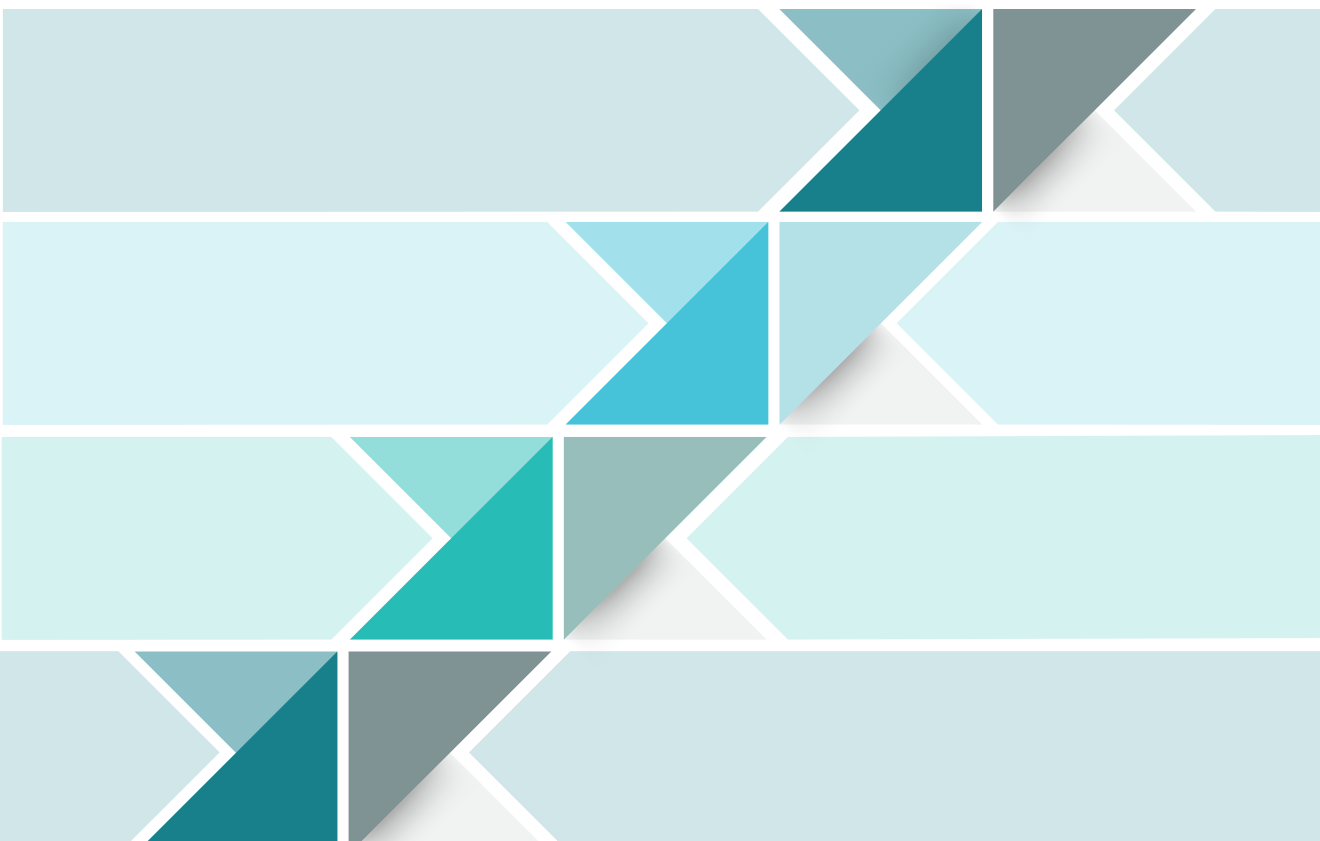




Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.

# **Desequilibrios económicos y su impacto en el sistema financiero**

Jorge Sánchez Tello • Guillermo Zamarripa



**Jorge Sánchez Tello**  
**FUNDEF México**

Economista e investigador asociado, FUNDEF. Editorialista en diferentes diarios de circulación nacional, con la columna “Paradigma Económico”. Colaborador en diferentes programas de radio y televisión.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Twitter @jorgeteilus  
Email: jorge.sanchez@itam.mx

**Guillermo Zamarripa**  
**FUNDEF México**

Director general e investigador de tiempo completo, FUNDEF.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, Edificio Investigadores, Despacho FUNDEF. México, D.F. 10700, México.

Email: guillermo.zamarripa@itam.mx

Agradecemos los comentarios de Adolfo Albo a la versión anterior de este documento. Los errores, opiniones, omisiones e imperfecciones son únicamente responsabilidad de los autores y no reflejan el punto de vista ni la visión de FUNDEF, o las instituciones donde laboran.

**Documentos de Coyuntura Estructural FUNDEF 2014-002**

**FUNDEF - Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.**  
**[www.fundef.org.mx](http://www.fundef.org.mx)**

Somos una institución sin fines de lucro, independiente e imparcial, que reside en el Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM). Elaboramos estudios sobre el Sistema Financiero Mexicano que sean considerados investigaciones académicas de vanguardia. Nuestros estudios tendrán además, como propósito, hacer recomendaciones específicas de política pública en la materia. Compartimos los principios del ITAM al buscar contribuir al desarrollo de una sociedad más libre, más justa y más próspera.

© D. R. 2014, Jorge Sánchez Tello y Guillermo Zamarripa

© D. R. 2014, FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS-FUNDEF, A. C.

Camino a Santa Teresa Núm. 930, D. F. 10700, México

# Índice

<b>I.</b> Introducción .....	4
<b>II.</b> Literatura económica .....	6
<b>III.</b> Panorama general de desbalances .....	8
<b>IV.</b> Contexto actual de la economía de México .....	16
<b>V.</b> Sector externo .....	22
<b>VI.</b> Política fiscal .....	26
<b>VII.</b> Lo que nos indican las bases de ahorro y financiamiento .....	30
<b>VIII.</b> Conclusiones .....	37
Referencias .....	39

# I Introducción

Muchos apuntan al sistema financiero como el único responsable de las crisis financieras. Hay una visión alternativa: los problemas en el sistema financiero son el reflejo de otros desbalances que sufre la economía.

La crisis financiera internacional de 2008 se gestó de manera gradual de la mano de los desbalances globales. Las distorsiones en los mercados financieros tuvieron su momento mas complejo después de la quiebra de Lehman Brothers, que provocó una situación de extrema iliquidez en el mundo.

Retomando la hipótesis inicial, es relevante documentar donde estaban los desbalances que influyeron en la crisis que inicio con la caída de Lehman.

La crisis internacional fue la derivación natural de una situación de desequilibrio mundial: los desbalances globales tanto fiscales como externos. El auge del crédito global de la última década movió a grandes flujos de capital en el mundo. Por citar un ejemplo, tenemos los movimientos de recursos de los países del norte de la zona del euro, hacia el sur. Los países del sur tenían elevados déficits públicos y en cuenta corriente.

Uno de los principales legados de la crisis de 2008 ha sido el fuerte deterioro de las finanzas públicas, en la mayoría de las economías desarrolladas. En 2011, los líderes del G-20 acordaron la cooperación multilateral para promover la sostenibilidad externa y buscar políticas que lleven a reducir los desequilibrios, tanto comerciales como fiscales, o al menos, mantener esos desequilibrios en un nivel sostenible.

En Estados Unidos, la deuda federal en poder del público aumentó, de 36 por ciento del PIB en 2007, a cerca del 70 por ciento en 2011. La Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO, por sus siglas en inglés) prevé que la deuda en poder del público supere el 150 por ciento del PIB en 2030.

En un contexto de globalización, el sistema financiero puede servir para atraer el interés de los inversionistas extranjeros; sin embargo, esto sólo es posible cuando la economía tiene un buen comportamiento en sus variables.

En este documento trataremos de responder las siguientes preguntas: ¿Cómo es que el sistema financiero refleja la situación económica en los países?, ¿De qué manera afectan los desequilibrios, como el del gobierno, al sistema financiero?

El documento se divide en un capítulo sobre la literatura económica, otro que trata el panorama general de desbalances, el contexto actual de la economía de México. Posteriormente, un capítulo en donde se analiza el sector externo; en otro, la política fiscal y como afectan el ahorro financiero y el financiamiento.

## II Literatura económica

La crisis global puso de manifiesto la debilidad de algunos países europeos, como los del grupo denominado PIGS (Portugal, Italia, Grecia y España). En estos países del viejo continente, la turbulencia global significó en diferente medida, un alto a la entrada de capitales y al financiamiento externo, como sucedió tantas veces en los países emergentes.

En estos casos es necesario conocer las causas que generan las crisis financieras y cómo los desbalances jugaron un papel determinante en ellas. Comenzaremos por hacer una revisión de la literatura económica sobre los desbalances globales y su impacto en la economía.

Allen, F. y Carletti, E. (2010) sugieren que el origen de las crisis puede atribuirse a las políticas de bajas tasas de interés, adoptadas por la Reserva Federal y otros bancos centrales, después del colapso de la burbuja bursátil de las empresas tecnológicas. Para los autores, esto generó un *boom* de crédito y un aumento significativo de precios, lo que finalmente produjo una burbuja en el mercado de la vivienda.

En conclusión, sugieren que mantener tasas de interés bajas por un tiempo prolongado, puede generar otros desequilibrios y llegar a promover la inestabilidad financiera, tal como sucedió.

