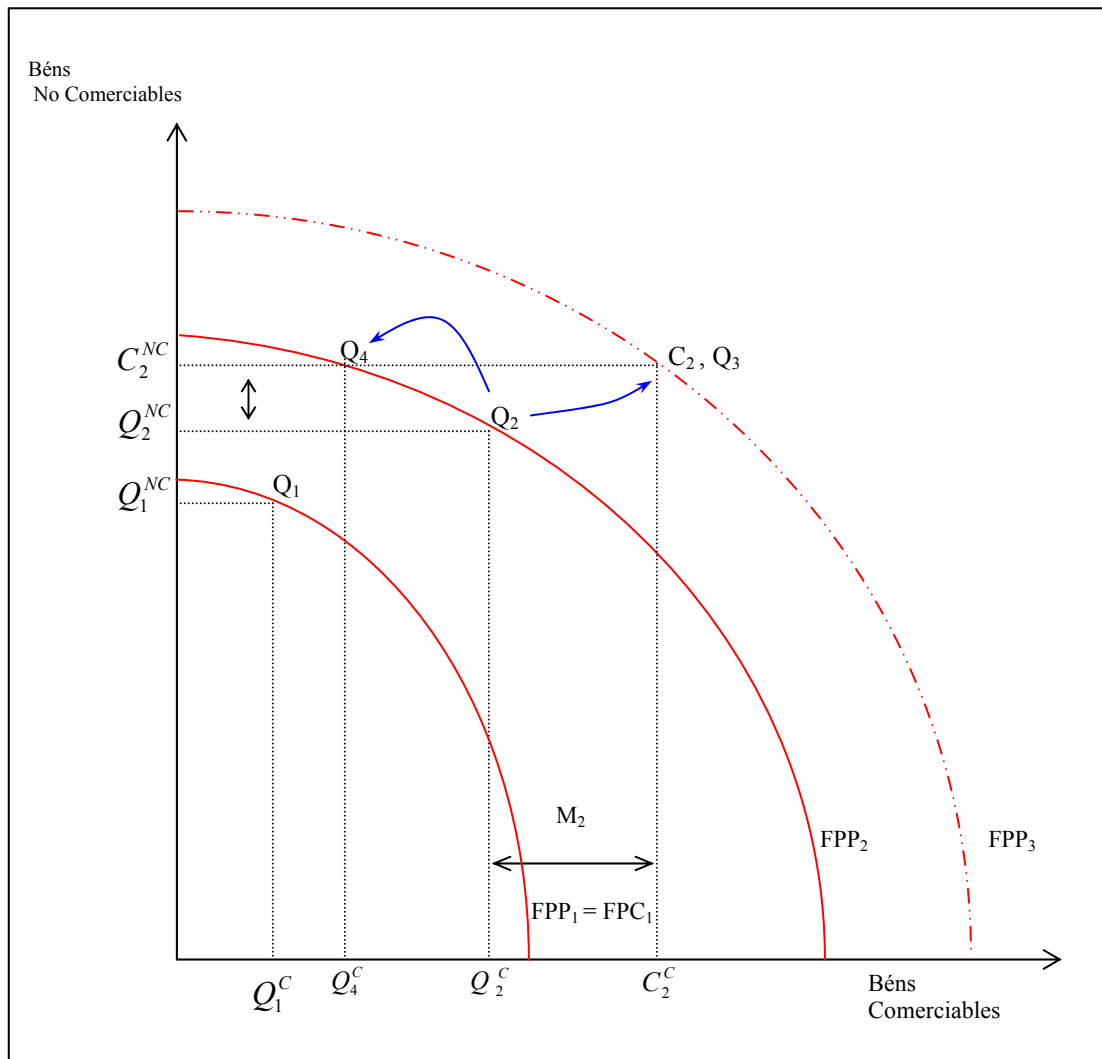
**Gràfica 9.7. Evolució de la inflació dual a l'economia mexicana (1989-94)**

*Nota: Les variacions percentuals dels preus de les diferents categories de productes de la gràfica es calculen de desembre a desembre.*

*Font: Elaboració pròpia a partir de dades de INEGI.*

Es pot observar clarament com el creixement dels preus dels béns no comercials en termes mitjans doblava la dels béns comercials. Així, la mitjana d'inflació entre 1989 i 1994 a Mèxic fou del 15,9 per cent però durant aquest període el creixement mitjà dels preus dels béns no comercials fou 22 per cent anual mentre que la inflació mitjana dels béns comercials era del 11 per cent anual. Si a més tenim en compte que la ponderació dels béns comercials dins l'INPC era en termes mitjans del 52,3 per cent mentre que la dels béns no comercials era del 47,7 per cent, podem afirmar que la inèrcia inflacionista que existia a Mèxic era imputable en gran part a la contribució dels preus dels serveis a l'índex general (INPC). Des d'aquesta perspectiva, per a nosaltres la depreciació nominal era necessària no tant per corregir l'apreciació del tipus de canvi real en sí mateixa, sinó més aviat per frenar l'escalada dels preus dels béns no comercials.

Per argumentar adequadament aquesta qüestió és útil acudir a un model de béns comercials i no comercials. A la figura 1.7, la producció i el consum de béns comercials es mesuren a l'eix horitzontal mentre que la producció i el consum de béns no comercials es recullen a l'eix vertical. La corba  $FPP_1$  representa la frontera de possibilitats de producció de Mèxic previ a l'obertura a l'exterior. En absència de comerç internacional les possibilitats de producció ( $FPP_1$ ) coincideixen amb les possibilitats de consum ( $FPC_1$ ).

