

## LAS NUEVAS RESTRICCIONES AL CRECIMIENTO ECONÓMICO DE MÉXICO

EDUARDO LORÍA DÍAZ \*

### INTRODUCCIÓN

Los cambios ocurridos en la estructura productiva mexicana y la definición de todo un nuevo proyecto económico de largo plazo iniciado desde comienzos de la década pasada, han trastocado de manera fundamental aspectos teóricos y prácticos que durante muchos años fueron motivo de gran consenso entre los economistas, no sólo de México, sino de toda América Latina.

En ese sentido, y por nombrar a uno de los supuestos más relevantes, hasta hace poco más de una década se consideraba que el crecimiento económico originado por el dinamismo de cualquier variable de demanda interna traería aparejado invariablemente un efecto negativo en la balanza comercial. Tal situación podría ser sostenida a partir de los siguientes mecanismos: *a)* por el dinamismo del sector primario exportador que generara las divisas suficientes; <sup>1</sup> *b)* por el ingreso de divi-

\* Este artículo fue escrito en los meses previos a diciembre de 1994. En él de alguna forma ya se anticipaba la gran crisis de balanza de pagos que viene afectando a México desde entonces. A propósito no se ha cambiado el texto original.

Agradezco el gran apoyo y los comentarios de César Castro, Lidia Carvajal y Miguel Mendoza (quienes, junto con el autor, constituyen el grupo de investigación *Eudoxio*) para la elaboración de este trabajo y a Gerardo Fujii la revisión última del documento, la cual generó cambios importantes en la estructura final. Asimismo, estoy en deuda con Javier Paredes, Luis Brito y Hugo Figueroa por la ardua labor de captura y corrección de los manuscritos que fueron conformando la versión final. Por supuesto que la responsabilidad de las afirmaciones y de los argumentos que se presentan son exclusivas del autor.

<sup>1</sup> De hecho este factor fue ampliamente utilizado en las fases de industrialización de los años cincuenta y sesenta en América Latina.

sas a través de la cuenta de capitales —básicamente deuda externa—; *c)* por proteccionismo y recesión, y *d)* por una combinación de todos. En caso contrario, se tendría una reducción de reservas que, de ser persistente, eventualmente llevaría a una crisis de balanza de pagos, cuyo corolario casi siempre era la aplicación de un programa de ajuste y estabilización de corte ortodoxo. Así, se consideraba que si las economías dependientes no aumentaban sustancialmente su “capacidad adquisitiva de exportación”, las dinámicas de crecimiento económico llevaban consigo a la larga su propio fracaso. A esta dinámica se le llamaba “la restricción externa al crecimiento”.

Muchos planteamientos centrales de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) de los años cincuenta y sesenta se enfocaron en gran medida a diagnosticar el origen de este problema, cuyas raíces se encontraban en economías muy dependientes del sector primario y con industrializaciones inmaduras o truncas (a decir de Fajnzylber), lo cual ocasionaba que las estructuras productivas fueran muy dependientes de insumos del exterior. De ahí que la manera de resolver esta dependencia externa era aplicando la estrategia de la “industrialización a través de la sustitución de importaciones”, la cual pretendía alcanzar el desarrollo económico mediante un intenso y rápido proceso de industrialización, que a la vez que redujera el coeficiente de importaciones de la manufactura, generara en forma creciente las divisas necesarias que permitieran romper con la restricción externa al crecimiento.<sup>2</sup>

De tal manera, las causas de estas crisis externas generadas por el crecimiento eran conocidas, lo mismo que el remedio adecuado.

Así, la duración e intensidad de las dinámicas de crecimiento dependían de varios factores fundamentales: *a)* del nivel de industrialización; *b)* del grado de apertura a las importaciones, y *c)* de la capacidad de generar o de acceder a divisas.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Detrás de toda esta estrategia, se encontraba —por supuesto— la teoría del deterioro de los términos de intercambio y, en consecuencia, una crítica al patrón de especialización seguido históricamente.

