

Ahorro y disponibilidad de recursos para la inversión en México

Víctor M. Godínez Zúñiga*

I. INTRODUCCION: EL COLAPSO DE LA FORMACION DE CAPITAL EN LOS AÑOS OCHENTA

Para que México consolide una senda de crecimiento económico sostenido es indispensable que la inversión fija bruta se recupere del fuerte descenso que experimentó en la década de los años ochenta. La evidencia al respecto es concluyente: de un coeficiente promedio de inversión que históricamente fluctuó alrededor del 22% del PIB, pasamos a partir de 1983 a otro de 17% en promedio (Gráfico 1).

Una caída tan pronunciada de la inversión durante un período prolongado es un hecho que en sí mismo es preocupante para cualquier país. Pero si además - como es nuestro caso- esto sucede en un país en desarrollo y en una época de acelerado cambio tecnológico, dicha caída puede tener consecuencias estructurales que afecten el potencial de crecimiento a largo plazo. Un país que no amplía y mejora su base interna de capital está condenado a perpetuar el atraso y el desempleo.

El colapso de la inversión durante los años ochenta tiene varios significados. Desde luego significa que

Gráfico 1. MEXICO: INVERSION BRUTA TOTAL (Como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de México, Instituto Nacional de Geografía y Estadística y *Macro perspectivas*, abril - junio de 1992.

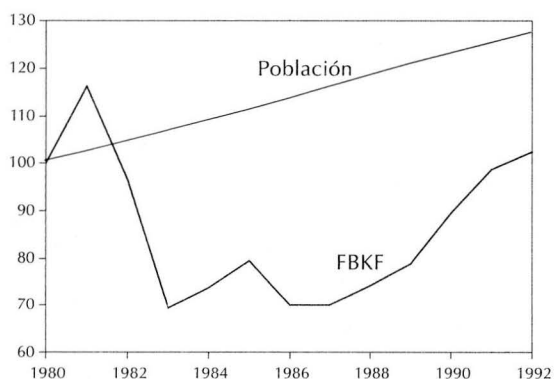
durante todo ese período el aparato mexicano no experimentó ampliaciones sustanciales. Es cierto que la evidencia disponible muestra que la caída de la inversión en términos generales no destruyó capacidades productivas, pero la capacidad global de pro-

* Director del Departamento de Economía y Relaciones Internacionales de la Universidad de la América, A.C. de México. Este artículo fue cedido amablemente por la Corporación Latinoamericana de Economía Internacional, CLADEI. Especiales reconocimientos a su director, Jorge Valencia.

ducción que ya existía a principios de los años ochenta apenas se mantuvo en una escala similar.¹ En contraste, durante ese mismo lapso la población mexicana - a la que ese aparato productivo debe ofrecer ocupación- se incrementó 25% en términos absolutos (Gráfico 2).

La caída de la inversión se concentró en el gasto en maquinarias, equipos e infraestructuras y en general en todos aquellos componentes que determinan la expansión efectiva de la capacidad de producción. Si de la inversión fija bruta se deduce la inversión realizada únicamente con fines de reposición se obtiene la inversión neta, variable que indica los recursos efectivamente destinados a la ampliación de la base interna de capital. El Cuadro 1 presenta una estimación de la evolución de largo plazo de estos tres indicadores en el sector empresarial privado. En el período 1970-81 se distinguen dos fases cuyo punto de separación se localiza en 1977, año de bajo crecimiento como consecuencia de la crisis cambiaria y de balanza de pagos que precedió al auge petrolero. En la primera de dichas fases (1970-76) las empre-

Gráfico 2. POBLACION Y FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO (Indices base 1980 = 100)



Fuente: Elaboración propia con datos del Instituto Nacional de Geografía y Estadística, Banco de México y Banco Mundial.

¹ Véase F. Calderón, 1978-1988.

Cuadro 1. INVERSION PRIVADA EN PLANTA Y EQUIPO. 1970 - 1988
(Miles de millones de pesos de 1970)

	Inversión bruta	Reposición	Inversión neta	Participación inversión neta (%)
1970	38.7	21.2	17.4	45.7
1971	38.8	23.2	15.6	40.0
1972	39.6	25.0	14.6	36.9
1973	40.8	26.7	14.1	34.6
1974	50.0	28.3	21.7	43.3
1975	46.1	30.7	15.4	33.4
1976	48.0	32.3	15.7	32.7
1977	42.8	34.0	8.8	20.5
1978	49.1	35.1	14.0	28.5
1979	64.5	36.7	27.8	43.1
1980	76.6	39.6	36.9	48.7
1981	89.8	43.3	46.5	51.2
1982	65.8	47.8	18.0	27.3
1983	43.9	49.8	-5.9	-13.4
1984	48.7	49.5	-0.8	-0.2
1985	59.4	49.7	9.7	16.3
1986	49.1	50.9	-1.8	-3.4
1987	48.5	50.8	-2.3	-4.7
1988	45.8	50.7	-4.9	-10.1

Fuente: Economía Aplicada. S.C., Modelo Galileo. En: V. Brailovsky, R. Clarke y N. Warman. *La Política Económica del Desperdicio*. UNAM, México en el período 1982-1988, 1989.

sas privadas destinaron en promedio 38% de su inversión bruta a gastos directamente relacionados con la expansión de sus capacidades de producción; en la segunda fase (1978-1981) este promedio se elevó a 43%. Los años siguientes presentan un abierto contraste: a partir de 1983 la inversión fija se limita apenas a cubrir la reposición de la planta y el equipo. Es claro que la contracción de la inversión, asociada al proceso de ajuste macroeconómico de la década pasada, se concentró fundamentalmente -en el caso del sector empresarial privado- en la inversión neta. Otra consecuencia del colapso sufrido por las inversiones en los años ochenta fue que la edad promedio

del acervo de capital tendió a incrementarse permanentemente (Cuadro 2). De ahí que la tasa de depreciación también haya aumentado de 8.6% a 10.4% del PIB entre 1980 y 1989.² Todos estos cambios en la estructura y edad del acervo de capital produjeron un aumento progresivo de la relación capital/producto de la inversión no residencial, que pasó de 1.5 a

2.0 en el transcurso del decenio pasado.³

De acuerdo con evidencias arrojadas por estudios monográficos,⁴ la disminución de los acervos netos de capital fijo reproducible en la mayoría de las empresas expresa, en plena época de cambio tecnológico, la obsolescencia de algunos segmentos de la planta industrial del país. Esto dio origen, por una