Bernanke (2005) plantea que una salida del ahorro en los mercados emergentes, tanto en las economías de Asia como en los países exportadores de materias primas, fue la causa principal de la expansión del déficit externo de Estados Unidos a partir de la segunda parte de la década de 1990. De acuerdo con esta teoría, la llegada de este “exceso de ahorro global” llevó a un ajuste de precios de activos en todo el mundo.

Bernanke (2007) refina el argumento del párrafo anterior y plantea la hipótesis del “exceso de ahorro global”. Argumenta que los flujos de capital hacia Estados Unidos, desde países en los que el ahorro observado es muy superior a la inversión –mercados emergentes de Asia y exportadores de materias primas– fueron una razón importante para que EE.UU. pudiera sostener tasas de interés a largo plazo en niveles bajos e inferiores a lo esperado, durante la última década.

Para Rogoff y Obstfeld (2009), los desequilibrios mundiales y la crisis financiera están íntimamente conectadas. En su opinión, se originaron principalmente en la política económica expansiva que adoptaron varios países en la década del año 2000 (incluido Estados Unidos), y

en las distorsiones que influyeron en la transmisión de estas políticas a través de los mercados financieros globales.

Para Bini Smaghi (2008), los desequilibrios externos son a menudo un reflejo e incluso, un predictor de los desequilibrios internos. El autor argumenta que las políticas económicas no deben ignorar los desequilibrios externos.

Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) argumentan que las políticas externas vinculadas con la liquidez, tuvieron resultados adversos sobre las economías emergentes, aun cuando estas aplicaron políticas diferentes. La investigación de estos autores sugiere que el 50% de la variación en los flujos netos de capital en América Latina se debieron a la volatilidad de variables externas a la región. Como ejemplo mencionan la tasa de interés a corto plazo que fija la Fed en 1994: después que subió esa tasa de interés, México cayó en una profunda crisis.

# III Panorama general de los desbalances económicos

Los desequilibrios globales han sido uno de los aspectos más característicos del panorama económico mundial en la última década. Nos referimos en particular a los elevados déficits, externos y públicos, en varios países.

En la economía global, la suma de todos los déficits que se generan en un año debe ser igual a la suma de todos los superávits. La economía mundial, como un todo, no puede tener superávit ni déficit. Esta sencilla identidad será muy útil para interpretar el significado de los desbalances globales.

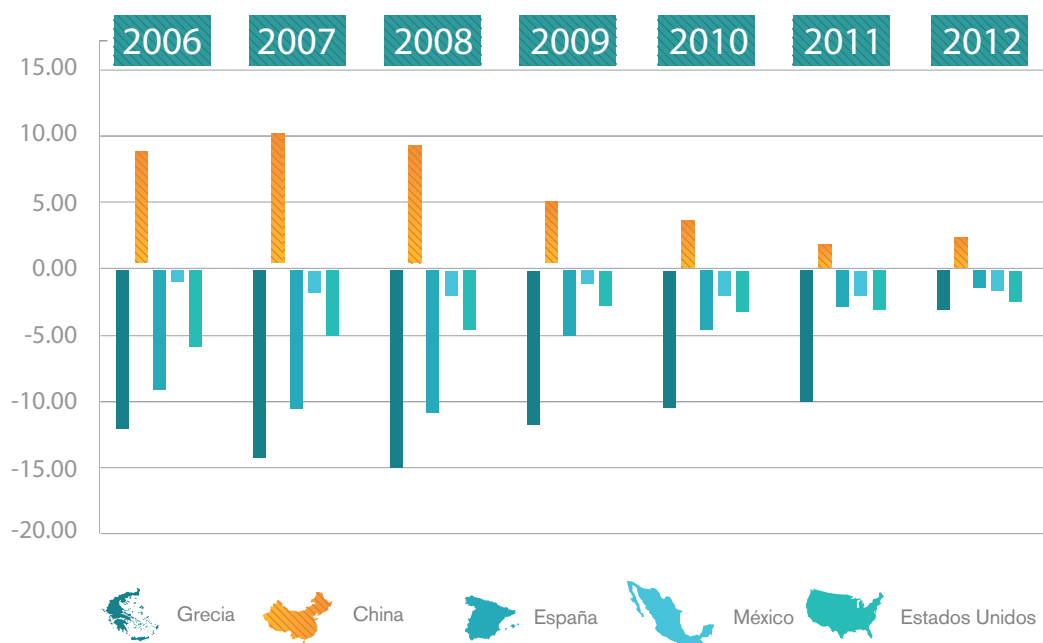
Un modo habitual para medir los desequilibrios es considerar los saldos de las balanzas por cuenta corriente de ciertos países, en valor absoluto, y expresar la suma en porcentaje del PIB mundial. Este indicador, que era relativamente reducido a mediados de 1990, aumentó de manera considerable hasta alcanzar un máximo del 6% del PIB mundial en 2006.

Entre los países con déficit, la principal contribución a los desequilibrios globales ha venido de Estados Unidos, un país que recientemente tuvo necesidades netas de financiamiento elevadas y persistentes, que llegaron a suponer el 6% de su PIB y más del 2% del PIB mundial en 2006. La principal contraparte ha sido el considerable superávit en cuenta corriente de China (el 10.6% de su PIB y 0.7% del PIB mundial) y, en menor medida, de otras economías emergentes de Asia.

El elevado superávit en cuenta corriente de China ha ido ganando importancia cuantitativa, frente a los superávits en cuenta corriente de otros países no exportadores de petróleo como Japón. Si consideramos países productores de materias primas podemos citar a los exportadores de petróleo; quienes cuentan con superávits importantes en cuenta corriente. Ejemplos incluyen a países del Golfo, Rusia y Noruega. Otras áreas geográficas (como América Latina o la zona del euro) han presentado, en conjunto, saldos por cuenta corriente relativamente equilibrados, aunque con divergencias importantes entre países.



Gráfica III.1 Déficits de cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial

La gráfica deja en claro que los desbalances comerciales se dan en: los países que importan más de lo que exportan. La consecuencia es que deben pedir prestado a los países que tienen superávit para financiar la diferencia entre ingresos y gastos con el exterior.

Existe una identidad que se refleja en la relación entre el déficit comercial y la evolución del endeudamiento con el exterior. Si un país genera déficits significativos de manera repetida acumulará mucha deuda, con lo que corre el riesgo de tener que pagar tasas más altas al aumentar el riesgo de no pago. Asimismo, si un país superavitario acepta de manera repetida la deuda de un mismo país deficitario, acumulará ese riesgo en su cartera.

En concreto, algunos autores como Bernanke argumentan que el exceso de ahorro sobre inversión en numerosas economías emergentes, dio origen a importantes flujos de capital que se dirigieron hacia las economías avanzadas, donde Estados Unidos fue el principal receptor de los mismos. Tales flujos contribuyeron a reducir las tasas de interés mundiales y a generar una fuerte expansión del crédito, lo que estimuló de manera considerable el consumo y la inversión de los países avanzados.

La estabilidad económica puede definirse como un entorno económico sin fluctuaciones excesivas ni una volatilidad importante de las variables macroeconómicas. Cuando la economía crece a un ritmo razonable, con una inflación baja y estable, se considera que es económicamente estable.

Podríamos decir que los desequilibrios mundiales llegaron a tener un “desequilibrio estable”. Este equilibrio persistió durante un tiempo, pero llegó un momento en el que la economía mundial se apartó mucho del equilibrio asociado a un crecimiento mundial vigoroso, una creación sostenible de empleos y solidez financiera.

Por otro lado, en las recesiones, la alta volatilidad en el valor de las divisas, los bruscos altibajos en los balances fiscales y la inflación inestable conducen a problemas de estabilidad financiera con signos de inestabilidad económica, lo que puede aumentar la incertidumbre y desalentar la inversión.

Por ejemplo, en 2007, los países de la periferia europea disfrutaban de un crecimiento estable, así como déficits fiscales elevados con primas de riesgo reducidas. Sin embargo, la crisis financiera global empujó a estas mismas economías a profundas recesiones, con lo que aumentaron sus déficits públicos y volúmenes de deuda pública, de tal forma que en 2010, estas economías comenzaron a sufrir episodios de crisis de deuda soberana muy severos.

El encarecimiento del financiamiento y el freno de los flujos de entrada de capital en las economías más dependientes del ahorro exterior, han obligado a que el gasto interno de cada país se ajuste para acomodarse a su capacidad de generación de ingreso. En ese escenario la carga derivada de los elevados niveles de endeudamiento alcanzados se vuelve una restricción. Esto ha provocado contracciones fuertes de la demanda interna, que han propiciado

un ajuste rápido del desequilibrio externo, pero que en ciertos países se traducen en niveles históricamente elevados de desempleo.

### III.1 El caso de Estados Unidos

Dunaway (2009) argumenta que la profundización de los desbalances globales durante la década del año 2000, tuvo su origen en una combinación de factores cuyos efectos se reforzaron mutuamente. En Estados Unidos, el ahorro nacional declinó como resultado del deterioro de la posición fiscal que pasó de superávit a déficit. También hubo una caída del ahorro privado, a medida que el consumo y la compra de vivienda fueron estimulados por las bajas tasas de interés y la mayor disponibilidad de financiamiento. El incremento de la demanda interna en Estados Unidos aumentó la tasa de crecimiento en ese país, lo que a su vez, estimuló la actividad económica en el resto del mundo, a través de una mayor demanda de exportaciones, y afectó los términos de intercambio.