**Figura 1.7. El model de béns comercials i no comercials i l'ajust del dèficit per compte corrent**

Font: Elaboració pròpia a partir de Sachs, Tornell i Velasco (1995).

Amb l'obertura a l'exterior, Mèxic va entrar en un període de creixement econòmic que va ampliar les seves possibilitats de producció, fet que gràficament es va traduir en un desplaçament de la frontera fins a  $FPP_2$ . D'aquesta manera, Mèxic va passar d'elaborar una combinació de producció  $Q_1$  a una altra  $Q_2$ , que posava de manifest la creixent importància dels béns comercials en l'estructura productiva del país. Paral·lelament, tal com estableix la teoria econòmica, la intensificació del comerç exterior va ampliar també les possibilitats de consum de béns comercials. Així, a principis de la dècada dels '90 la demanda de béns comercials i no comercials venia determinada pel punt  $C_2$ , superior a la seva oferta nacional,  $Q_2$ . En termes d'aquesta figura, l'excés de demanda de béns comercials es cobria amb importacions per valor de  $M_2 = C_2^C - Q_2^C$  (la diferència entre la producció nacional i de la demanda de consum), que originaven l'aparició del dèficit per compte corrent. En canvi, al mercat de béns no comercials l'excés de demanda,  $C_2^{NC} - Q_2^{NC}$ , no podia ser atès amb producció estrangera per

la qual cosa el consum d'aquest tipus de productes era igual a la producció  $C_2^{NC} = Q_2^{NC}$  i, per tant, el desequilibri en aquests mercats s'havia d'ajustar a través de l'augment del seu preu ( $P_{nc}$ ). Com s'ha destacat anteriorment, per a les autoritats econòmiques el dèficit per compte corrent i la sobrevaloració del peso no eren un problema en la mesura que tant bon punt maduressin les inversions que s'estaven realitzant, augmentarien les possibilitats de producció de Mèxic i, per extensió, l'oferta de béns comercials i no comercials, tot acabant amb els desequilibris dels diferents mercats de l'economia. Gràficament, aquesta dinàmica s'acabaria traduint en un nou desplaçament cap a dalt de la funció de possibilitats de producció fins a  $FPP_3$ , de tal manera que l'economia mexicana evolucionaria des de  $Q_2$  fins a  $Q_3$ . En aquest punt, la demanda de béns comercials coincidiria amb la seva producció a nivell nacional  $C_3^C = Q_3^C$  i, per tant, la balança comercial estaria equilibrada. De la mateixa manera, la demanda de béns no comercials coincidiria amb la seva producció nacional  $C_3^{NC} = Q_3^{NC}$  i per tant desapareixeria l'excés de demanda en aquests mercats i la tendència a l'apreciació del tipus de canvi real.

Tanmateix, l'evolució previsible dels esdeveniments, si més no a curt termini, era per a nosaltres una altra de ben distinta. El preu relatiu dels béns comercials i no comercials equival al pendent de la FPP en cadascun dels seus punts. A  $Q_2$  l'augment dels preus dels béns

no comercials reduiria el preu relatiu dels béns comercials i no comercials  $\left(\frac{P_c}{P_{nc}}\right)$ , i en la

mesura que la depreciació nominal no compensava aquesta tendència, el tipus de canvi real tendiria a apreciar-se, com efectivament va succeir.

Aquesta circumstància feia que, comparativament, fos més rendible dedicar recursos a la producció de béns no comercials. En aquestes condicions, la producció nacional tendiria a moure's des de  $Q_2$  fins a  $Q_4$  i no tant fins  $Q_3$  com preveia el Govern de Mèxic. D'aquesta manera, la modernització i ampliació de l'aparell productiu derivat del procés de la creixent inversió, paradoxalment, tendria a agreujar el desequilibri exterior del país en elevar les importacions del país fins a  $M_3 = C_2^C - Q_4^C$ . Per això, en aquesta conjuntura, la correcció del dèficit exterior passava inevitablement per forçar una depreciació real.

## **1.2. ELS RISCS POTENCIALS DE L'ESCALADA DEL DÈFICIT PER COMPTE CORRENT**

A pesar del deteriorament creixent i recurrent del dèficit per compte corrent, la tendència a l'acumulació de reserves internacionals –reflex dels superàvits registrats a la balança de pagaments durant aquest període– a més d'un grau d'endeutament extern com a percentatge del PIB baix (veure quadre 9.7) movien a les autoritats econòmiques del país a creure –malgrat la trajectòria divergent entre el saldo del compte corrent i el compte financer que s'observa al



quadre 9.7– que les entrades netes de capitals eren un símptoma de la confiança dels inversors en la solidesa de l'economia i que, per tant, el dèficit exterior era sostenible<sup>36</sup>.

A mig i llarg termini, a mesura que les noves inversions anessin madurant la productivitat de l'economia augmentaria, s'ampliaria l'oferta de béns exportables i, d'aquesta manera, el saldo del compte corrent s'ajustaria automàticament i no hauria d'haver problemes ni per atendre el servei del deute extern ni per cobrir els rendiments de la inversió estrangera.

Però per a Jacobs i Rodríguez-Arana (2003), l'escalada del dèficit exterior com a percentatge del PIB comprometia l'estabilitat futura de l'economia, per la qual cosa era estrictament necessari revertir aquella situació i evitar el desfermament d'una crisi de pagaments<sup>37</sup>. De fet, el problema de l'economia mexicana no era tant la sostenibilitat del dèficit exterior sinó més aviat la manca de liquiditat en la que podia incórrer el país en el moment que el dèficit per compte corrent fos superior a la dotació de reserves.