Cuadro 2. INVERSION Y AHORRO (Porcentaje del PIB)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 ^p	1991 ^p
Inversión fija bruta^a	24.1	26.5	22.2	16.6	17.0	17.9	16.5	16.0	16.8	17.3	18.8	20.0
Residencial ^a	7.7	7.8	7.8	6.7	6.9	7.1	6.7	7.0	7.3	7.5	n.d.	n.d.
No residencial ^a	17.1	18.7	14.4	9.9	10.1	10.8	9.7	9.0	9.5	9.8	n.d.	n.d.
Inversión neta ^a	16.2	17.9	12.7	5.0	6.2	7.4	4.8	4.6	6.3	6.9	n.d.	n.d.
Depreciación ^a	8.6	8.6	9.5	11.6	10.8	10.5	11.6	11.4	10.4	10.4	n.d.	n.d.
Privada ^a	14.1	14.4	11.9	10.4	10.7	11.7	10.9	11.5	12.4	13.1	14.3	15.7
Pública ^a	10.7	12.1	10.3	6.2	6.3	6.2	5.5	4.5	4.4	4.2	4.5	4.3
Ahorro interno^b	22.2	21.4	22.4	24.7	22.5	22.4	17.8	22.3	20.1	20.7	17.7	17.6
Ahorro público^b	7.1	2.1	4.7	7.0	6.3	5.8	4.1	7.0	1.4	2.7	6.6	7.0
Externo ^b	4.1	3.2	5.0	6.2	5.5	4.4	0.5	1.6	-0.2	0.0	1.3	0.8
Interno ^b	3.0	-1.1	-0.3	0.8	0.8	1.4	3.6	5.4	1.6	2.7	5.3	6.2
Ahorro privado^b	15.1	19.3	17.7	17.7	16.2	16.6	13.7	15.3	18.7	18.0	11.1	10.6
Ingreso privado disponible ^b	80.2	83.7	79.3	78.6	79.3	81.1	81.8	80.6	87.5	85.0	79.4	78.9
Propensión media al consumo ^b	0.83	0.79	0.84	0.81	0.82	0.82	0.87	0.85	0.80	0.80	0.87	0.87
Impuesto inflacionario ^b	2.0	1.9	5.5	3.1	2.1	2.2	3.2	3.6	1.4	0.6	1.0	0.5
Ingreso privado real por habitante (índice 1980=100)	100.0	109.4	97.1	87.8	87.5	89.3	78.5	79.2	82.1	85.7	80.5	81.8
Relación capital - producto^c	2.6	2.6	2.9	3.1	3.2	3.2	3.4	3.5	3.6	3.6	n.d.	n.d.
Rel. capital producto (no residencial)	1.5	1.5	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	n.d.	n.d.
Edad promedio del acervo de capital	10.9	10.7	10.8	11.1	11.5	11.7	12.0	12.3	12.6	12.9	n.d.	n.d.

^a En pesos de 1980.

^b En pesos corrientes.

^c Se refiere al acervo bruto.

Fuente: Banco de México, *Indicadores Económicos*; Presidencia de la República, Criterios Generales de Política Económica tomado de J. Ros. "Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México", Mimeo, Universidad de Notre Dame, 1992.

² J. Ros (1992a), p.21.

³ J. Ros (1992b), p.14.

⁴ E. Hernández Laos (1991).

parte, a una utilización más intensiva de los insumos primarios en la producción, y sobre todo los de capital. Por otra parte, y conforme se fue reactivando la economía, también hizo imperativa la introducción de nuevas tecnologías, lo que a su vez produjo una mayor necesidad de recursos para el financiamiento de la formación neta de capital fijo.

Si se toma como base 1981 -año que marca el nivel máximo alcanzado en México por el coeficiente de inversión desde 1939- se advierte que el monto de recursos reales consagrados actualmente a la formación bruta de capital fijo se ha reducido en un poco más de seis puntos porcentuales del PIB. Restablecer una tasa promedio de inversión similar a la del período 1979-81 (25% del PIB) parece una meta muy difícil de lograr en las circunstancias actuales. De los diversos modelos de prospección sobre el curso evolutivo de la economía en el corto y mediano plazos se deduce que, en un escenario optimista, la inversión bruta fija sólo podrá recuperar un nivel promedio similar al del lapso 1960-1975 hacia 1997 o 1998 (Gráfico 1), y esta posibilidad se basa en el supuesto de que la economía nacional puede sostener un crecimiento real promedio cercano al 6% al año -una tasa cuyo promedio deberá ser, por lo tanto, dos veces más intensa que la observada entre 1989 y 1993.

Para poner en perspectiva el esfuerzo de inversión actual y el que se requiere para impulsar a fondo la modernización de nuestro aparato productivo, conviene compararlo con el que realizan algunos países de la región Asia del Pacífico, que no sólo cuentan con las economías más dinámicas a escala internacional, sino que además constituyen un punto de referencia implícito tanto en la estrategia económica en curso como en la mayoría de las evaluaciones sobre el presente y el futuro de la economía mexicana. En promedio, todos estos países consagran una tercera parte de su PIB a la inversión o formación bruta de capital (Cuadro 3).

Se trata de un coeficiente que en 1987 y 1989 duplicó al nuestro, y cuyo promedio es superior (en 3 y 6

puntos porcentuales del PIB, respectivamente) a la máxima tasa de inversión registrada en la historia económica del México post-revolucionario.

Cuadro 3. COEFICIENTES DE INVERSION EN CINCO ECONOMIAS DE LA REGION ASIA-PACIFICO
(Inversión interna bruta/PIB %)

	1987	1989
Japón	30	33
Corea del Sur	29	35
Tailandia	26	31
Singapur	39	35
Malasia	23	30
Promedio	29	33

Fuente: Elaborado con datos del Banco Mundial, *Informe sobre el Desarrollo Mundial 1992*, Washington, D.C., 1992.

II. ALGUNAS CARACTERISTICAS DE LA FORMACION DE CAPITAL FIJO DESPUES DE 1989

Aun cuando en la presente década el monto real de la inversión ha seguido siendo inferior al registrado a principios de los años ochenta, la reactivación generalizada de la economía desde 1989 tiene como base un fuerte crecimiento de la formación bruta de capital fijo (FBCF). En el trienio 1986-1987, que es cuando el coeficiente de inversión decayó al punto más bajo registrado desde 1960, la FBCF decreció a un promedio anual de -2%, mientras que en los años siguientes su comportamiento fue radicalmente opuesto. Entre 1989 y 1992 fue el componente más dinámico de la demanda agregada, creciendo a un ritmo real promedio de 9.6% al año. Debe añadirse que esta expansión se frenó abruptamente en 1993, cuando la FBCF se redujo 1.4% como producto de la creciente incertidumbre que desde ese año preside la economía política mexicana.