Rajan, en su libro *Fault of Lines*, afirma que para el caso Americano, el gobierno trató de ayudar a las empresas al establecer bajas tasas de interés, con el objetivo de abaratar costos; sin embargo, esta aparente ventaja se pierde por las ineficiencias del sector bancario.

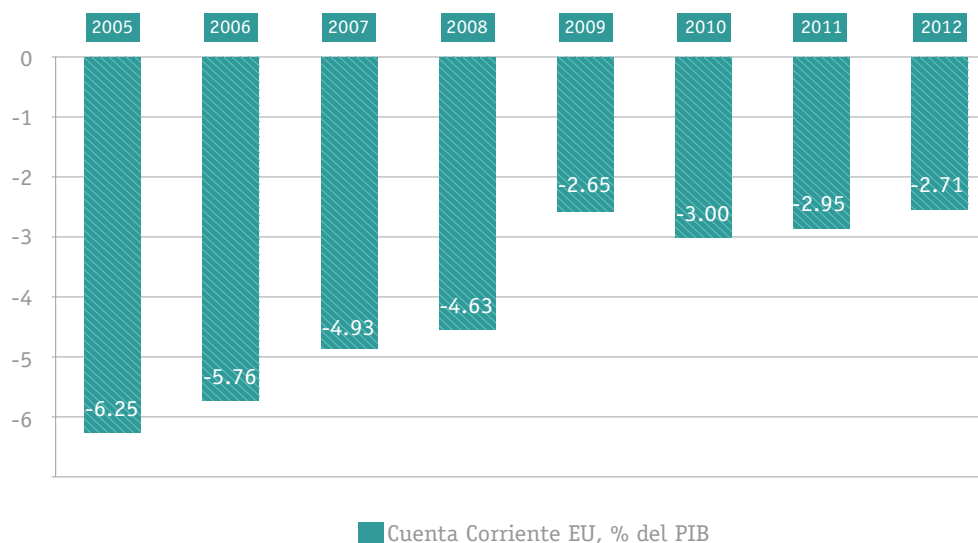
Según Rajan, cuando el gobierno asume el papel del sistema financiero al pedir préstamos, ofrecer transferencias y subvenciones a los grupos sociales políticamente preferentes, para que las familias puedan ampliar su gasto, se generan desequilibrios a través de un déficit financiado con deuda, para apoyar el consumo de un segmento de la población.

Rogoff y Obstfeld (2009) argumentan que el papel del déficit externo de Estados Unidos era permitir una importante estabilidad en las tasas de interés y los precios de los activos, consistentes con una inflación baja en apariencia, pero al mismo tiempo provocaron a la apreciación de vivienda, las prácticas laxas de préstamos hipotecarios, la expansión del crédito en general, además de los fuertes incentivos hacia el apalancamiento y el arbitraje regulatorio.

Desde el punto de vista de la cuenta capital, si el ahorro nacional resulta insuficiente, un país deberá pedir fondos de ahorro en el exterior para terminar de financiar la inversión doméstica. Los fondos ingresarán al país en la forma de préstamos o de inversión extranjera directa. Por supuesto, esos préstamos e inversiones se originarán en un país superavitario. Esto indica que una reducción importante de los desbalances implicaría, una reducción de los flujos netos de capital entre países, ya que existiría menos déficit para financiar.

Estados Unidos tuvo un déficit en cuenta corriente cercano al 6.25 por ciento de su PIB de 2005. Esto equivalía al 1.5 por ciento del PIB mundial. Para ayudar a financiarlo, Estados Unidos absorbió el 70 por ciento de todos los flujos globales de capital. Era evidente que un déficit tan grande es insostenible en el largo plazo.

Gráfica III.2 Cuenta corriente de EE.UU. (% del PIB)



Fuente: Datos del Fondo Monetario Internacional

Los desequilibrios globales sufrieron una importante corrección en 2008, pero se ampliaron ligeramente en 2010 y se espera que esa ampliación se limite en los próximos años, lo que pone de manifiesto que aún hay problemas por resolver.

La inestabilidad financiera provocada por los desequilibrios económicos puso en riesgo los balances de los intermediarios, en la medida que el sistema financiero ya no podía analizar a sus contrapartes de manera eficiente (Moenjak y cols., 2004).

Después de la crisis financiera se ha producido un cambio importante en la naturaleza de los desequilibrios por cuenta corriente de las economías avanzadas, tradicionalmente deficitarias y reflejaban la posición del sector privado. Ahora reflejan las elevadas necesidades financieras del sector público, más que las del sector privado. Este factor limitaría la capacidad de reducción de los desequilibrios globales, en contraste con las tendencias hacia su ampliación.

Por otra parte, en los países con superávit por cuenta corriente es preciso promover un modelo de crecimiento más orientado a la demanda interna. Este giro se ha observado en las economías emergentes tras la crisis —ante la debilidad de la demanda externa de los países avanzados, pero requiere llevar a cabo esfuerzos en el ámbito de las políticas macroeconómicas y estructurales para consolidarlo.

### III.2 El caso de la Unión Europea

La zona del euro se encuentra inmersa en un proceso de ajuste intenso, debido a los desequilibrios económicos y financieros que algunas de sus economías acumularon en la primera década de la moneda única. El estallido de la crisis financiera global sirvió de detonante para este proceso de ajuste.

El encarecimiento del financiamiento y el freno a la entrada de los flujos de capital en las economías más dependientes del ahorro exterior, han obligado a que el gasto interno de cada país se trate de acomodar a su capacidad de generación de ingreso. Además, tienen que hacer frente a las cargas derivadas de los elevados niveles de endeudamiento alcanzados. Esto ha dado lugar a ajustes de la demanda interna, los cuales han propiciado un ajuste del desequilibrio con el exterior. El costo se ha manifestado en niveles históricamente elevados de desempleo.

Gráfica III.3 Cuenta corriente de Grecia, Alemania y España (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial

Como conclusión, es interesante analizar la paradoja que viven Grecia y Alemania. Alemania es, de manera indirecta, responsable del profundo endeudamiento griego. Una de las razones para comprender este argumento es la búsqueda de elevados saldos positivos, por parte de Alemania, en su balanza comercial. El argumento de equilibrio general establece que esa conducta implica, forzosamente, fuertes saldos negativos para algunos de sus vecinos europeos. Hay mucha similitud con el caso de China y Estados Unidos.

### III.3 Las Economías Emergentes

Para el caso de las economías emergentes, si partimos del supuesto que muchas de ellas son países productores de materias primas, lo que encontramos es una mejora en los términos de intercambio que les llevaron a tener superávits en cuenta corriente.

En ese escenario, la situación de desequilibrio para los países emergentes fue favorable al mejorar su posición de ahorro con el extranjero. Además de que estos países se vieron favorecidos por un entorno externo muy favorable de la economía global.

Por lo mismo, cuando inició la crisis éstas economías se encontraban en una situación de solidez para enfrentarla.

En concreto para el caso de América Latina, que sus economías tuvieron crisis en los años noventas y pasaron por sus respectivos procesos de saneamiento, nos encontramos con una situación de gran solidez para enfrentar el entorno adverso de la crisis global.

En resumen, es interesante analizar como la situación de los emergentes contrasta con la de los países industrializados.

## IV Contexto actual de la economía de México

En el caso de México, el consenso en nuestro país es que nos distinguimos en el mundo como una economía con fundamentos macroeconómicos sólidos y que tiene el firme compromiso de mantener la estabilidad.

Además, se afirma que nuestro manejo macroeconómico, como país, nos genera ventajas comparativas respecto a otros mercados emergentes. El argumento es que esto ha permitido atraer inversiones productivas para que todos los mexicanos cuenten con mejores oportunidades de desarrollo y con empleos bien remunerados.

En los medios de comunicación, con frecuencia se hace mención sobre la posición envidiable en la que se encuentra la economía mexicana, como resultado de la responsabilidad y disciplina de su política fiscal, así como por una política monetaria enfocada al control de la inflación.

Sin embargo, algunos críticos argumentan que la estabilidad macroeconómica que se ha logrado en México es incompleta, porque no se ha manifestado en beneficios para el sector real de la economía.

A continuación se presentan gráficas con el comportamiento de algunas variables que muestran la estabilidad de nuestra economía.