Així, malgrat que el flux de capitals procedents de l'estranger afavoria l'acumulació de reserves internacionals, el ritme d'expansió del dèficit del compte corrent era superior al d'acumulació de reserves per la qual cosa el quocient entre la dotació de reserves i el saldo de la balança del compte corrent va anar disminuint. Com queda palès al quadre 9.7, l'any 1988 la dotació de reserves internacionals doblava el valor del dèficit exterior (2,2) però tres anys més tard aquesta ràtio s'havia reduït a la meitat i valia 1,2. L'any 1992, coincidint amb el moment en què el dèficit del compte corrent va augmentar en 9.554 milions de dòlars, la dotació de reserves amb prou feines cobria el valor del dèficit exterior de tal manera que la ràtio reserves/dèficit exterior era de 0,7. Aquest extrem introduïa un element d'inestabilitat que podia desencadenar una reversió sobtada en el flux d'entrada de capitals. D'aquí que per a Espinosa i Rusell (1996) era necessari corregir el desequilibri exterior de Mèxic o com a mínim invertir la tendència i limitar el creixement explosiu del dèficit de la balança de pagaments per compte corrent.

<sup>36</sup> En aquest sentit, el nivell de deute públic mexicà era inferior al 30 per cent del PIB l'any 1993 –menys de la meitat de la mitjana dels països OCDE– i a més el ritme d'entrada de capitals procedents de l'estranger –que representaven el 84 per cent del PIB el 1993 i gairebé 1,5 vegades l'import del dèficit per compte corrent d'aquell any– semblava que continuaria cobrint les necessitats de finançament exterior amb l'entrada en vigor de l'acord NAFTA.

<sup>37</sup> Així per exemple, Sachs, Tornell i Velasco (1996a) recorden que el cas de Mèxic durant el període 1980-81 quan va finançar el seu dèficit per compte corrent amb préstecs bancaris procedents de l'exterior. En aquell moment, una conjuntura de preus del petroli elevats feien aquells deutes assumibles. Però quan els preus es van moure a la baixa i els tipus d'interès del dòlar van augmentar de manera significativa l'any 1982, la cotització del peso es va esfondrar i la crisi del deute va acabar esclatant. De la mateixa manera, Edwards (1996) destaca com a Xile, a finals de la dècada dels '70, després que el país hagués dut a terme un seguit de reformes econòmiques de gran abast que incloïen entre d'altres mesures l'obertura del país al comerç internacional va fixar el seu tipus de canvi. Durant un cert temps el país va experimentar un flux d'entrades de capitals considerable. Tanmateix a finals de 1981 i començaments de 1982 aquelles entrades van començar a alentir-se, es va produir una crisi financera i la moneda fou dràsticament devaluada.

## ***2. La vulnerabilitat financera de l'economia mexicana***

La supressió dels controls sobre els moviments de capitals i la liberalització del sistema financer a partir de les majors facilitats per a la inversió estrangera en deute públic mexicà, la supressió de l'encaix bancari i del coeficient de liquiditat sobre els dipòsits bancaris i l'eliminació de la doble imposició de dividends en un principi van afavorir el procés de creixement de la producció i de la demanda agregada entre 1989 i el primer trimestre de 1994, però amb el temps la ràpida expansió de la demanda de diner i un notable deteriorament de la posició deutora de la banca comercial es van acabar convertint en una font d'inestabilitat financera per a l'economia de Mèxic (Gil-Díaz i Carstens, 1996).

### ***2.1. LA MANCA DE REGULACIÓ I SUPERVISIÓ DEL SISTEMA BANCARI DE MÈXIC***

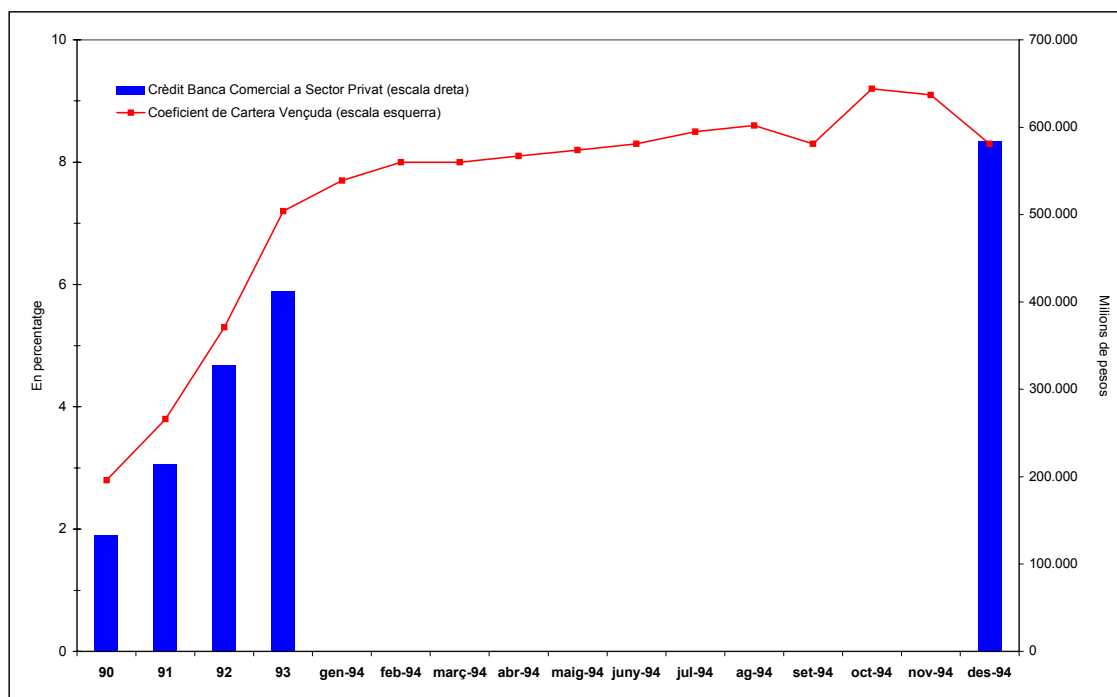
El procés de liberalització i reforma del sistema financer mexicà va obligar a les autoritats econòmiques del país –seguint les recomanacions d'organismes financers internacionals– a desvincular-se de molts dels bancs estatals<sup>38</sup> entre 1991 i 1992.