De acuerdo con la información disponible, el reciente proceso de formación de capital ha consistido

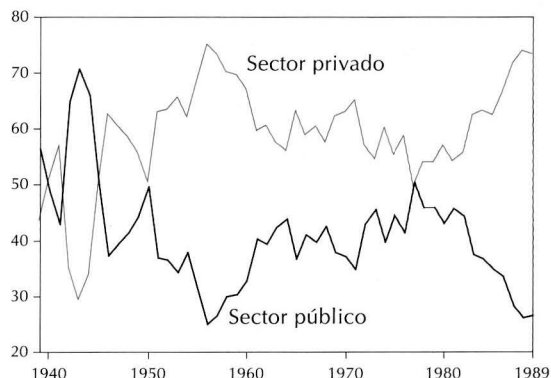
fundamentalmente, después de más de un lustro de rezago, en una fuerte reposición de equipos obsoletos y, en menor medida, en la expansión de la capacidad productiva.⁵ De hecho, cerca del 15% del gasto destinado desde 1989 a la FBCF estuvo consagrado a la adquisición de bienes de capital importados, porcentaje que es el más elevado desde 1981. El renacimiento de la demanda interna de equipo de inversión ha determinado que esta categoría de bienes sea el componente más dinámico y de más rápido crecimiento dentro de la importación general de mercancías: aunque sólo representan un 25% de las compras externas del país, dichos bienes responden por alrededor de un tercio del incremento registrado desde 1989 en el valor de las importaciones totales.

Ahora bien, esta nueva ola de inversiones fue producida casi totalmente por el gasto de inversión del sector privado, cuyo dinamismo desde 1989 ha sido en términos generales tres veces superior al del sector público (una tasa promedio anual de crecimiento de 12% contra otra de 4% hasta antes de la recaída de 1993). Una de las causas de la histórica desaceleración de la inversión del sector público es la venta de empresas estatales al sector privado. Pero en términos más generales, todo esto es en realidad una extensión de la tendencia iniciada en los años ochenta, en el marco de las llamadas políticas de ajuste macroeconómico y cambio estructural, y que en gran medida consiste en trasladar hacia el sector privado el eje dinámico del crecimiento general de la economía. La consolidación del nuevo régimen de crecimiento económico está fuertemente condicionado por la efectividad de esta sustitución.

Es verdad que en el transcurso del último decenio ocurrió en México un cambio notable en la composición por origen institucional de las inversiones. El Cuadro 2 contiene la información general más relevante al respecto. La contribución del sector privado a la inversión fija bruta experimentó un incremento sustancial de casi 40% entre 1980 y 1991, cuando

pasó de 57% a 77% del total, para llegar en 1992 a un nivel sin precedentes de 80.3%. Como puede apreciarse en el Gráfico 3, se trata ya de la contribución más alta del sector privado a la FBCF de la nación desde 1939, año a partir del cual se cuenta con un registro estadístico coherente y confiable de esta variable.

Gráfico 3. PARTICIPACION HISTORICA DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES EN LA INVERSION BRUTA DE CAPITAL FIJO 1939 - 1992



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, y Presidencia de la república.

Ahora bien, este notable cambio en la composición institucional de la inversión fija se ha originado hasta ahora no sólo, ni principalmente, en el impulso del propio sector privado, como en el retiro explícito y decidido del sector público. En realidad, el monto del PIB que representa la inversión privada en el presente decenio es apenas ligeramente superior al registrado diez años atrás. En rigor, el cambio verdadero ha ocurrido hasta ahora en el ámbito de la inversión pública, cuya cuota de participación se desplomó radicalmente: en comparación con el inicio de los años ochenta se ha verificado una caída de 50% en la tasa de participación del sector público en la FBCF, lo que se explica por el descenso firme y consistente de su monto efectivo, que entre un período y otro acumuló un total de 7 puntos porcentuales del PIB.

Aunque la reanimación de la inversión privada es un hecho, su crecimiento promedio después de 1989

⁵ CEPAL (1990).

aún no muestra un verdadero rompimiento con respecto a su tendencia de largo plazo. El Cuadro 4 presenta una estimación del comportamiento de la FBCF del sector privado en diversas etapas transcurridas desde 1951. En este terreno, el período actual se compara muy favorablemente con los lapsos que han registrado expansiones de la inversión productiva privada. El crecimiento promedio de esta variable entre 1989 y 1992 es el segundo más intenso desde 1951, pero su rango está completamente dentro de la norma nacional de los últimos cuarenta años.

El sector privado mexicano ha recuperado su ritmo histórico de inversión. Pero para ocupar plenamente el espacio de acumulación dejado por el sector público y asumir el papel de agente dinamizador básico que el nuevo modelo económico nacional pretende conferirle, será necesario que en lo sucesivo incremente de manera sostenida su tasa de formación de capital. Dicho incremento no sólo debe compen-

sar la caída de la inversión pública, sino que debe elevar el coeficiente de inversión histórico de la nación. De no ocurrir esto, la consolidación del nuevo modelo de desarrollo se pondrá seriamente en entredicho, pues la inversión que se realice será insuficiente para impulsar de manera sostenida una verdadera expansión. En este caso, se agravarían las consecuencias negativas que ha producido en materia de crecimiento la reducción de las inversiones públicas desde la década de los años ochenta.⁶

Una primera conclusión se deriva de todo lo anterior: la consolidación del nuevo régimen de crecimiento y desarrollo requiere que el esfuerzo de inversión se mantenga en constante crecimiento, esfuerzo que debe ser realizado casi en su integridad por el sector empresarial privado. Para lograrlo es preciso movilizar en los próximos años una cantidad considerable de recursos financieros. De ahí la importancia de examinar brevemente la evolución reciente y las perspectivas de disponibilidad efectiva de dichos recursos.

Cuadro 4. CRECIMIENTO ESTIMADO DE LA INVERSION PRIVADA EN MEXICO
(Tasa porcentual de crecimiento real promedio)

Período	%
1951-1963 ^a	10.7
1964-1970 ^b	12.3
1971-1977 ^c	3.8
1978-1982 ^c	11.3
1983-1988 ^d	0.7
1989-1992 ^d	11.7

^a Precios de 1950.

^b Precios de 1960.

^c Precios de 1970.

^d Precios de 1980.

Fuente: Elaboración propia con datos de D. Ibarra, Nacional financiera (1981), C Tello (1979), Calderón F. (1987 - 1988) macro Asesoría Económica S.C (1991) y Presidencia.

III. EL AHORRO INTERNO: UNA TRAYECTORIA PREOCUPANTE

El ahorro interno⁷ exhibe una evolución semejante a la que mostró la inversión en el transcurso de la última década como se advierte claramente en las cifras del cuadro 2, el monto de esta variable ha venido sufriendo una contracción. Este hecho es el resultado de un juego de tendencias estrechamente relacionadas entre sí y que en una medida importante fueron determinadas por las características del ajuste macroeconómico subsecuente a la crisis de la deuda desencadenada a partir de 1982.⁸

Por un lado, el ajuste fiscal -obtenido por medio de la fuerte reducción de las inversiones públicas, que ya fue señalada anteriormente- se operó sin que el ahorro público global experimentara cambios significativos entre el inicio y el final del período considerado: en la actualidad este indicador representa una porción del PIB similar a la de 1980. Si bien es cierto que

el ahorro público interno experimentó una importante mejoría, sobre todo en los últimos cinco años, su reconstitución, sin embargo, no produjo cambios netos en la cifra agregada debido al desplome del ahorro público externo (diferencia entre exportación petrolera y pagos de la deuda pública con el exterior).