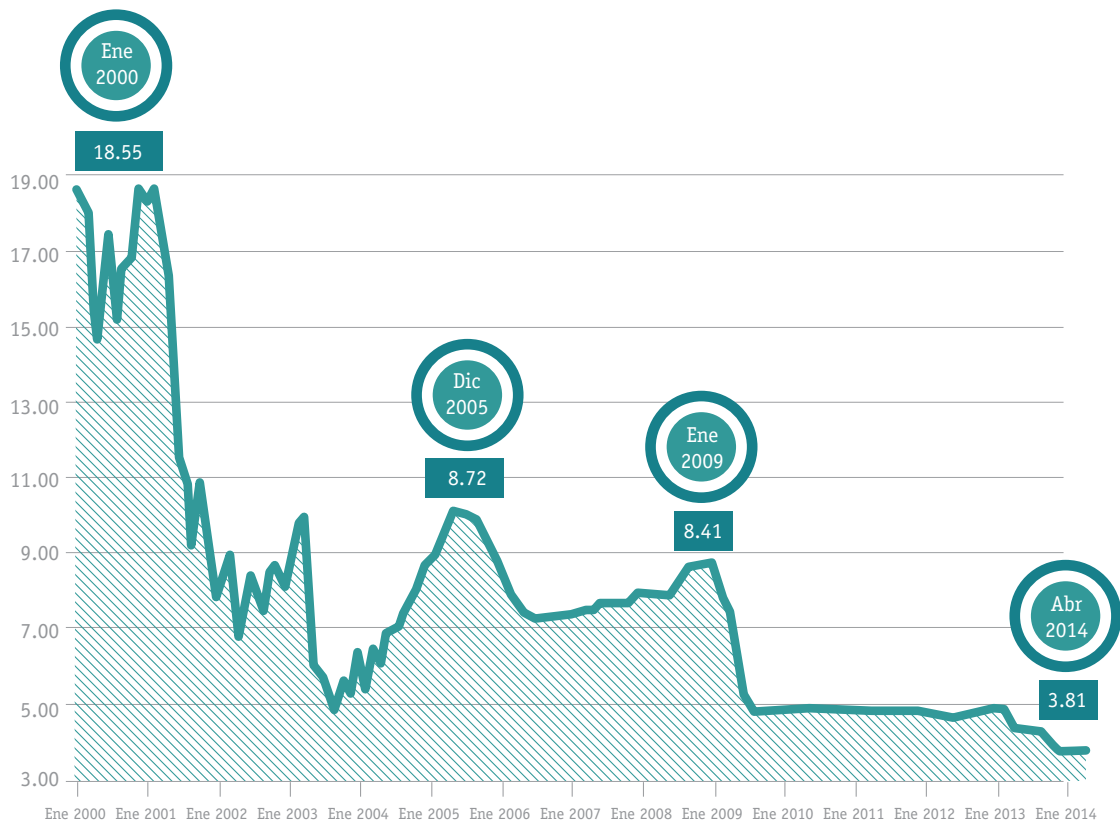
### IV.1 Tasas de interés

Una de las variables que más se utiliza es el nivel de la tasa de interés. Este indicador se ha mantenido estable y en niveles históricamente bajos.

En México, durante la última década, y a pesar de la crisis financiera de 2008, las tasas de interés han tenido una tendencia a la baja. A partir de 2005 alcanzaron niveles históricamente bajos.



Gráfica IV.1 CETES  
(28 días)



Fuente: Datos del Banco de México

## IV.2 Inflación

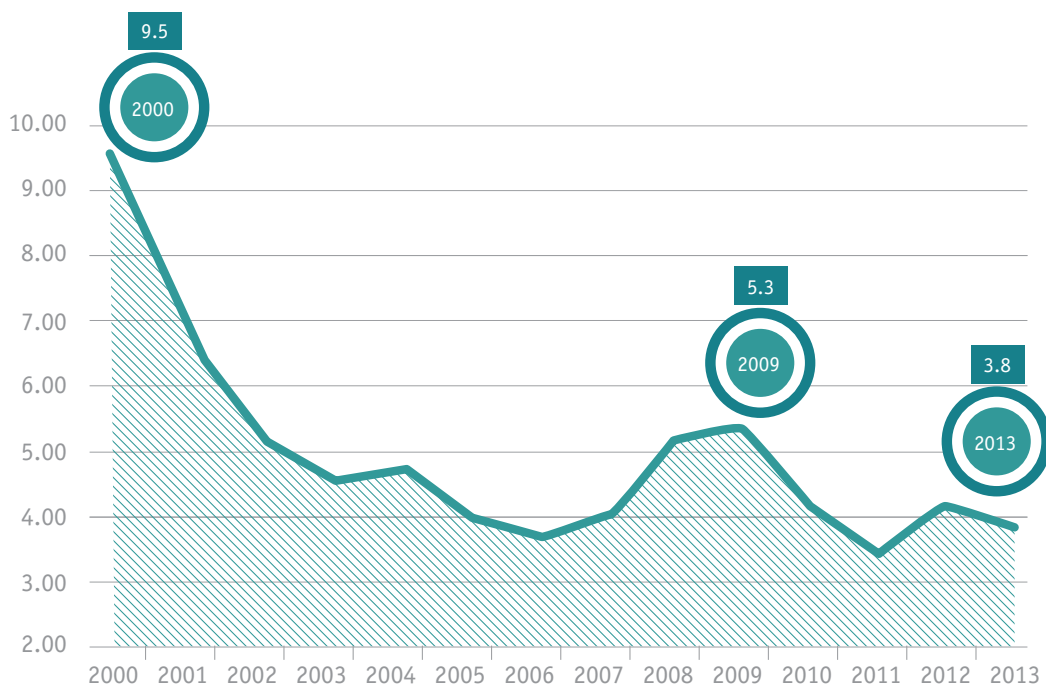
En México, uno de los principales objetivos de la política económica es el control de la inflación. Uno de los argumentos tiene que ver con los múltiples efectos negativos que ésta tiene sobre la población.

Una inflación elevada disminuye el ahorro y las inversiones productivas; afecta el empleo y también, desalienta el desarrollo de instrumentos financieros de mediano y largo plazo.

La autonomía del Banco de México ha favorecido la estabilidad de precios que se ha logrado en los últimos años en nuestra economía. El control de la inflación explica, por ejemplo, las menores tasas de interés, una relativa estabilidad cambiaria y el menor ritmo de deterioro del salario real de los trabajadores, entre otros.

La gráfica muestra cómo llevamos doce años con niveles de inflación menores al 6%.

Gráfica IV.2 Inflación (%)

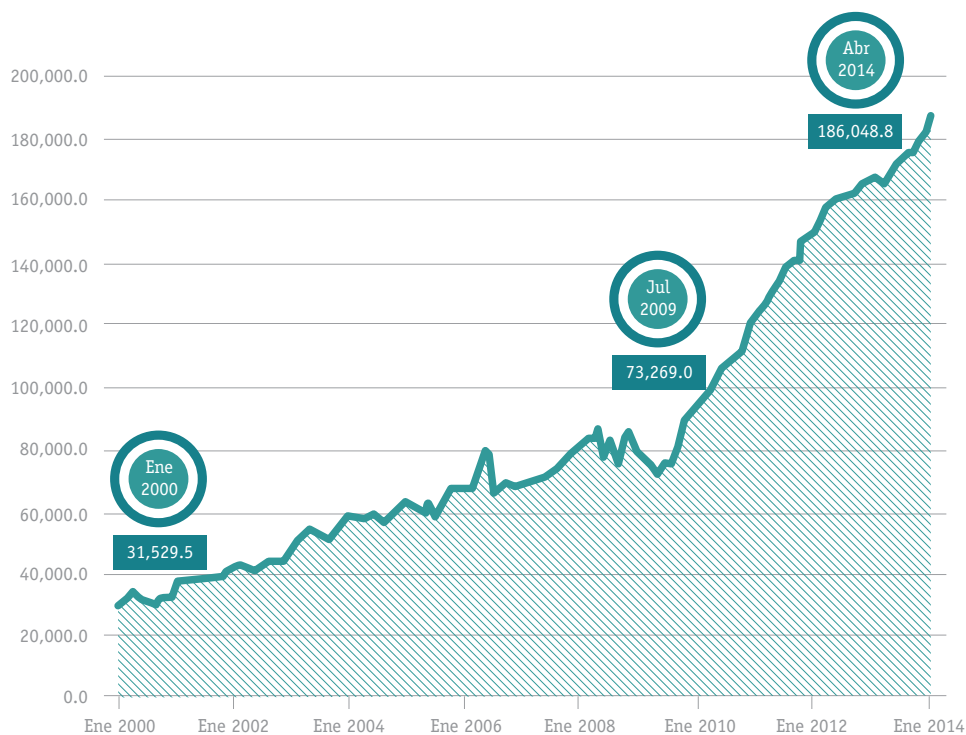


Fuente: Datos del Banco de México

### IV.3 Reservas internacionales

Las reservas internacionales son una variable cuyo monto es un indicador de la capacidad de manejo financiero de liquidez de los países. También es una cifra que da confianza a los participantes del mercado de que existen los recursos en el país para hacer frente a sus obligaciones con el exterior. En los últimos 14 años, el nivel de reservas se ha multiplicado por seis.

Gráfica IV.3 Reservas internacionales  
(Millones de dólares)



Fuente: Datos del Banco de México

En resumen, el comportamiento de las tres variables así como de otras más que no incluimos, es a lo que se refieren los diferentes participantes y analistas cuando comentan el buen manejo macroeconómico del país.

## IV.4 Un dato duro sobre la forma de ver a la economía mexicana

En esta sección buscaremos poner en contexto el desempeño macro de la economía de México. Los datos que utilizaremos son los del “Informe de competitividad global 2013 - 2014” elaborado por el Foro Económico Mundial. En concreto, presentamos datos relativos al pilar de “Entorno Macroeconómico”.

México está situado en la posición 49 entre 148 economías. El país está por debajo de Chile (posición 17), Perú (posición 20), Colombia (posición 33) e incluso, Ecuador (posición 44). Lo delicado es que, mientras esos países han mejorado su posición en el escenario internacional en los últimos años, México ha perdido lugares.

Cuadro IV.1 México frente a la competitividad. Posición entre 148 países

Variable	Lugar
Entorno Macroeconómico	49
1. Deuda del gobierno / PIB	77
2. Saldo presupuestario (% del PIB)	93
3. Ahorro nacional (% del PIB)	51
4. Inflación	77
5. Crédito	36
6. Impuesto sobre las ganancias	119
7. Efecto de los impuestos sobre la inversión	87
8. Solidez de los bancos	30

Fuente: Informe de competitividad global 2013 - 2014

De las variables que se utilizan para medir el Entorno Macroeconómico, México se encuentra en desventaja frente a los países de la región, en lo relativo a equilibrio presupuestario, inflación, deuda gubernamental e impuestos.