La desregulació del sector financer i la privatització de la banca en el marc d'un cicle expansiu de l'economia van donar lloc a un creixement explosiu de la cartera de crèdits dels bancs comercials al sector privat des del 19,25 per cent del PIB de 1990 fins al 41,07 per cent del PIB de 1994. Aquest creixement del crèdit privat va contribuir a finançar l'augment de la inversió i del consum però també va propiciar un procés d'inflació creixent dels preus dels béns immobles i dels actius financers<sup>39</sup>.

Amb la finalitat de propiciar un desenvolupament saludable del sistema bancari en un nou entorn financer, més liberal, les autoritats van disposar, a partir de març de 1991, un esquema de qualificació de cartera creditícia, creació de reserves preventives i capitalització. Aquestes accions, que havien d'acotar el risc creditici del sistema bancari, van resultar infructuoses i, a mida que s'expandia el crèdit bancari, la morositat de la banca comercial –mesurada a través del coeficient entre la cartera vençuda (amortitzacions de capital i interessos vençuts) i la cartera total (vigent, vençuda i redescaptada)– anava en augment. Així, el coeficient de cartera vençuda era d'un 1,7 per cent a finals de desembre de 1988, d'un 5,3 finals de desembre de 1992 i del 7,1 per cent al desembre de 1993.

<sup>38</sup> Entre 1990 i 1991 el Govern va vendre 18 bancs al sector privat amb la qual cosa la seva representació al capital social del sistema bancari va passar del 73,4 per cent a només el 8,9 per cent.

<sup>39</sup> Així, Gil-Díaz i Carstens (1996) assenyalen que l'índex de preus de terrenys de ciutat de Mèxic van passar d'un valor 2.423 el 1988 a un valor 31.934 el primer trimestre de 1993, la qual cosa significava un creixement del 1.218 per cent en quatre anys.

**Gràfica 10.7. Coeficient de cartera vençuda de la banca comercial**

Font: Elaboració pròpia a partir de dades de Banco de México

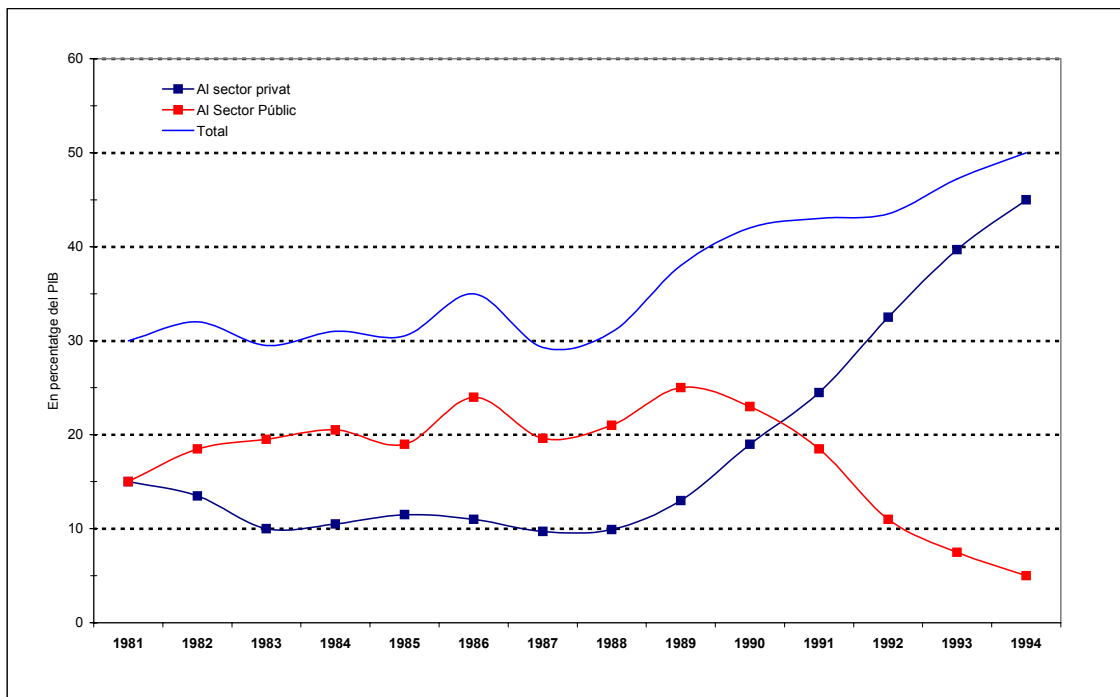
Aquest deteriorament de la cartera vençuda<sup>40</sup> responia principalment al canvi estructural que va experimentar el sistema financer mexicà arran de la creació d'un sistema de banca universal i que van donar lloc a modificacions molt significatives en la composició i en el risc de la cartera de crèdits de la banca a partir de 1990. Així entre 1983 i 1990, davant la restricció de liquiditat que imposava la manca d'accés als mercats de capitals internacionals sobrevinguda després de la crisi del deute de 1982, el Govern canalitzava a través de la banca comercial nacionalitzada la major part del crèdit cap a indústries estratègiques del sector públic. La resta de recursos financers es prestaven a empreses privades de gran dimensió o a les que oferien millors garanties. Com a conseqüència d'aquestes pràctiques, el sistema bancari va perdre la seva capacitat per controlar la concessió de crèdits i avaluar de manera efectiva els riscos de les seves operacions actives. Per tant, en produir-se la liberalització dels tipus d'interès i eliminar-se l'encaix i el coeficient de liquiditat, la banca comercial no comptava amb instruments prou eficients com per ponderar el risc creditici i l'Estat tampoc no disposava dels mecanismes necessaris per supervisar les pràctiques del sistema bancari privatitzat (García, 1997).