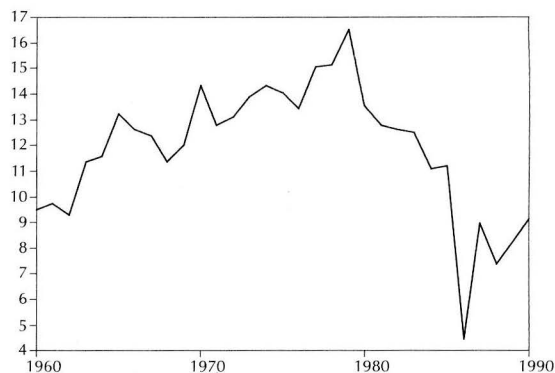
En paralelo con esta evolución, el ahorro privado sufrió una compresión cuya trayectoria después de 1982-83 estuvo sujeta a una serie de altibajos, pero cuyo resultado es inequívoco: en 1990-91, y con relación a su nivel de 1980, esta variable ya había disminuido en 4.5 puntos porcentuales del PIB. La información del mismo Cuadro 2 sugiere algunas pistas para interpretar esta evolución como resultado, en última instancia, de un aumento en la propensión media del consumo privado que, a su vez, es imposible disociar de la tendencia del ingreso privado real por habitante, que sufrió una constante erosión durante el período. Es igualmente válido suponer que la reasignación del gasto público en ciertos servicios básicos (como educación), el aumento de la base y las tasas impositivas, la desaparición en unos casos y

la reducción en otros de diversos subsidios y transferencias del sector público también influyeron en esta disminución del ahorro privado.

En todo caso, la disminución del ahorro privado es equivalente en su dimensión a la caída de la capacidad de ahorro del conjunto de la economía, que también perdió 4.5 puntos del PIB entre 1980 y 1991 (Cuadro 2). Una visión de largo plazo de este último fenómeno aparece en el Gráfico 4. En ella se presenta la evolución del índice del ahorro interno neto (o ahorro bruto menos el consumo de capital fijo) como proporción del PIB. El año base es 1979, en el que se registró la más alta tasa del ahorro interno neto de los últimos treinta años. Como puede apreciarse, después de ese año este indicador muestra una fuerte caída. Aunque desde 1989 se ha incrementado anualmente en alrededor de un punto porcentual del PIB, la tasa del ahorro interno neto sigue estando muy por abajo de su máximo histórico.

En este cuadro general, la reanimación mostrada por la inversión interna fija desde 1989 aparece como el elemento generador del déficit creciente del saldo de operaciones corrientes de la balanza de pagos, que caracteriza al actual ciclo de crecimiento económico.

Gráfico 4. TENDENCIA DE LARGO PLAZO DEL AHORRO INTERNO NETO (Como porcentaje del PIB)



Fuente:Elaboración propia con datos del Banco de México e INEGI.

⁶ Debido a la relación complementaria que existe entre las inversiones privadas y las inversiones públicas en infraestructura, la continua disminución de estas últimas tiene consecuencias nocivas a mediano plazo para la acumulación de capital privado. Este tema es ampliamente desarrollado, con referencias a los casos de México y Colombia, entre otros países, en la investigación patrocinada por el Banco Mundial y que será próximamente publicada por L. Servén y A. Solimano bajo el título *From Adjustment to Sustainable Growth: The Role of Capital Formation*. Para una noticia breve sobre este trabajo véase, de los mismos autores, "El ajuste económico y la inversión privada", *Finanzas y desarrollo*, Vol. 29, No. 3, septiembre de 1992.

⁷ Las tasas de ahorro del Cuadro 2, en las cuales se basan estos comentarios, provienen de J. Ros (1992a), en donde se advierte que ellas se presentan «en su definición operacional, es decir incluyendo en el ahorro privado (y excluyendo en el público) el impuesto inflacionario, pero descontando los intereses nominales que constituyen una amortización de principal en un ambiente inflacionario».

⁸ Para un análisis detallado de la relación entre el ajuste macroeconómico de los años ochenta con las tendencias actuales del ahorro y la inversión véase Banco Interamericano de Desarrollo (1989).

co. La inversión -aún siendo su monto absoluto real y relativo todavía menor al de 1981- excedió en 1990 y 1991 en 1 y 2.5 puntos del PIB al ahorro nacional, y en 7 y 9 puntos al ahorro del sector privado. En tales circunstancias, una mayor o menor entrada de capitales privados significa una mayor o menor inversión interna.⁹ Y conviene repetirlo: esto, a su vez, significa un mayor o menor ritmo de expansión económica para el país.

Así, y dado que aún bajo supuestos optimistas el ahorro interno difícilmente podría cubrir en su totalidad el esfuerzo de inversión que se requiere, el concurso de nuevos recursos financieros externos se revela como un factor de suma importancia para afianzar el nuevo régimen de crecimiento económico.

IV. LA ATRACCION DE RECURSOS FINANCIEROS EXTERNOS

A. Una consideración preliminar: México en la competencia internacional por captar capitales foráneos

Existe un consenso muy amplio acerca de que las perspectivas de financiamiento externo son en general poco alentadoras en el mundo. A diferencia de lo que sucedió en otras épocas, señaladamente en los años sesenta y setenta, los recursos financieros disponibles a escala internacional hoy tienden a escasear y prácticamente todos los países, con unas pocas excepciones, compiten por atraer capitales a su territorio nacional.¹⁰

Después de la crisis de la deuda de los años ochenta, la banca comercial internacional se ha mostrado sumamente renuente a otorgar nuevo financiamiento en cantidades y bajo condiciones similares a las que predominaron en el pasado. Tal renuencia ha sido obviamente mayor cuando se trata de otorgar financiamiento a algún país sobre-endeudado. Por

otra parte, la disponibilidad de recursos provenientes de los organismos oficiales de carácter regional y multilateral ha estado restringida debido a la incidencia de varios factores, en especial los dos siguientes. El primero está dado por las dificultades fiscales de los países acreedores y el segundo por las nuevas realidades geopolíticas, que en algunos casos han impuesto y en otros pueden imponer una nueva jerarquización en la agenda financiera internacional de los países industrializados, en especial los europeos, cuyos recursos excedentes financieros tienden dirigirse en parte hacia los países de Europa Oriental.¹¹

No obstante, aún dentro de este marco existen posibilidades de captar montos importantes de recursos. De hecho México es uno de los países latinoamericanos que más exitosamente ha logrado reinsertarse en la lucha generalizada que a escala internacional libran hoy todas las naciones por atraer capitales externos.

En un entorno financiero que sigue siendo en general difícil para los países de la región, México ha sido relativamente eficiente en la captación de recursos externos de capital privado. Los principales mecanismos utilizados para ello han sido la emisión de bonos y la inversión extranjera de cartera. El análisis de la operatividad, la evolución y las perspectivas de seguir canalizando recursos financieros por medio de estos mecanismos rebasa los límites de este artículo, pero cabe ubicarlos como indicadores generales de la reapertura, para México, del mercado internacional de créditos privados.