Por ejemplo, respecto a la deuda del gobierno como proporción del PIB México se ubica en el lugar 77, mientras que Chile y Perú están en el primer quintil de los países mejor evaluados, seguidos de Colombia, que está en el lugar 45. Cabe mencionar que entre México y Chile, existe una diferencia de 66 lugares en esta variable.

Resulta evidente que, si nos comparamos con los países “emproblemados” por su deuda pública (Grecia, Italia, España, entre otros), la posición de México es mejor. Al argumentar sobre nuestra situación de deuda, la conclusión es muy sensible a los países con los que nos comparemos.

Si bien la situación macro de México es buena, al ponerla en contexto no somos el ejemplo de manejo económico para el mundo. Si además, se considera que el gobierno actual ha aumentado de manera importante el monto de la deuda del sector público, tanto interna como externa, a mediano plazo puede provocar una peor percepción sobre México. La tendencia no parece que será favorable.

## V Sector externo

Existe evidencia de que la economía mexicana ha experimentado transformaciones profundas que han modificado cualitativamente su estructura y funcionamiento en materia de comercio exterior.

México es una de las economías más abiertas del mundo. Actualmente, tenemos 12 tratados comerciales que brindan acceso privilegiado a los productos mexicanos a 44 países del mundo. Este año se celebran 20 años del TLCAN. Hay muchos datos sobre el crecimiento del sector exportador mexicano. Un dato relevante es que México ya no depende del petróleo. Se ha modificado la estructura de las exportaciones para que sean las preponderantes las manufactureras.

En cuanto a lo financiero, los datos muestran que México depende cada vez más del financiamiento externo. La abundancia de recursos del exterior ha traído beneficios, pero también puede generar riesgos.

El monto alcanzado de endeudamiento del gobierno y de las empresas con el exterior es importante. No deja de llamar la atención la velocidad con que se ha dado dicho proceso, al mismo tiempo ha aumentado la dependencia de recursos más volátiles. Esto se analizará en la sección VII.

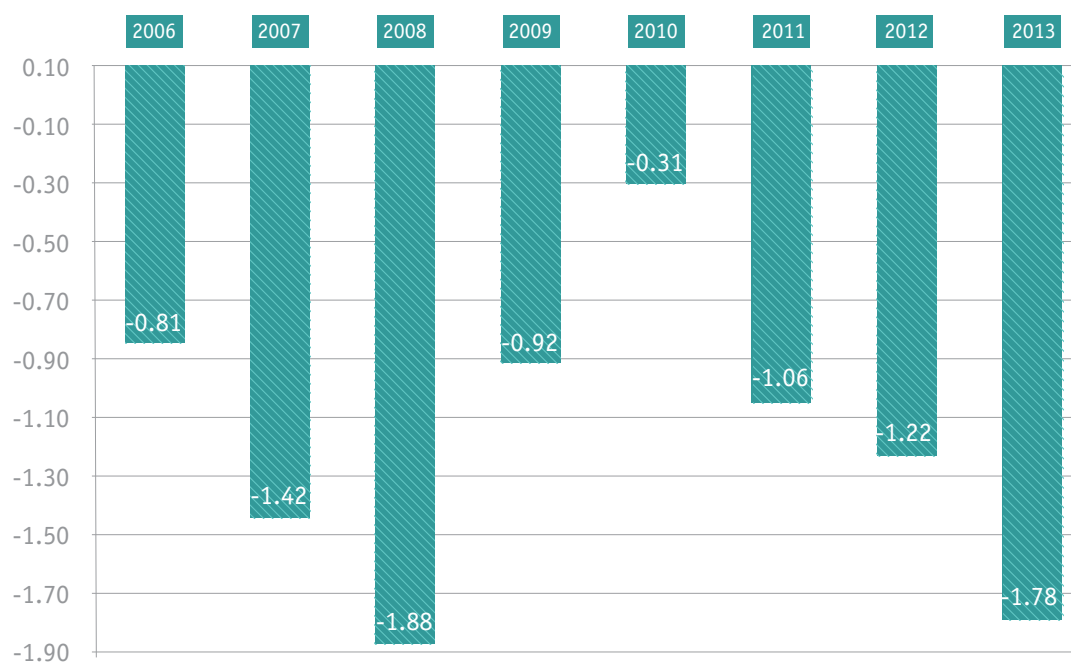
### V. 1 Cuenta corriente de México

La cuenta corriente es la parte de la balanza de pagos en la que se registran las operaciones de intercambio de bienes, servicios y transferencias que hace cada país con el exterior.

Durante 2013, las exportaciones registraron una desaceleración respecto a lo observado en 2012 y las importaciones también moderaron su ritmo de expansión a lo largo del año.

Esto llevó a que la balanza comercial, durante el año, mostrara un déficit moderado, lo que, a su vez, contribuyó a que el déficit de la cuenta corriente se mantuviera en niveles plenamente financiados por los recursos que ingresaron a través de la cuenta de capitales. Durante los últimos ocho años, el déficit en cuenta corriente ha sido consistentemente menor al 2% del PIB.

Gráfica V.1 Cuenta corriente (% del PIB)

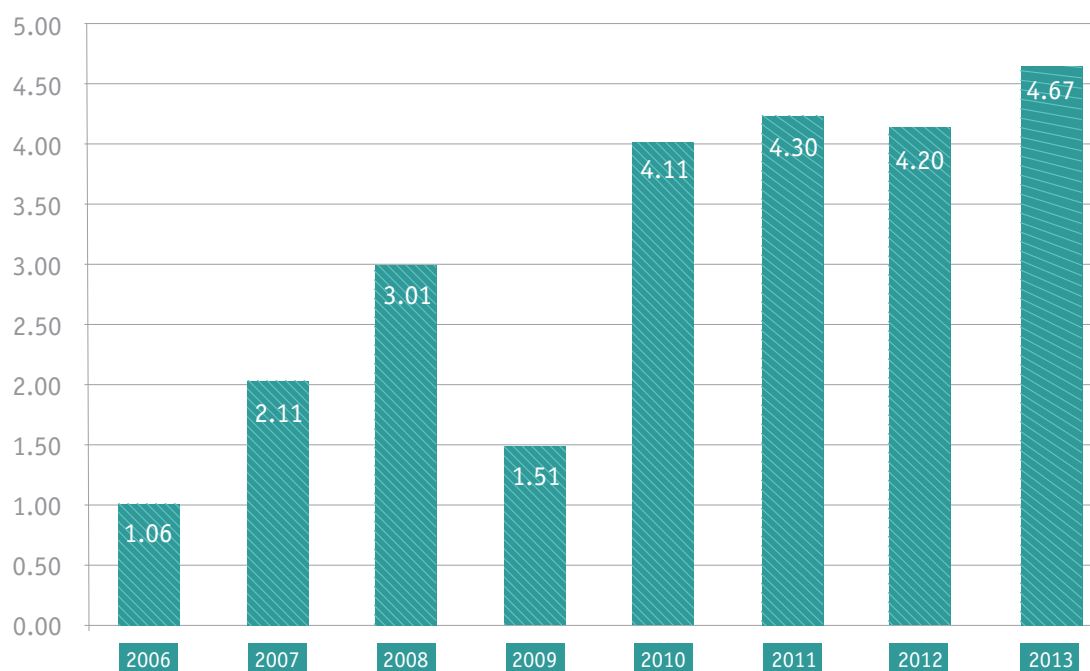


Fuente: Datos del Banco de México

## V.2 Cuenta de capitales

La cuenta de capitales de la balanza de pagos muestra la inversión y el financiamiento del sector externo hacia México. Los últimos ocho años han sido favorables y, a partir de 2010, ha sido consistentemente superior al 4% del PIB. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos ha sido mas que autofinanciable, con recursos provenientes de la cuenta de capital.

Gráfica V.2 Cuenta financiera (% del PIB)



Fuente: Datos del Banco de México

Si bien, los flujos de capitales a las economías emergentes, en general mostraron una elevada volatilidad durante 2013, México continuó captando un monto importante de recursos del exterior, dirigidos principalmente a la adquisición de instrumentos financieros.

Lo anterior es reflejo, en buena medida, de la percepción de la estabilidad macroeconómica, y de la perspectiva favorable que tienen los inversionistas ante los avances en el proceso de las reformas estructurales que se han llevado a cabo en el país.



Sin embargo, es muy relevante entender como país las características de estos flujos de financiamiento y su destino. En cuanto al destino es importante entender si se destina a la inversión o al consumo. En cuanto a la característica, es entender si es Inversión Extranjera Directa o capital especulativo. Pareciera que la mezcla no es la ideal para nuestro caso.

## VI Política fiscal

En lo que se refiere a limitar de forma preventiva los desequilibrios externos, la política fiscal puede operar a través de varios mecanismos. En el modelo intertemporal estándar de la cuenta corriente, una disminución temporal en el gasto público mejora esta variable. Esto se da porque los hogares no generan un aumento uno a uno del gasto privado, en respuesta a una disminución temporal en el gasto público (Obstfeld y Rogoff, 1996). Es decir, la disminución temporal en el consumo del gobierno reduce en términos netos la demanda interna.