Alhora, el sanejament de les finances públiques segons el BID (1999) va permetre al sector públic finançar-se a través de l'emissió de títols de deute al mercat obert i per això, des de 1989,

<sup>40</sup> Segons el Banco de México (1994), la composició de la cartera vençuda entre interessos i capital, va registrar variacions molt significatives. D'aquesta manera, entre 1986 i 1990 els interessos vençuts van ser el component que va créixer amb major dinamisme. Per contra, entre 1990 i 1993, el pagament de principal va ser el concepte més important de la cartera vençuda, fruit de la menor inflació. Entre desembre de 1992 i desembre de 1993, els bancs comercials de cobertura nacional van experimentar el major deteriorament en el seu coeficient de cartera vençuda. Per altra banda, els deutors mitjans i petits, amb crèdits inferiors a un milió de pesos, van ser els que van presentar major incapacitat per atendre les seves obligacions.

el recurs al crèdit bancari per part del sector públic fou cada cop menor, com es pot observar a la gràfica 11.7. En aquestes circumstàncies, els bancs comercials van haver de sortir al mercat i competir per captar els dipòsits i col·locar els seus crèdits al sector privat. Com a conseqüència d'això, els actius amb risc nul o amb poc risc –deute del sector públic i crèdits seleccionats al sector privat– van anar perdent importància en el conjunt de la cartera de la banca comercial.

**Gràfica 11.7. Evolució del finançament al sector privat i al sector públic**



Font: Banco de México

Per Espinosa i Russell (1996) la falta d'experiència de la banca acabada de privatitzar i la manca d'informació sobre l'historial creditici de les famílies i les petites i mitjanes empreses, en un context de creixent competència, van propiciar males decisions de crèdit que expliquen el deteriorament del coeficient de cartera vençuda. Com destaca el *Informe sobre Política Económica del Banco de México*, fins a 1994, les provisions sobre cartera vençuda es feien només sobre els pagaments vençuts i no sobre el total del saldo de crèdit pendent, i aquesta circumstància tendia a subestimar la magnitud del deteriorament de la cartera dels bancs.

Per altra banda, les institucions de crèdit privades que havien adquirit els bancs privatitzats van voler recuperar l'elevat preu que havien hagut de pagar per la seva inversió el més aviat possible. Justament per això, els nous bancs comercials van embarcar-se en una dinàmica de finançament de projectes d'inversió d'alt risc, en la confiança que la rendibilitat associada permetria amortitzar els recursos invertits ràpidament, però sobretot per l'existència de garanties implícites, en virtut de les quals, els capitals invertits serien compensats per l'Estat si proporcionaven uns resultats negatius. En la mesura que el Govern havia compensat els deutes

d'inversions bancàries en l'època de la “*banca múltiple*” existia la percepció, després d'haver-se liberalitzat el sistema financer, que l'Estat rescataria el sistema bancari en cas de fallida. Tal vegada, si no hagués existit aquesta sensació, els bancs comercials haurien constituït majors reserves per a la gran quantia de recursos que estaven intermediant.

## 2.2. RISC MORAL, PASSIUS CONTINGENTS I RISC D'INSOLVÈNCIA

D'aquesta manera, els crèdits, préstecs i dipòsits de molts bancs del sistema creditici van esdevenir un passiu contingent del banc central i, per extensió de l'Estat en cas d'insolvència dels bancs comercials, més quan aquests dipòsits havien estat constituïts en moneda estrangera o els seus titulars eren estrangers. Com es recull al quadre 17.7, els passius de la banca comercial amb l'exterior, la majoria d'ells a molt curt termini, van passar de 45.930 a 75.700 milions de dòlars entre 1989 i octubre de 1994.