¹⁰ Las razones de este hecho son múltiples y casi todas ellas remiten a los grandes cambios estructurales sufridos por la economía mundial en el transcurso de los últimos tres lustros. Entre otros muchos, esos cambios produjeron un vuelco en la posición financiera de los principales países industrializados, algunos de los cuales transitaron de su antigua condición de exportadores de capital a la de importadores netos de recursos financieros. Para un análisis del caso de Estados Unidos, que constituye la experiencia más significativa, véase V. Godínez (1989).

¹¹ Para un análisis detallado de este tema véase R. Devlin y M. Guerguil (1991).

⁹ Según la expresión de J. Córdoba Montoya (1992).

Después de la crisis de pagos iniciada en agosto de 1982, el mercado internacional de bonos se cerró para México, no obstante que a escala internacional conoció desde ese año un crecimiento realmente vertiginoso. Esta situación empezó a modificarse a partir de 1988 bajo la influencia de una percepción crecientemente positiva en los círculos financieros internacionales acerca de la reforma económica mexicana.¹² Como es sabido las empresas privadas y públicas, instituciones financieras y, desde febrero de 1991, el propio gobierno, han logrado colocar emisiones por un valor que ya involucra montos significativos. Estas emisiones se han denominado en dólares estadounidenses, marco alemanes, schillings austriacos y otras divisas fuertes.

México también ha realizado incursiones exitosas en un segmento del mercado internacional de capitales que, después de haber surgido en Estados Unidos, ha tendido a crecer con rapidez. Se trata del mercado de valores respaldados por activos de la entidad emisora (cuentas por cobrar, hipotecas, ingresos de exportación, etc.). Este mecanismo también es conocido como «Financiamiento de Nicho». Una de las compañías pioneras de esta forma de acceder a los recursos financieros privados internacionales es Teléfonos de México. La Comisión Federal de Electricidad también ha recurrido a este mercado (véase el Recuadro 1). Aunque se han señalado ciertas reservas con respecto a este mecanismo de financiamiento,¹³ no hay duda de que -habida cuenta de las circunstancias tanto nacionales como internacionales en esta materia- constituye un canal susceptible de ser aprovechado por un mayor número de empresas para captar nuevos financiamientos privados del exterior. En todo caso, las entidades económicas mexicanas que lo han utilizado encontraron una respuesta satisfactoria.

Es cierto que los mecanismos reseñados han permitido canalizar fondos financieros internacionales en apoyo de algunas actividades económicas naciona-

les. También lo es que en un mercado global sumamente competido las incursiones de México han sido exitosas tanto en términos de los montos obtenidos como con relación a la experiencia de otros países de la región. No obstante, la parte sustancial de los recursos financieros adicionales requeridos del exterior en apoyo de la capitalización interna, de acuerdo con la lógica subyacente en el modelo de política económica, deberá provenir de la inversión extranjera.

B. Tendencias recientes y evolución esperada de la inversión extranjera en México

En las circunstancias prevalecientes a más de cinco años de iniciado el actual ciclo de crecimiento económico -tasas de ahorro e inversión por debajo de su promedio histórico y un déficit creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos- parece imprescindible atraer nuevos flujos de capital externo en montos suficientes para afianzar la recuperación y sostener la capitalización interna del país. Hasta ahora ese objetivo se logró en términos generales y se espera que la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá facilite en el futuro una mayor atracción de flujos adicionales de capital extranjero.

En el marco de su estrategia de cambio estructural, el gobierno reformó en 1989 la reglamentación de la Ley de Inversiones Extranjeras con el propósito explícito de eliminar las antiguas disposiciones administrativas que inhibían a los inversionistas del exterior, pero también con la meta implícita de duplicar la participación de la inversión extranjera directa en la inversión total (del 10% al 20%). En números redondos, lo anterior significaba atraer un total de 29 mil

¹³ Se trata de una forma de financiamiento condicionada por una serie de arreglos especiales que difícilmente están al alcance de todas las empresas, además de que su instrumentación y negociación también son complejas. Por lo demás, según lo hacen ver R. Devlin y M. Guerguil (loc. cit.), este mecanismo no es tan novedoso: repite en esencia la situación crediticia que América Latina conoció en los años cincuenta y sesenta, cuando los préstamos privados eran garantizados con activos bloqueados.

¹² Con respecto a ello véase el análisis comparativo de los casos mexicano, chileno y venezolano realizado por P. West (1991).

Recuadro 1. FINANCIAMIENTO DE NICHOS EN MÉXICO: DOS EJEMPLOS

Este mecanismo ha sido empleado por prestatarios mexicanos que han ofrecido en calidad de garantía sus cuentas por cobrar en moneda extranjera. La empresa pionera fue TELMEX, que consiguió 800 millones de dólares de financiamiento externo en el año 1989. Para obtener estos recursos TELMEX dio en garantía ingresos futuros en dólares generados fuera de México. Esto se hizo gracias a un acuerdo recíproco con la compañía AT & T, que permitía liquidar cuentas relacionadas con llamadas telefónicas internacionales, principalmente entre México y Estados Unidos. Dado que las llamadas suelen ser más numerosas desde el lado estadounidense, TELMEX acumula saldos netos a su favor. Son precisamente estas cuentas por cobrar las que fueron utilizadas como garantía para el préstamo referido. De esta manera, el verdadero deudor terminó siendo AT & T: en caso de incumplimiento por parte de TELMEX, la compañía estadounidense debía entregar sus pagos directamente a los acreedores de la empresa mexicana.

Operaciones similares fueron llevadas a cabo en 1990 por la Comisión Federal de Electricidad, quien constituyó un fideicomiso sobre la base de ventas futuras de energía eléctrica al estado de California. De esta manera, la CFE también utilizó sus ingresos generados en el exterior como garantía de un préstamo por unos 235 millones de dólares.

Fuentes: R. Devlin y M. Guerguil, op. cit.; P. West, op.cit.; y The Economist (1990), 2 de junio.

millones de dólares de nuevas inversiones directas (OIED y no inversión de cartera) entre 1990 y 1994.

El cambio de la reglamentación, sumado a las reformas económicas y a la negociación y posterior establecimiento de una zona de libre comercio en América del Norte, provocaron un crecimiento muy acelerado de nueva inversión extranjera. Tomando como base 1988 se observa que el valor en dólares de la inversión extranjera acumulada en México creció 74% de 1989 a 1991. En términos de flujos anuales esto significó una entrada total de 20 mil millones de dólares de nuevos recursos en sólo tres años. A estas cifras iniciales deben añadirse los recursos ingresados en 1992 y 1993, que significaron un flujo bruto acumulado de 55 mil millones de dólares.