Blanchard (2007) muestra cómo la dinámica del gasto gubernamental en bienes no comerciables y comerciables, puede ser óptimamente manejada para limitar las distorsiones inducidas por los desequilibrios en cuenta corriente. Sin embargo, un mensaje importante de su análisis es que la intervención fiscal puede no alterar la escala de las cuentas corrientes. Por ejemplo, si hay un aumento temporal en el consumo interno, la rigidez de precios y salarios puede llevar a un aumento excesivo en el empleo, en el sector no comerciable: esto puede ser compensado por una reducción en el gasto gubernamental en bienes no comerciables, aunque esta intervención no tenga impacto en el déficit en cuenta corriente.

Si bien la literatura nos muestra que hay relación entre ambas variables, el objetivo de esta sección es evaluar de manera aislada a la política fiscal.

### VI.1 Gasto y desequilibrio fiscal en México

Una de las mayores preocupaciones de cualquier economía es que haya un fuerte crecimiento del gasto público, muy superior al crecimiento económico y financiado con deuda por el incremento en el déficit.

En los últimos 12 años, en México se ha incrementado el gasto público de manera consistente. El problema es la forma en que se ejerce el gasto porque existen limitantes técnicas, operativas y funcionales, que han impedido que este tenga un efecto en el crecimiento.

Actualmente, el déficit público real en México debe considerar la inversión física de Petróleos

Mexicanos, que ha estado en un rango de alrededor del 2.5% del PIB. El ajuste anterior es porque la inversión de Pemex, legal y contablemente, está fuera del presupuesto.

En noviembre de 2013, México registró un aumento interanual del 6.5% en su déficit fiscal. El déficit fiscal de México fue de 44,816 millones de pesos, frente a los 40,627 millones de pesos del mismo mes del año anterior. Los ingresos totales cayeron un 11.9%, en tanto que el gasto programable se contrajo un 7.9% en ese mes. Entre enero y noviembre de 2013, las finanzas públicas de México acumularon un déficit de 262,900 millones de pesos.

El déficit presupuestado para 2014 adicional al de Pemex de 1.5%, implica que el déficit total alcanzara su nivel más alto desde 1989. La reforma fiscal no explicó la manera en que el gobierno ejercerá el gasto público para fomentar el crecimiento económico. En la actualidad hay indicios de un riesgo de caer en una trayectoria de deuda creciente, si no se maneja el déficit de manera correcta.

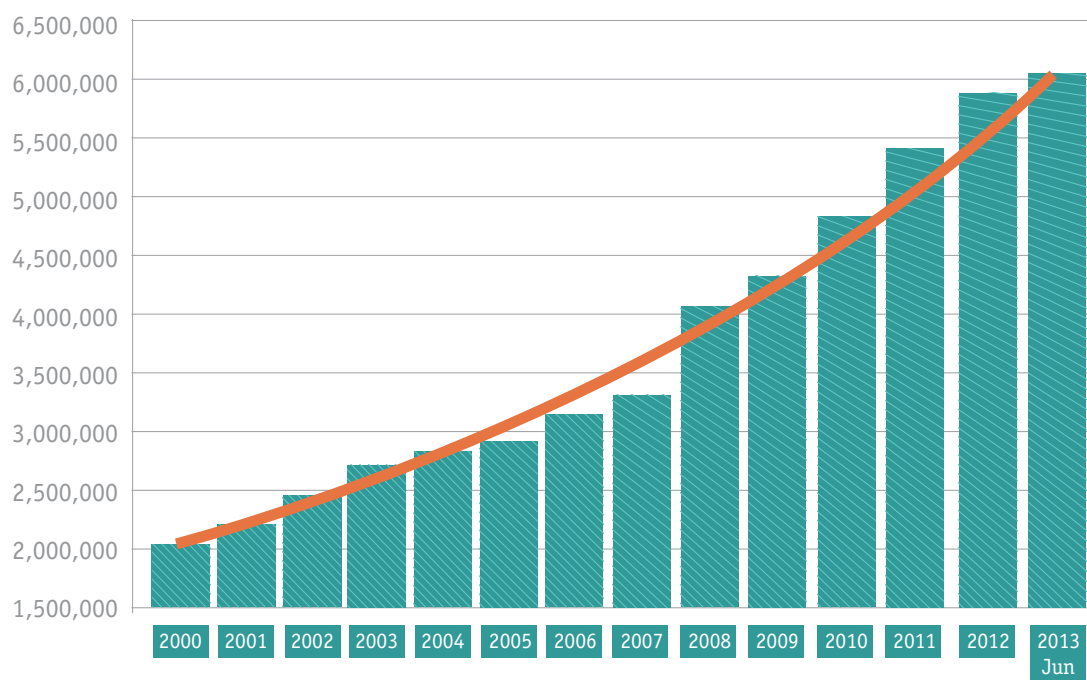
Durante la década de 1970 México tuvo malas experiencias en el manejo del déficit fiscal, derivadas de una fuerte expansión del gasto público y de una débil política de ingresos. Lo anterior, obligó a recurrir al endeudamiento y a la emisión monetaria. Además, generó un déficit en cuenta corriente que puso a la economía mexicana en una situación de vulnerabilidad.

Las fuentes de financiamiento del déficit son, básicamente, tres: la emisión de dinero, el ahorro interno y el ahorro externo. Por la independencia del Banco de México, la primera opción no es factible con el arreglo institucional actual. Los efectos del déficit fiscal en la tasa de interés dependen, en buena medida, de la fuente que se utilice para financiarlo, o bien, de la forma en que se combinen las fuentes interna y externa.

El déficit público es, en términos simples, el faltante de recursos de caja que arrojan las operaciones de todo el sector público federal de México, en un periodo determinado. El concepto mas amplio de déficit es el que se le denomina “Requerimientos financieros del sector público” (RFSP).

En la gráfica siguiente se muestra la información de la evolución de esta variable, de 2000 a 2013. En el cuadro se muestra el endeudamiento neto total del sector público como % del PIB.

Gráfica VI.1 Requerimientos financieros del sector público (RFSP)  
(Millones de pesos)



Fuente: Estadísticas oportunas de finanzas públicas y deuda pública, SHCP

Cuadro VI.1 Deuda neta total del sector público, sin tomar en cuenta al sector paraestatal

Año	RFSP (% del PIB)
2000	22.50%
2003	24.70%
2006	21.40%
2009	32.50%
2012	34%
2014*	39.70%

\*Marzo

Fuente: Datos de la SHCP

El endeudamiento se ha convertido en un medio para financiar el gasto del gobierno. Lo que muestran los datos es la constante colocación de bonos gubernamentales en los mercados, tanto nacionales como extranjeros.

Existe el argumento de que un aumento de deuda por parte del gobierno tiende a aumentar la cantidad total de los ahorros de la economía destinados a la compra de deuda pública. La implicación es que esos recursos no estarán disponibles para financiar la inversión privada. El resultado sería una menor acumulación de capital en la economía y un menor crecimiento en el largo plazo.

En el contexto actual de una evolución no favorable de ingresos petroleros con baja recaudación fiscal en el país, proponer mayor endeudamiento implica poner en riesgo la sostenibilidad futura de las finanzas públicas.

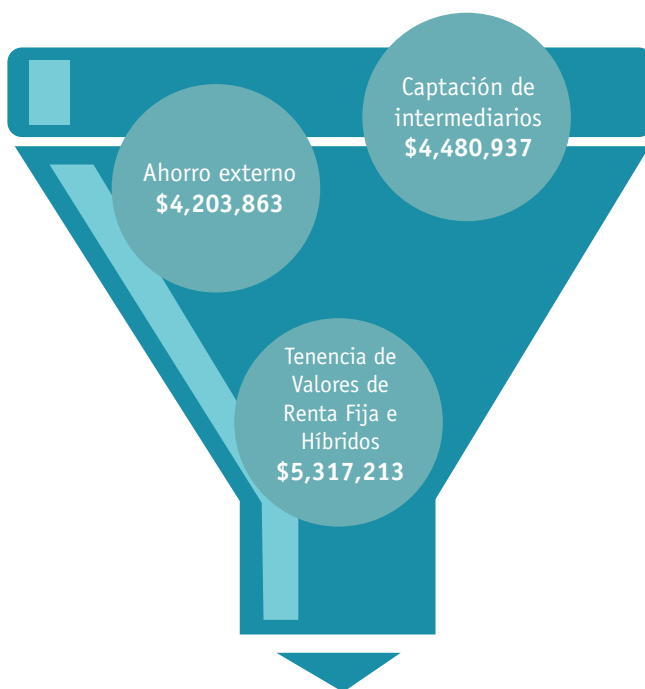
## VII Lo que nos indican las bases de ahorro y financiamiento

La disponibilidad de ahorro externo permite a los sectores internos una mayor disponibilidad de fondos prestables, para destinarlos tanto a consumo como a inversión, ya sea privada o pública.

Si se toma en cuenta que el balance de los sectores internos se complementa necesariamente con el balance externo, un aumento en el ahorro externo es reflejo de un déficit de los sectores en actividades como la comercial tal y como se presentó anteriormente.

A continuación se presenta la estructura del ahorro total de México.