**Quadre 17.7. Composició monetària dels passius del sistema bancari mexicà (1989-1994)**

	<i>Moneda Nacional</i>		<i>Moneda Estrangera</i>	
	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del total</i>	<i>Milions de dòlars</i>	<i>En percentatge del total</i>
<b>1989</b>	58.420	56,0	45.930	44,0
<b>1990</b>	75.190	63,0	44.210	37,0
<b>1991</b>	101.180	66,6	50.660	33,4
<b>1992</b>	122.470	69,7	53.310	30,3
<b>1993</b>	145.080	69,9	62.500	30,1
<b>1994</b>	166.300	68,7	75.700	31,3

Font: Sachs, Tornell i Velasco (1995)

Aquest estoc potencial, tan significatiu, de passius públics contingents podia acabar erigint-se en una seria trapa per als equilibris pressupostaris futurs. De fet, per a Cole i Kehoe (1996) la possibilitat de *bail-out* podia comprometre la “*consistència temporal*” de la política monetària i canviària, perquè la hipotètica elevació del dèficit públic comportaria, a curt termini, una caiguda de l'activitat productiva derivada del necessari ajust estructural. Aleshores, la conjunció en un futur immediat d'un major dèficit amb unes menors taxes de creixement crearia, entre els agents financers, expectatives de monetització dels potencials dèficits fiscals. I precisament per això, els mercats de divises preveïent una expansió del crèdit intern que obligaria a la dotació de reserves de divises a suportar totalment la càrrega de l'ajust anticiparien, avui, una hipotètica devaluació futura. Per tant, la devaluació esperada del tipus de canvi podria generar pressions creixents als mercats de divises que dificultarien la gestió de la política canviària per part del banc central.

### 2.3. EL PROBLEMA DEL DESAJUST DE DIVISES

#### 2.3.1. El currency mismatch dels bancs comercials

Per a Agénor i Masson (1996) els passius financers a curt termini eren un problema per a les institucions financeres mexicanes<sup>41</sup> per una altra raó. En un règim de tipus de canvi quasi fix amb una elevada mobilitat de capitals, la presència d'un desajust creixent entre la moneda en la que estaven denominats els actius i els passius dels bancs comercials (*currency mismatch*), augmentava la vulnerabilitat del sistema canviari però també del sistema financer, des del moment en què el valor de l'oferta monetària podia excedir el valor de la dotació de reserves de divises; més, quan els bancs comercials mexicans mantenien reserves fraccionàries dels seus dipòsits que les autoritats econòmiques garantien explícitament<sup>42</sup>. En aquest context, el temor a la insolvència si les reserves internacionals resultaven insuficients per cobrir la totalitat de la base monetària podia moure als inversors a abandonar les seves posicions en moneda nacional, tot desencadenant una fugida de capitals.

A finals de 1993 aquesta no era una possibilitat remota. És cert que el quocient  $M_2/\text{Reserves Internacionals}$  era a finals de 1993 alt en relació als nivells de referència als països d'Amèrica Llatina<sup>43</sup>, i, aquest extrem proporcionava a les autoritats econòmiques una sensació d'estabilitat financera. Però com assenyala Calvo (1994), fins i tot quan les reserves mexicanes van assolir un valor màxim durant 1993, els passius bancaris eren com a mínim quatre vegades més grans que el valor net de les reserves internacionals de divises.

#### 2.3.2. El currency mismatch del deute a curt termini de l'Estat

El desajust entre el deute a curt termini de l'Estat i la dotació de reserves de divises era un altre factor d'inestabilitat potencial que podia desfermar una fugida de capitals i precipitar la fi del sistema canviari. La política d'esterilització que intentava compensar, parcialment, l'excés de liquiditat que generava el flux d'entrada de capitals a través de la venda de deute públic unida a l'estratègia del Tresor mexicà de reduir l'horitzó temporal del deute extern esbiaixaven les entrades de capitals cap a venciments a molt curt termini.

D'aquesta manera, els esforços per evitar una expansió monetària excessiva i la voluntat de reduir els costos de finançament del deute públic exterior van precipitar, a partir de 1990 i fins a principis de 1994, l'aparició d'un estoc de capitals, a curt i molt curt termini, instrumentats en

<sup>41</sup> Al mes de novembre de 1991, el banc central va establir una disposició que limitava el desequilibri de les operacions en moneda estrangera. A l'abril de 1992, per frenar l'endeutament bancari amb l'estranger, el banc central va establir que només el 10 per cent de les obligacions totals dels bancs podien estar denominades en moneda estrangera i que havien d'estar sotmeses a un coeficient de liquiditat del 15 per cent. Al mes de novembre de 1992, aquesta regulació fou parcialment relaxada ja que es va permetre als bancs tenir passius en moneda estrangera per a un valor de fins al 20 per cent de les seves obligacions totals. Aquest 10 per cent addicional havia de destinar-se en un 4 per cent al finançament de l'exportació i un 6 per cent havia d'invertir-se en *ajustabonos*.

<sup>42</sup> L'any 1990 es creà el "*Fondo Bancario de Protección al Ahorro*" (Fobaproa) un fons de garantia de dipòsits que era administrat pel Banco de México.

<sup>43</sup> Aquest rati en països com Argentina, Xile, Colòmbia i Uruguai se situava entorn a un valor de 2 o 3.

títols de deute públic –*cetes* i en menor mesura *ajustabonos*– en mans d'estrangers (McKinnon i Pill, 1996). En aquestes condicions la proporció del deute públic a curt termini respecte la dotació de reserves internacionals va esdevenir una referència molt significativa del grau de liquiditat de l'Estat per atendre les seves obligacions. Així a finals de 1993, només els *cetes* representaven prop del 100 per cent de la reserva internacional neta, mentre que la  $M_3$  era sis vegades superior a la dotació de reserves.