Ahora bien, una porción creciente de estos nuevos recursos son inversiones en cartera, realizadas a par-

tir de los últimos meses de 1989 al amparo del régimen de inversión neutra, que se introdujo con el reglamento de la Ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera, y se promulgó en mayo de ese mismo año.¹⁴ El crecimiento de este tipo de inversión foránea ha sido en verdad impresionante. En 1989 representó el 14% de toda la inversión extranjera que llegó a México. En 1990 equivalió al 43% y en 1991 su monto ya fue superior al de la inversión directa, pues respondió por el 61% del flujo total de capitales externos de ese año. En 1992 la inversión de cartera ascendió al 80% de la inversión extranjera total y en 1993 al 85% (Cuadro 5).

¹⁴ Esta disposición fue sustituida por la nueva Ley de inversiones extranjeras promulgada en 1993 que, con las disposiciones del Tratado de Libre Comercio, consolida la creación de un nuevo régimen de inversiones extranjeras en México.

Cuadro 5. FLUJOS DE INVERSION EXTRANJERA 1989 - 1992 (Millones de dólares)

	Flujo total	Directa	De cartera
1989	3,530.2	3,036.9	49.3
1990	4,627.7	2,633.2	1,994.5
1991	14,631.5	4,761.5	9,870.0
1992	22,403.6	4,392.8	18,010.8
1993	33,331.4	4,900.5	28,430.9

Fuente: Banco de México, *Informe Anual* 1992 y 1993.

Este formidable crecimiento de la inversión en cartera es una muestra incuestionable -según se asienta en el *Informe Anual - 1991* del Banco de México- «de la confianza que tiene el inversionista del exterior en el panorama económico del país». Sin duda también es un indicador del proceso creciente de internacionalización de la economía mexicana, cuyo mercado de valores ha sido, entre los llamados mercados emergentes, uno de los más dinámicos en el mundo debido a las altas tasas de rentabilidad que ha ofrecido en los últimos años -a pesar de vaivenes y caídas, como la del verano de 1992 o las registradas desde enero de 1994.

Numerosos inversionistas individuales e institucionales de los centros financieros mundiales fueron atraídos y esto indudablemente ayudó a incrementar la capitalización del mercado, que se convirtió en el de mayor crecimiento en América Latina (hecho que además le permitió cerrar la brecha que hace menos de una década le separaba del mercado de Sao Paulo, que entonces era el más grande de la región).

En cuanto a la inversión directa -que por ser más sólida y permanente es preferible a la de cartera-, debe decirse que su monto apenas ha respondido a las previsiones gubernamentales, aunque los flujos de inversión en cartera compensaron con creces las expectativas de capital externo. Con todo, a pesar de haber sido menor a la esperada, la entrada de IED desde 1991 marca un máximo histórico, por lo que puede afirmarse que también en lo que respecta a la

IED México aparece en la actualidad como uno de los países en desarrollo con mayor capacidad relativa de captación. Sólo en 1993 el flujo de IED totalizó un monto de 5 mil millones de dólares (61% más que en 1989).

Nueve de cada diez dólares de esta IED provienen de un grupo de sólo siete países: Estados Unidos (63%), Alemania (6.5%), Reino Unido (6.3%), Japón (4.8%), Suiza (4.4%), Francia (3.1%) y España (2.3%). En cuanto a su destino sectorial, la tendencia dominante en los últimos años responde plenamente al patrón de comportamiento observado en 1991. El sector servicios, principalmente comunicación, registra la mayor afluencia de capitales externos (60% de todo el flujo anual). Si a esto se añade la proporción correspondiente al sector comercial (11%), se tiene que un poco más de dos terceras partes de la nueva inversión extranjera tienden a colocarse en las llamadas actividades terciarias. En la medida en que un gran número de estas actividades -aunque debe señalarse que no todas ellas- producen servicios no comerciables internacionalmente, cabe llamar la atención sobre la posibilidad de que llegue a configurarse en el futuro una tendencia que, en el caso de consolidarse, no sería muy deseable ni congruente con la estrategia exportadora que persiguen los abogados del nuevo modelo de desarrollo, además de que ello significaría un mayor número de empresas repatriando utilidades sin que generen las divisas que requieren.

El segundo receptor de IED es el sector industrial. Aquí la inversión foránea se ha concentrado preferentemente en la industria automotriz y en la de aparatos y componentes electrónicos, dos de los sectores de mayor crecimiento exportador, en especial hacia el mercado de Estados Unidos. De hecho, cerca de la mitad de las exportaciones manufactureras responden en la actualidad a operaciones intrafirma, y cinco compañías (IBM, Ford, Chrysler, GM y Nissan) generan un 20% de las exportaciones mexicanas. Se trata en todos estos casos de empresas que responden por una parte muy importante de la nueva IED llegada a México durante estos últimos

años. Todo ello da cuenta, desde luego, del grado de integración productiva que ya existía en algunas ramas de actividad antes de la adopción del Tratado Trilateral de Libre Comercio.

El sector extractivo recibe por ahora una reducida cuota, apenas menor a la unidad porcentual. En tanto el sector agropecuario, que rebasa ligeramente el 1% del flujo total, muestra una tendencia muy significativa que puede adelantar un desarrollo probable en los años por venir: en 1990 su valor absoluto se triplicó con respecto al período anterior y en 1991 el aumento fue de 50%. El nuevo marco legal del sector agropecuario, instaurado a partir de la Reforma del Artículo 27 de la Constitución General de la República, será probablemente un importante acicate para atraer hacia esta actividad productiva mayores montos de inversión foránea.

Con respecto al tema de la inversión externa cabe hacer una última observación. La deuda externa total de México al cierre de 1993 era de alrededor de US\$120 mil millones. Dos terceras partes de este monto (un poco más de 75 mil millones) corresponden a deuda externa del sector público. Quiere esto decir que en la actualidad el sector privado tiene una deuda externa de más de 40 mil millones de dólares, proveniente en lo esencial de la colocación de bonos. Esto tiene un significado importante para México en el mediano plazo, pues es indudable que el servicio de dicha deuda tendrá repercusiones en el ahorro total del país y en el mercado de divisas.

V. AHORRO, INVERSIÓN Y DESARROLLO: TRES COMENTARIOS FINALES

A. La brecha ahorro-inversión en la perspectiva macroeconómica

Entre los muchos problemas viejos y nuevos que aún quedan por ser resueltos para consolidar el tránsito de México hacia el nuevo esquema de desarrollo, el incremento de las tasas de ahorro e inversión es tal vez uno de los más críticos. Para ubicar este problema en un marco analítico más formal, conviene

describir la interrelación de las variables macroeconómicas clave por medio de un esquema contable que se basa en la siguiente identidad:

$$(S - I) = (G - T) + (X - M),$$

donde:

S = Ahorro total

I = Inversión total

G = Gastos del gobierno

T = Impuestos o ingresos del gobierno

X = Exportaciones

M = Importaciones.

De acuerdo con esta identidad, el balance ahorro-inversión del sector privado tiene como contrapartida el balance del sector público más el balance del sector externo corriente de la balanza de pagos.