Cuadro VII.1 Ahorro total a septiembre de 2013.  
(Millones de pesos corrientes)



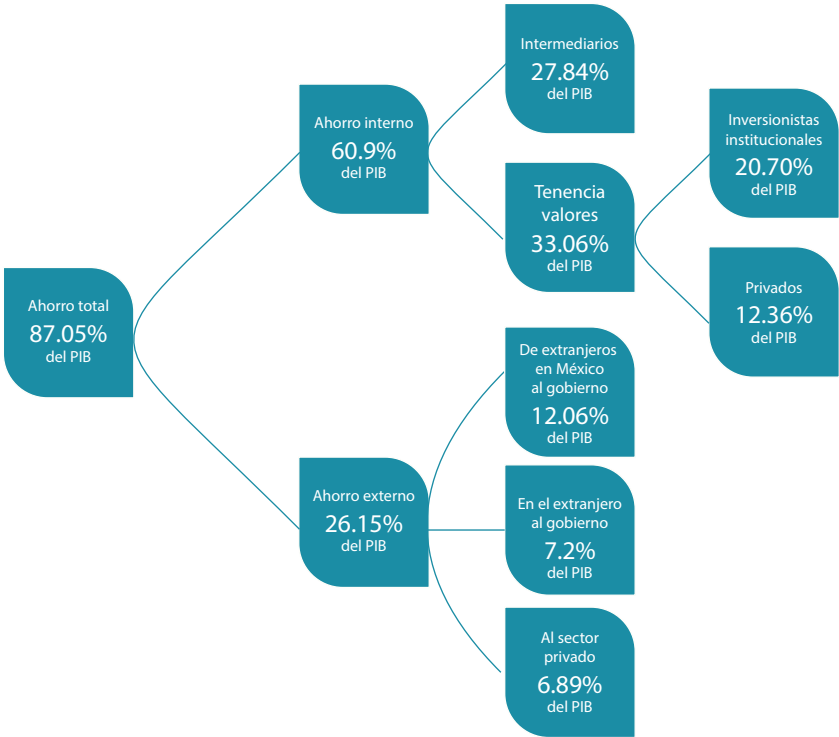
**Ahorro Total \$14,002,014**

Fuente: Datos de la CNBV

En México se tiene una relación donde el ahorro externo y el ahorro interno se complementan. Inclusive, el financiamiento externo se traduce, en última instancia, en mayor consumo del sector privado o público.

El ahorro total en México representa un 87.05% del PIB. El ahorro interno representa un 60.9% del PIB y el ahorro externo, un 26.15% del PIB.

Cuadro VII.2 Ahorro total en México a septiembre de 2013.  
(% del PIB)



Fuente: Datos de la CNBV

El aumento en el ahorro externo corresponde, en parte, al superávit de la cuenta de capitales de la balanza de pagos; esto es, a recursos que extranjeros destinan a México. Esto se ha dado como un reflejo del desempeño favorable de la economía mexicana en los últimos años una entrada de capitales superior al déficit en cuenta corriente. Sin embargo, hemos de reconocer que México se ha visto favorecido por el entorno de liquidez global, en combinación con diferenciales de las tasas de interés entre Estados Unidos y México.

Es importante asegurar que el ahorro interno alcance un nivel adecuado, dado que el ahorro externo puede ser volátil y representar un alto riesgo que obligue a hacer ajustes macroeconómicos costosos.

Se presume que un mayor ahorro privado tiende a asociarse con una mayor inversión que a su vez, aumenta el crecimiento económico a largo plazo. Lo anterior, no necesariamente se cumple en algunos países, ya que depende de a qué se destine a financiar el ahorro interno.

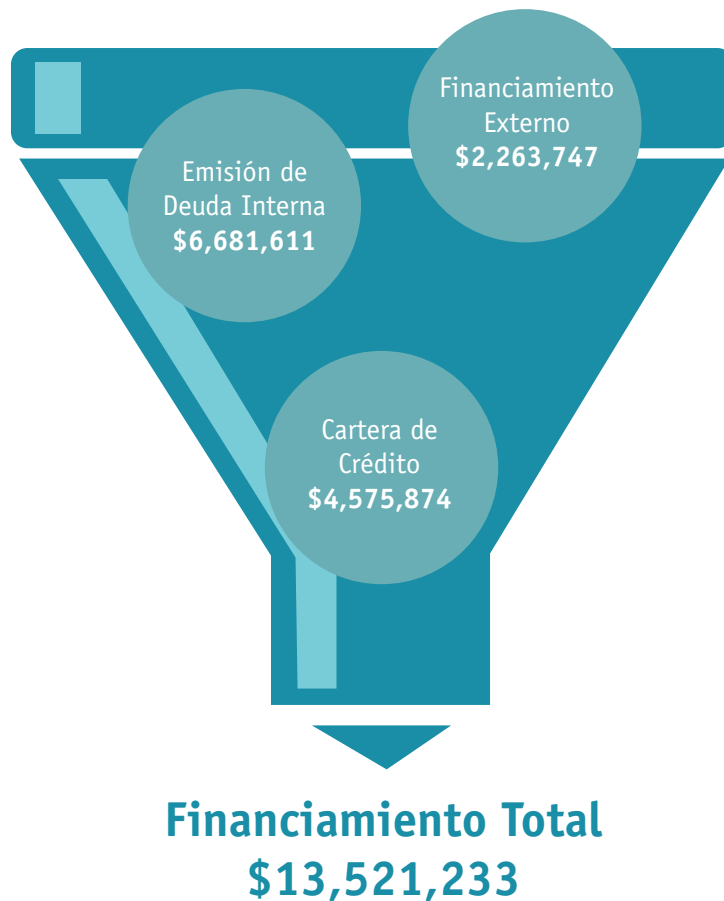
Estudios recientes revelan que en algunos países hubo un exceso de ahorro que era superior a su nivel de inversión óptimo (Bernanke, 2005). Más bien, la causalidad podría ser en la dirección opuesta; es decir, con el nivel de inversión deseado determinar la cantidad de ahorro privado. Pero este es un caso teórico que se aparta de lo que ha ocurrido en México.



El ahorro es el saldo de los activos financieros y de los valores en manos de personas, tanto físicas como morales (residentes y no residentes), que son intermediados a través de entidades del sistema financiero, para ser canalizados, en forma de financiamiento al sector privado y al sector público en México.

En la siguiente gráfica se presenta la estructura del financiamiento de México.

Cuadro VII.3 Financiamiento total a septiembre de 2013.  
(Millones de pesos corrientes)



Fuente: Datos de la CNBV

El objetivo principal del mercado de financiamiento es canalizar recursos a aquellas ramas de la actividad económica que tienen déficit de recursos. Por ello, el dinero es utilizado por los sectores o las empresas que requieren recursos monetarios, para crear o impulsar alguna actividad productiva.

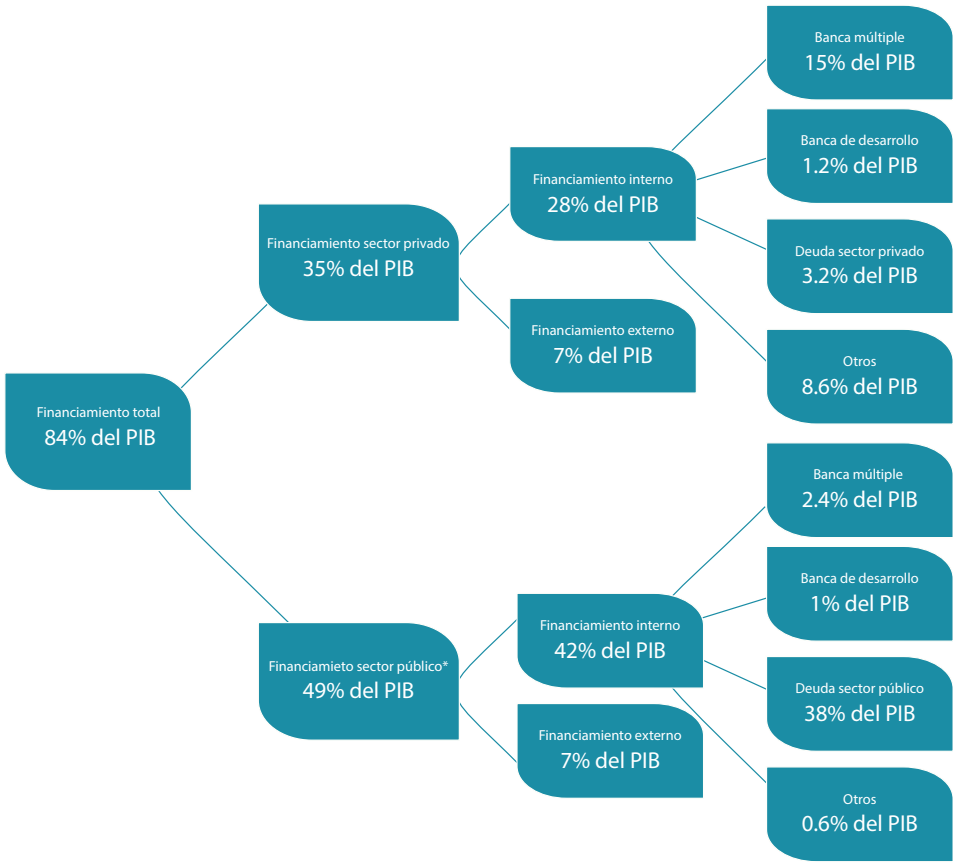
En el cuadro VII.3, la cifra del financiamiento total que tiene la economía de México es de \$13,521,233 millones de pesos. Sin embargo, \$6,681,611 millones de pesos de ello corresponden a la emisión de deuda interna por parte del gobierno federal. La deuda contratada en el mercado interno, por el sector público, está representada por la emisión de Certificados de la Tesorería de la Federación y muchos otros instrumentos.

Otro componente importante es la cartera de crédito que financia al sector privado, la cual asciende a \$4,575,874 millones de pesos. De este importe, la mayor participación es para financiar la actividad productiva. El resto es para financiar a las familias en la necesidad de su vivienda y crédito al consumo.