En aquestes condicions, l'Estat podria haver de fer front a una restricció de liquiditat que l'impediria cobrir totalment el pagament del deute que vencia, especialment dels *tesobonos*, i aquest extrem podria fer pensar als creditors en una possible suspensió de pagaments del deute públic al no disposar-se de reserves suficients. Per tant, el risc potencial de *default* podria acabar esdevenint una profecia que “*s'autoconfirma*” si aquell contingent de capitals a curt termini –en absència de controls de capitals significatius– fugís del país a una gran velocitat en resposta a qualsevol signe d'incertesa que modifiqués les expectatives dels inversors sobre la solvència de l'Estat. Des d'aquesta perspectiva, la possibilitat d'una desmobilització d'inversions era factor addicional que, implícitament, afegia pressió sobre el funcionament del sistema de tipus de canvi quasi fix de Mèxic.

### ***D. Conclusions***

A principis de 1982, la presència de dèficits fiscals i per compte corrent recurrents i la interrupció del finançament exterior van motivar la suspensió del pagament del deute extern de Mèxic. Aquesta situació va derivar en una massiva fugida de capitals i la profunda devaluació de la moneda nacional. Per això, la crisi del deute –que es va fer ràpidament extensiva a la resta de països d'Amèrica Llatina– marca l'inici d'un període de recessió econòmica combinat amb unes taxes d'inflació molt elevades que es va perllongar fins a l'any 1986. A més, amb la suspensió del pagament del deute extern, Mèxic va perdre l'accés als mercats de capitals internacionals.

En aquesta situació d'estanflació, les autoritats econòmiques van acordar, el mes de desembre de 1987, implementar un programa integral d'estabilització econòmica i de reforma estructural conegut com a *“Pacto para la Estabilidad, el Crecimiento Económico y el Empleo”* que es basava a nivell intern el control de la inflació i el sanejament de les finances públiques i a nivell extern, en l'obertura comercial a l'exterior i la promoció de les exportacions.

Com a conseqüència de la implementació d'aquestes mesures durant la segona meitat de la dècada dels '80, l'economia de Mèxic va entrar en una dinàmica de creixement virtuosa. L'ús del tipus de canvi com a àncora nominal i el sanejament de les finances públiques van permetre que la inflació –un problema recurrent des de mitjans dels '70 i accentuat arran de la crisi del deute de 1982– s'anés reduint fins a situar-se en el 7 per cent l'any 1994, el nivell més baix des de feia vint-i-dos anys. Aquest procés de desinflació creixent i la millora de les expectatives sobre l'evolució de l'economia a mig i llarg termini van crear un clima propici, des de finals dels '80 per a la inversió privada en planta, equip i tecnologia, més quan l'ajust financer i estructural del sector públic va obrir nous espais per la formació bruta de capital fix del sector privat.

Per altra banda, l'obertura comercial a l'exterior de 1985, va donar lloc a un augment de la demanda externa de béns manufacturats molt important que va actuar com a element dinamitzador de la producció nacional durant els anys posteriors. L'èxit de l'obertura comercial a l'exterior basada en la promoció de les exportacions va moure a les autoritats econòmiques de Mèxic –seguint recomanacions d'organismes financers internacionals– a avançar en el procés d'integració incorporant-se als mercats de capitals mundials. En aquest sentit, aprofitant el context d'expansió econòmica del país es va decidir suprimir les barreres a la lliure circulació de capitals i precipitar la liberalització dels mercats financers nacionals. L'any 1990 i en el marc d'aquest procés de desregulació es van modificar i simplificar les normes relatives a la inversió externa per reduir la seva discrecionalitat i ampliar, significativament, el nombre de sectors oberts a la participació del capital estranger.



Per això, des de 1989, la confiança aparent dels inversors internacionals en la solidesa de l'economia mexicana amb uns nivells d'inflació històricament baixos, un superàvit fiscal sense precedents immediats i una política de liberalització comercial i financera que facilitaven la inversió estrangera, a més d'altres aspectes conjunturals, com la resolució de la "*crisi del deute*" i la disminució dels tipus d'interès als Estats Units, van precipitar un flux de capitals financers estrangers de tal dimensió que el país va més que cobrir les seves necessitats de finançament externa.

Amb tot, una de les debilitats del creixement virtuós de l'economia mexicana era la presència, des de 1989, d'un dèficit per compte corrent molt elevat conseqüència del ràpid deteriorament de les balances comercial i de rendes. Tanmateix, per al Govern mexicà aquest dèficit exterior no era un problema real perquè el consideraven sostenible. L'argument es basava en què la creixent necessitat de finançament exterior de l'economia mexicana no responia a la presència de dèficits públics creixents –*twin deficits*– o la pràctica d'una política monetària expansiva, com a començaments de la dècada dels '80, previ a la "*crisi del deute*" de 1982, sinó que més aviat reflectia la dinàmica de creixement econòmic en la que s'havia instal·lat el país des de 1985. De fet, l'augment tan significatiu de les importacions mexicanes i el seu impacte sobre la balança comercial i de serveis, entre 1988 i 1994, eren el resultat tant d'un increment de la inversió nacional com de la disminució del nivell d'estalvi intern, conseqüència d'un major consum.