Si la inversión del sector privado es mayor que su ahorro ($I - S > 0$), la diferencia puede ser compensada con el superávit del sector público ($G - T < 0$) o con un déficit de la cuenta corriente ($X - M < 0$), o bien con ambos. Cuando, por el contrario, el ahorro privado es superior a la inversión ($S - I > 0$), el superávit es absorbido por el déficit público ($G - T > 0$), por el superávit en cuenta corriente ($X - M > 0$) o por ambos.

La información sobre las seis variables y los tres balances macroeconómicos indican claramente que, en el actual ciclo de crecimiento de México, la inversión del sector privado ha venido excediendo regular y crecientemente al ahorro ($S - I < 0$). Indica también que este desequilibrio ha sido compensado principalmente por el déficit de la cuenta corriente ($X - M < 0$), cuyo monto se acrecienta año a año tanto en términos absolutos como en relación al PIB.

De esta manera, si el ahorro del sector privado no experimenta un alza sostenida, las opciones que se presentan para mantener el crecimiento económico y no volver a interrumpir la capitalización interna del país son: el aumento sustantivo del ahorro público ($G - T < 0$) o bien seguir generando déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Dados los sucesivos ajustes operados desde la década pasada en las finanzas públicas, y sobre todo, dados los rezagos sociales acumulados, no parece razonable esperar que la brecha entre el ahorro y la inversión del sector privado sea cubierta financieramente en los años venideros por medio de un incremento sostenido (y sustantivo) del ahorro público.

Queda, en consecuencia, la opción de seguir generando déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En las actuales circunstancias, y suponiendo que el actual juego de tendencias permanezca básicamente inalterado, la economía mexicana requiere, para asegurar un crecimiento máximo de 3% al año, de un ingreso anual de recursos externos equivalente al 6% del PIB.¹⁵ En otros términos, para mantener la actividad económica en un nivel similar al de 1992 y 1993 (el cual está muy por abajo de los requerimientos productivos y sociales), México necesitará captar ahorro externo por un monto anual de alrededor de US\$18-20 mil millones. Debido a las restricciones que siguen existiendo en el mercado financiero para captar montos importantes de financiamiento oficial y bancario, dichos recursos deberán ser en su mayor parte de origen privado y revestir, de preferencia, la forma de inversión directamente productiva. Esto último debido a que el endeudamiento del sector privado mexicano, así como las colocaciones de capital en el exterior por medio de «ADR'S» también tienen un límite que tarde o temprano se hará manifiesto.

En la estrategia económica vigente, un déficit estructural en la cuenta corriente de la balanza de pagos -a condición de que sea generado por el sector privado- es visualizado como un mecanismo inocuo, además de necesario para asegurar la capitalización de largo

plazo de la economía.¹⁶ En apoyo de esta opción suelen ser citadas a menudo las experiencias de algunos países que pusieron en marcha estrategias económicas similares. Uno de los casos más frecuentemente citados es el de Japón durante los años sesentas.¹⁷ Se trata, sin embargo, de una experiencia difícilmente equiparable con el caso mexicano actual, como se podrá apreciar en la sección siguiente.

B. La brecha ahorro-inversión durante los años sesenta en Japón: diferencias con el caso mexicano

En efecto, durante los años sesenta, el sector privado japonés invirtió anualmente recursos que en promedio representaron el 31% del PNB, en tanto que su ahorro representó, también en promedio anual, el 29%. En consecuencia, el exceso de la inversión sobre el ahorro promedio anualmente el 2% del PNB. La primera diferencia con el caso mexicano es evidente: ni la tasa del ahorro privado ni la tasa global de inversión han alcanzado en nuestro país, en todo el siglo XX, tales proporciones. En lo que hace únicamente a la tasa de inversión del sector privado mexicano, recuérdese que en la actualidad se sitúa alrededor del 17% del PIB, un máximo histórico nacional que sin embargo es 50% menor al coeficiente del sector privado de Japón en los años sesenta. Por otra parte, el monto relativo de la diferencia entre el ahorro y la inversión del sector privado japonés se situó, en ese período, muy por debajo del promedio mexicano al inicio de los años noventa.

¿Cómo fue financiada la brecha entre el ahorro y la inversión del sector privado japonés? Más que con

¹⁵ Se trata del monto estimado del déficit en la cuenta de operaciones corrientes con el exterior para 1992 y del esperado para 1993. Fuente: Presidencia de la República (1992). Cabe recordar que en 1992 el crecimiento de la economía fue de sólo 2.6% y el déficit en la cuenta corriente fue ligeramente superior al 6% del PIB.

¹⁶ Véase, por ejemplo, la comparecencia del secretario de Hacienda y Crédito Público en la Cámara de Diputados el 17 de noviembre de 1992, en la que se explica por qué un país como México, «con mucha población y poco capital», debe tener por un largo período de tiempo un saldo deficitario en la cuenta corriente.

¹⁷ El caso de España después de su incorporación a la Comunidad Económica Europea también ha sido citado muchas veces. No obstante, después de las sucesivas devaluaciones de la peseta en el otoño de 1992, este caso ha dejado de ser «presentable».

flujos externos de capital, con el ahorro del sector gubernamental. Durante toda la década este indicador promedió un saldo positivo igual a 1.9% del PNB. La captación de recursos externos -que pudo haber sido una fuente de financiamiento- fue explícitamente descartada. La información al respecto (Cuadro 6) muestra que en el conjunto del citado decenio la cuenta corriente de la balanza de pagos japonesa se mantuvo virtualmente balanceada. Es aquí en donde radica la segunda y tal vez más importante diferencia con el actual caso mexicano. De hecho, y cabe subrayarlo, evitar la generación de déficit en la cuenta corriente fue, durante esta fase de la historia económica japonesa de la posguerra, una política declarada del gobierno.¹⁸ Para cumplir este objetivo, el gobierno japonés instituyó una serie de medidas, desde elevadas tarifas hasta una amplia gama de cuotas de importación, pasando por la imposición de estrictos controles sobre los movimientos internacionales de capital.

Cabe hacer notar la coincidencia existente entre algunos especialistas con respecto a las posibles ense-

ñanzas de este episodio de la historia económica japonesa: si la estrategia económica gubernamental hubiera permitido a las corporaciones un libre endeudamiento con el exterior, Japón seguramente habría crecido más rápido durante los años sesenta, pero es muy probable que más adelante también hubiera enfrentado, como fue el caso de numerosos países en desarrollo en el decenio de los años ochenta, fuertes problemas de pagos.¹⁹

C. El ahorro interno en México: una comparación internacional

El nuevo esquema de crecimiento asigna a la inversión extranjera un importante papel complementario del proceso de inversión del sector privado nacional. No obstante, su aporte no puede sustituir al esfuerzo interno de capitalización, entre otras razones porque, aún bajo el supuesto de una mayor movilidad de capitales entre México y el resto del mundo,²⁰ la entrada efectiva y regular de flujos adicionales de recursos externos siempre es, por su propia naturaleza, incierta.