El otro componente incluye el financiamiento externo que se da a la economía mexicana, y considera tanto al sector público como al privado.

Los datos son contundentes al mostrar en la gráfica de la página siguiente que el principal demandante de recursos financieros en México es el gobierno federal.

Cuadro VII.4 Financiamiento total en México  
(% del PIB)



Fuente: Creación propia con datos de la CNBV

En el cuadro VII.4, el financiamiento al sector público representa el 49% del PIB y de éste, 42 puntos corresponden a la deuda interna y sólo 7 puntos porcentuales a la externa. Cabe señalar que el componente de deuda interna incluye a la deuda interna emitida en el mercado de deuda local y que es propiedad de extranjeros, lo que lleva a un dato mayor de financiamiento externo.

Estas cifras, las debemos poner en el contexto de la coyuntura actual. En México se tendrá una tendencia a aumentar el nivel de endeudamiento público para 2014. La cifra que México debe utilizar para hacer comparaciones es el déficit presupuestario adicionado de la inversión de Pemex y demás conceptos incorporados en los requerimientos financieros del sector público (RFSP), como Pidiregas (Proyectos de inversión de impacto diferido) y otras obligaciones arrojan una necesidad de financiamiento que llegará a un nivel de 4.1% del PIB para 2014.

En el corto plazo no se vislumbra la forma ni la intención de reducir este desbalance. La problemática es que podría volverse más escaso el crédito disponible en el mercado financiero, para el sector privado.

El 4.1%, como requerimientos financieros del sector público, es mayor que el 2.2% de déficit promedio que tendrán en 2014 las economías emergentes, o el 1.8% que tendrán en promedio, los países de Latinoamérica. También es más alto que el 1.7% de Brasil o el 1.8% de China, o mayor que el 3.0% del PIB que será el promedio de déficit del mundo, según estima el FMI para 2014. Está por debajo del 4.2% de Sudáfrica, el 5.4% de Estados Unidos, el 6.9% de España, el 7.0% de Japón o el 8.4% de desbalance de India para el próximo año, según cifras del Monitor Fiscal del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Si el déficit fiscal no se reduce como porcentaje del PIB a partir de 2015, ya sea porque no crezca la economía al ritmo esperado o por la dificultad administrativa de controlar el gasto (por ejemplo la rigidez para eliminar nuevos programas sociales), la economía transitaría hacia una situación de endeudamiento elevado.

Es importante señalar en el cuadro VII.3, que la banca múltiple es la que da la mayor parte del financiamiento al sector privado, ya representa el 15% del PIB. Sin embargo, como se describe en este documento, el sector público es el que absorbe la mayor parte de este financiamiento y, al quedarse con estos recursos, limita la capacidad disponible de financiamiento para el sector privado.

# VIII Conclusiones

En este documento estudiamos el tema de los desequilibrios económicos y su impacto en el sistema financiero. El documento que explica como los desequilibrios externos y del sector público pueden afectar la estabilidad financiera.

Los desequilibrios globales se han entrelazado a través de un modelo de crecimiento que a la larga, era insostenible. Este modelo implicaba riesgos de inestabilidad global que podían ser de naturaleza sistémica.

Presentamos evidencia de que, subyacente a la crisis financiera, hay temas estructurales en las economías. El ejemplo más claro son los superávits de los países emergentes y el “déficit gemelo” fiscal y comercial (*twin deficit*) estadounidense.

En realidad, más allá de las explicaciones convencionales centradas en la crisis hipotecaria, los desequilibrios globales deben ser contemplados como una de las causas subyacentes de la crisis. Algo similar encontramos al analizar la situación de Grecia. Al final, los desequilibrios del estado terminaron por gestar la crisis financiera en ese país.

Pasando a la evaluación del caso mexicano a nivel macroeconómico, muchas veces se menciona que la situación en México es de las mejores del mundo. Los datos muestran que:

- a) Los indicadores de tasas de interés, inflación, reservas internacionales y flexibilidad en el tipo de cambio son buenos.
- b) Pero no son tan buenos, en cuanto al déficit fiscal y el endeudamiento público. Al compararnos con otros países de la región, tenemos peores indicadores que ellos.

Para México, el más importante de los desequilibrios es la tendencia de tener un mayor nivel de déficit de gobierno que lleva a mayor endeudamiento público.

Por su parte, el saldo de la cuenta de capitales en los últimos años, ha tenido un superávit muy alto, en niveles de 4 puntos del PIB. Esta es la explicación de porque el financiamiento externo ha tenido un crecimiento relevante los últimos años. Hoy, la preocupación es la

estabilidad del financiamiento externo y en la deuda pública, más que el nivel, la acelerada velocidad de su crecimiento.

Es importante comentar que, si bien México no tiene los problemas de endeudamiento que tienen Estados Unidos y los países de la Unión Europea, el ritmo al que ha aumentado la deuda es acelerado y, por lo tanto, se debe moderar su crecimiento.

El proceso anterior se ha visto favorecido por la gran disponibilidad de financiamiento externo. Mas no debemos olvidar la necesidad de expandir las fuentes internas de recursos para disminuir la vulnerabilidad a aquellas que se pueden tornar volátiles.

Es interesante cómo los datos sobre la economía de México cuentan una historia a nivel macro en la que se muestra la presencia de ciertos desequilibrios. Sobre los desequilibrios hay que entender si existe un margen de maniobra para la economía mexicana. Se deben evaluar los riesgos por el crecimiento de la deuda pública, estudiar el bajo impacto del gasto público en el crecimiento económico y el posible desplazamiento del crédito al sector privado. La duda es hasta que nivel la deuda de gobierno es sostenible.

La historia a nivel macro descrita en el párrafo anterior tiene una contraparte a nivel micro en el sector financiero. El documento presentó en la sección VII este análisis de manera muy general. Los datos muestran que el monto del ahorro y del financiamiento se ubica en niveles ligeramente superiores al 80% del PIB. Al analizar la composición agregada de ambas variables, queda claro que el mayor consumidor de recursos financieros es el gobierno federal.

También se puede apreciar, en general, de dónde vienen y a través de quién se canalizan los recursos. En un siguiente documento buscaremos presentar a detalle, cómo se da la intermediación del ahorro y financiamiento en México. Este documento se limita a dar un panorama general.

## Referencias

**Allen Franklin y Babus A, Carletti E. (2010).** "Financial Connections and Systemic Risk," NBER Chapters, en: Market Institutions and Financial Market Risk, National Bureau of Economic Research, Inc.

**Bernanke, B. (2005).** "The global saving glut and the U.S. current account deficit," Speech 77, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

**Bernanke, B. (2007).** "Global imbalances: recent developments and prospects," Speech 317, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

**Blanchard, O. (2007).** "Current Account Deficits in Rich Countries," NBER Working Papers 12925, National Bureau of Economic Research, Inc.

**Calvo Guillermo, Leiderman L y Reinhart C. (1993).** "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," IMF Staff Papers, Palgrave Macmillan, vol. 40(1), páginas 108-151.

**Elmendorf Douglas y Mankiw, G. (1998).** "Government debt," Finance and Economics Discussion Series 1998-09, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

**Faal, E. (2005).** "GDP Growth, Potential Output, and Output Gaps in Mexico," IMF Working Papers 05/93, International Monetary Fund.

**Hurd, M. Michaud, P. y Rohwedder, S. (2009).** "The Displacement Effect of Public Pensions on the Accumulation of Financial Assets," Working Papers wp212, University of Michigan, Michigan Retirement Research Center.

**Informe de Competitividad Global 2013-2014,** Foro Económico Mundial. Recuperado de internet [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_GlobalCompetitivenessReport\\_2013-14.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2013-14.pdf) el 1 de abril de 2014.

**King, Robert y Levine, R. (1993).** "Finance and growth: Schumpeter might be right," Policy Research Working Paper Series 1083, The World Bank.

**Loayza, Norman, Schmidt-Hebbel, K. y Servén, L. (2001).** "Una revisión del comportamiento y de los determinantes del ahorro en el mundo," Working Papers Central Bank of Chile 95, Central Bank of Chile.

**Moenjak, Thammarak, Im-udom, V. y Vimolchalao, S. (2004).** Monetary Policy and Financial Stability: Finding the Right Balance under Inflation Targeting, No 2004-

05, Working Papers, Economic Research Department, Bank of Thailand.

**Obstfeld, Maurice y Rogoff, K. (1996).**

“The Intertemporal Approach to the Current Account,” NBER Working Papers 4893, National Bureau of Economic Research, Inc.

**Obstfeld, Maurice y Rogoff, K. (2009).**

“Global imbalances and the financial crisis: products of common causes,” Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, issue Oct, páginas 131-172.

**Rajan, R. (2008).** “Fault of Lines”, Princeton University Press.

**Rajan, Raghuram y Zingales, L. (1996).**

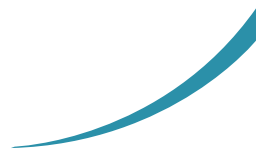
“Financial Dependence and Growth,” NBER Working Papers 5758, National Bureau of Economic Research, Inc.

**Reinhart, Carmen M. y Kenneth Rogoff**

**(2009)** “This Time Is Different”, Princeton University Press.

**Smaghi, B. (2008).** “The financial crisis and global imbalances – two sides of the same coin,” Speech “The Global Financial Crisis: Policy choices in Asia and Europe”, Beijing.





F U N D E F

Fundación de Estudios Financieros - Fundef, A.C.