La dimensió creixent del dèficit per compte corrent exterior va portar a molts analistes a pensar que la causa d'aquella situació recurrent era la tendència a la sobrevaloració del peso. En particular, l'argumentació girava entorn al fet que les polítiques d'estabilització basades en el tipus de canvi resultaven útils per acabar amb unes taxes d'inflació molt elevades, però si no s'abandonaven a temps, la tendència a l'apreciació real que generava aquella pràctica podia acabar esdevenint una font de perturbacions per a l'economia i comprometre, en última instància, l'èxit del programa de desinflació. En el cas de Mèxic a través del fixament del tipus de canvi primer, amb el sistema de "*paritat mòbil*" després, i, finalment, amb el "*lliscament*" de la banda, les autoritats econòmiques van aconseguir abatre la inflació. Amb tot, aquesta reducció tan considerable del ritme de creixement del nivell de preus no va poder evitar l'apreciació real del peso, doncs el "*lliscament*" de la paritat fixada o el desplaçament gradual de la banda alta del sistema determinaven un ritme de la depreciació nominal del peso insuficient com per compensar el diferencial d'inflació existent entre Estats Units i Mèxic.

La tendència a l'apreciació del tipus de canvi real de la moneda mexicana introduïa un biaix en benefici de la inversió en la producció de béns no comercials, desincentivava les exportacions, fomentava les importacions i contribuïa a un creixement explosiu del dèficit per compte corrent que, amb el temps, podia desembocar en una situació insostenible. Per això, per

alguns autors la correcció d'aquests desequilibris requeria dur a terme una devaluació nominal, superior a la que permetia l'amplada de les bandes, i aquest extrem qüestionava la decisió de les autoritats econòmiques de continuar mantenint el valor del peso a l'interior de la zona objectiu de tipus de canvi que definien aquelles bandes.

Amb tot, per a nosaltres, el problema de l'economia mexicana no era tant la sostenibilitat del dèficit exterior sinó més aviat la manca de liquiditat en la que podia incórrer el país en el moment que el dèficit per compte corrent fos superior a la dotació de reserves. Així, malgrat que el flux de capitals procedents de l'estranger afavoria l'acumulació de reserves, internacionals, el ritme d'expansió del dèficit del compte corrent era superior al d'acumulació de reserves per la qual cosa el quocient entre la dotació de reserves i el saldo de la balança del compte corrent va anar disminuint.

Per altra banda, la supressió de les restriccions a les entrades i sortides de capitals i la liberalització del sistema financer nacional, a través de la privatització de bona part de la banca comercial i la creació d'un sistema de banca universal, van augmentar la liquiditat de l'economia i van contribuir a finançar el creixement econòmic del país. Però paradoxalment, el mateix procés de liberalització financera que tant va afavorir la transformació de l'economia mexicana va acabar configurant una situació de gran fragilitat financera. Així, com a conseqüència del procés de liberalització financera, el sistema bancari va perdre la seva capacitat per controlar la concessió de crèdits i avaluar de manera efectiva els riscos de les seves operacions actives i, a més, l'Estat tampoc no disposava dels mecanismes necessaris per supervisar les pràctiques del sistema bancari privatitzat. I així, la falta d'experiència de la banca acabada de privatitzar i la manca d'informació sobre l'historial creditici de les famílies i les petites i mitjanes empreses, en un context de creixent competència, van propiciar un seguit de males decisions de crèdit que explicarien el deteriorament del coeficient de cartera vençuda. En aquest context, els nous bancs comercials del país van embarcar-se en una dinàmica de finançament de projectes d'inversió d'alt risc, en la confiança que la rendibilitat associada permetria amortitzar els recursos invertits ràpidament, però sobretot per l'existència de garanties implícites en virtut de les quals els capitals invertits serien compensats per l'Estat si proporcionaven uns resultats negatius.

L'existència de garanties implícites i la manca de mecanismes eficients de regulació i supervisió als mercats financers van alimentar un procés d'endeutament excessiu a curt termini en una part significativa de l'economia. Per això, l'aparició d'un estoc de crèdits, préstecs i dipòsits a molt curt termini, en absència de controls als moviments de capitals, accentuava la vulnerabilitat de l'economia davant d'una fugida sobtada de capitals i a una situació de "*pànic financer*", perquè els crèdits, préstecs i dipòsits de molts bancs del sistema creditici van esdevenir un passiu contingent del banc central i, per extensió de l'Estat, en cas d'insolvència dels bancs comercials,

més quan aquests dipòsits havien estat constituïts en moneda estrangera o els seus titulars eren estrangers. El desajust entre el deute a curt termini de l'Estat i la dotació de reserves de divises era un altre factor d'inestabilitat potencial que podia desfermar una fugida de capitals i precipitar la fi del sistema canviari.

En un principi, tota aquesta "*fragilitat*" va passar desapercibuda en un clima d'eufòria econòmica generalitzat. Els ritmes de creixement de Mèxic des de 1989 i fins 1993 havien estat molt positius, els nivells d'inflació eren baixos, la taxa d'atur reduïda, les finances públiques estaven sanejades, i, la política monetària i canviària havien estat consistents des de la implementació del programa de reforma econòmica de 1987.

Les úniques salvetats a aquesta situació eren la presència d'un dèficit per compte corrent creixent i la tendència a l'apreciació real del peso, associada a l'ús del tipus de canvi com a àncora nominal. Tanmateix, les expectatives de depreciació eren nul·les mentre que la prima de risc tendia a situar-se en nivells mínims i tot el món, inclosos els mercats financers, entenien que el dèficit exterior i la sobrevaloració del peso eren sostenibles, donada la magnitud de les entrades de capitals, que responien a la fortalesa "*evident*" de les variables macroeconòmiques fonamentals del país; de fet, la dotació de reserves internacionals havia assolit uns valors sense precedents i el nivell d'endeutament extern era comparable, i fins i tot inferior, al dels principals països industrialitzats.

En conseqüència, a principis de 1994 res no feia presagiar l'atac especulatiu contra el peso de finals d'any ni la crisi financera posterior.