Si, como se ha dicho, el nuevo modelo de crecimiento constituirá un puente de entrada al mundo desarrollado, es imprescindible que el desempeño de las variables económicas básicas -y sobre todo, los comportamientos sociales subyacentes- comience a acercarse al de los países industrializados. Ello sería en especial deseable con respecto al ahorro interno. Con la excepción de Estados Unidos e Inglaterra -cuyos ya añejos problemas económicos se asocian a la disminución de sus respectivas tasas de ahorro-, los

Cuadro 6. BALANCE AHORRO-INVERSION EN JAPON (% del PNB a precios corrientes)

	Sector privado (S - I)	Gobierno (S - I)	Cuenta corriente (X - M)
1960	-2.9	3.0	0.0
1961	-7.5	3.7	-1.8
1962	-0.5	2.5	0.0
1963	-3.3	2.2	-1.5
1964	-2.0	1.5	0.0
1965	-0.1	0.6	1.2
1966	0.7	0.2	0.9
1967	-1.3	1.2	-0.3
1968	-0.1	1.8	1.0
1969	-1.9	2.5	1.2

Fuente: Economic Planning Agency (1970), Annual Report on National Income Statistics Tokio. EPA. Tomado de: E. J. Lincoln (1988), Japan, Facing Economic Maturity, The Brookings Institution. Washington. D.C.

¹⁸ E. J. Lincoln (1988), en quien se basan estos comentarios, explica esta política por la firme adherencia de Japón al sistema de tasas de cambio fijas de Bretton Woods, por la voluntad política de mostrar una imagen de miembro responsable, productivo y estable de la economía mundial y, por último, por razones relacionadas con el nacionalismo cultural y económico.

¹⁹ Véanse E. J. Lincoln (1988), L. Schwab (1984) y H. Rosovsky - Editor- (1976).

²⁰ Ibid.

países del llamado primer mundo ahorran en promedio una cuarta parte de su PIB. Esta proporción es aún mayor en las naciones asiáticas de reciente industrialización -que, como México, se suponen en la antecámara del desarrollo. En ellas, la tasa de ahorro promedio es igual a una tercera parte del PIB. En comparación con ambos grupos de países, el esfuerzo de ahorro de México (Cuadro 7) está muy lejos de parecer satisfactorio o suficiente para alcanzar en plazos perentorios los objetivos nacionales de crecimiento y bienestar.

En el marco de lo que ha sido expuesto hasta aquí tal vez pueda afirmarse que, en la medida en que el país sea capaz de elevar su tasa o nivel de ahorro, las empresas mexicanas encontrarán para sus proyectos de inversión fuentes de financiamiento que no generen desequilibrios externos al conjunto de la economía nacional. Esto significa que si el país no incrementa su ahorro interno, el crecimiento económico que se verifique será tal vez menor al deseable (como ha sido el caso en los últimos seis años) y que el nuevo agente dinámico del desarrollo -la empresa privada- enfrentará restricciones insalvables para satisfacer sus necesidades financieras y así poder crecer y expandirse.

**Cuadro 7. TASA DE AHORRO INTERNO BRUTO:
UNA COMPARACION INTERNACIONAL
(% del PIB)**

País	Tasa de ahorro
Estados Unidos	15
Alemania	28
Japón	34
Bélgica	24
Reino Unido	17
Italia	21
Países Bajos	26
Austria	27
Francia	22
Canadá	21
Promedio de los 10 países	23
Promedio sin E.U. y Reino Unido	25
Singapur	45
Hong Kong	33
Corea	37
Tailandia	34
Promedio de los 4 países	37

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco Mundial, *Informe sobre el Desarrollo Mundial (1992)*, Washington, D.C..

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Banco de México, *Informe Anual*, varios números.
- Banco de México (1978), *Producto Interno Bruto y Gasto*, varios números.
- Banco Interamericano de Desarrollo (1989), *Progreso Económico y Social en América Latina*, Washington, D.C..
- Banco Mundial (1992), *Informe sobre el Desarrollo Mundial*, Washington D.C..
- Brailovsky V., Clarke R. y Warman N. (1989), *La Política Económica del Desperdicio. UNAM. México en el Período 1982-1988*.
- Calderón F. (1988), "La inversión privada en México 1970-1987", *Economía Mexicana*, CIDE, número 9-10, 1978-1988.
- CEPAL (1990), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe*, Vol. II, (1987 - 1988).
- Calderón F., "La inversión privada en México 1970-1987", *Economía Mexicana*, CIDE, núms. 9-10.
- Córdoba Montoya J. (1992), "Los retos del mercado de valores en los años noventa", intervención en la Tercera Convención del Mercado de Valores, *El Mercado de Valores*, año LII, núm. 10, mayo.
- Devlin R. y Guerguil M. (1991) "América Latina y las nuevas corrientes financieras y comerciales", *Revista de la CEPAL*, núm. 43, abril.
- Godínez V. (1989), *Estados Unidos: los Desafíos Competitivos*, Centro Latinoamericano de Economía y Política Internacional, Serie Estudios, núm. 19, Santiago de Chile.
- Hernández Laos E. (1991), "Tendencias recientes de la productividad industrial en México", *Investigación Económica*, núm. 198, octubre-diciembre.
- Ibarra D. "Mercados, desarrollo y política económica: perspectivas de la economía de México". En Instituto de Investigaciones Sociales -UNAM, *El Perfil de México en 1980*, Siglo XXI, Vol.1.
- Lincoln E.J. (1988), *Japan. Facing Economic Maturity*, The Brookings Institution, Washington, D.C..
- Macro Asesoría Económica S.C. (1991), *Realidad Económica de México 1992*, Grupo Editor Iberoamericano.
- Nacional Financiera (1981), *La Economía Mexicana en Cifras*. Presidencia de la República (1992), *Criterios Generales de Política Económica para 1993*, noviembre.
- Presidencia de la República (1992), *Cuarto Informe del Gobierno*, noviembre.
- Ros J. (1992a), "Ajuste macroeconómico, reformas estructurales y crecimiento en México", Universidad de Notre Dame, mimeo, mayo.
- Ros J. (1992b), "¿Zona de libre comercio o mercado común de capitales?. Notas sobre la integración económica entre México y Estados Unidos y el proceso de negociación del TLC", Universidad de Notre Dame, Mimeo, abril.
- Rosovsky H. -Editor- (1976), *Asia's New Giant*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Serven L. y Solimano A. *From Adjustment to Sustainable Growth: The Role of Capital Formation*.
- Schwab L. (1984), *Le Japon. Réussites et Incertitudes Économiques*, París, Le Sycomore.
- Tello C. (1979), *La Política Económica en México, 1970-1976*, Siglo XXI.
- West P. (1991), "El regreso de América Latina al mercado crediticio privado internacional", *Revista de la CEPAL*, núm. 44, agosto.