<sup>3</sup> En general, hasta 1981 la economía mexicana logró crecer a tasas muy altas en virtud de que tuvo un gran acceso a divisas. Esto se debió a dos fenómenos que actuaron paralelamente. Por un lado, entre 1970 y 1981 los términos de intercambio crecieron 27 por ciento. Por otro lado, a fines de los años setenta la economía mundial experimentó un exceso de divisas que permitió un incremento descomunal de la deuda externa total. Finalmente, la economía mexicana presentó un alto grado de protección (con excepción del periodo 1978-1981, véase cuadro 6). Así, hasta 1981 los factores considerados permitieron contrarrestar la restricción externa al crecimiento.

Otro de los aspectos que no presentaba mayor complicación hasta ese momento era el relativo a que el mercado de activos adolecía de una serie de “imperfecciones” derivadas de su incipiente desarrollo, por lo que se consideraba —al menos hasta 1982— que la política monetaria no podía funcionar cabalmente de acuerdo con la teoría.<sup>4</sup> En este tenor, también se consideraba que los flujos internacionales de capitales no eran muy sensibles a los diferenciales de tasas de interés entre México y el resto del mundo, aunque sí se aceptaba que había gran movilidad de activos financieros en momentos de conflictividad política.<sup>5</sup>

El contexto anterior ha cambiado sustancialmente desde que inició la aplicación del programa neoliberal en 1983, pero sobre todo después de que éste se fue consolidando desde 1987.<sup>6</sup> En efecto, a partir de diciembre de este último año —en que se inició la aplicación de los programas de estabilización— la liberalización comercial, la subvaluación cambiaria,<sup>7</sup> la política de presupuesto equilibrado y de privatización de empresas públicas se convirtieron en los mecanismos “correctores” de las imperfecciones que durante muchas décadas habían afectado el buen funcionamiento de los mercados.<sup>8</sup> Todo ello generó cambios sensibles en muchas relaciones causales.

<sup>4</sup> En México las operaciones de mercado abierto para la regulación monetaria iniciaron en 1978 y las primeras subastas de Cetes hasta 1982 “...por tanto, el primer paso hacia tasas determinadas por las condiciones del mercado de fondos prestables tiene lugar hacia fines de 1982”. Aspe, 1992: 69.

<sup>5</sup> La importancia de estos aspectos institucionales radica en que la política monetaria carecía de relevancia para financiar el crecimiento través de la intermediación, así como tampoco tenía mucha capacidad de atraer capitales externos debido a que no existía un mercado maduro de activos. Así, el financiamiento externo del crecimiento estaba sujeto básicamente al endeudamiento internacional.

<sup>6</sup> Para ver con buen grado de detalle la propuesta y justificación oficiales de este programa véase Córdova, 1991, y Aspe, 1993.

<sup>7</sup> Desde febrero de 1982 y hasta marzo de 1987 la economía mexicana observó un proceso permanente de depreciación real del tipo de cambio. A partir de ese mes y como parte de la nueva fase de la estrategia de estabilización, se inició un proceso de sobrevaluación que comenzó a revertirse hasta principios de 1994. Véase gráfica 4.

<sup>8</sup> Desde la posición oficial, la liberalización comercial y el equilibrio fiscal han sido los elementos centrales en los que ha descansado desde su inicio todo el programa neoliberal. Respecto al primero, Córdova *op. cit.*, señala: “La liberalización del comercio es fundamental para inducir la eficiencia microeconómica y consolidar la estabilidad macroeconómica”. Incluso menciona que es necesario evitar la gradualidad y la reversibilidad de las medidas correspondientes: “Es poco lo que puede ganarse de una instrumentación excesivamente gradual una vez que se haya identificado la mejor oportunidad para hacerla efectiva (...). Acelerar un proceso de liberalización comercial resulta conveniente para asegurar su irreversibilidad y, también, para que las empresas introduzcan los cambios necesarios e incrementen su productividad en poco tiempo.”

Desde el argumento oficial, una vez que se aplicaran con eficiencia estas políticas, se iniciaría un nuevo tipo de crecimiento —esta vez sólido y sostenido—, debido a que ya no se basaría en la generación, preservación o intensificación de desajustes, sino en el mantenimiento de equilibrios macroeconómicos básicos que llevarían necesariamente a que a nivel microeconómico se elevara la eficiencia de los agentes económicos. En consecuencia, la nueva senda del crecimiento llevaría a una mayor solidez del sistema económico.

Desde 1982, pero más aún desde 1988, esta hipótesis sustentó las optimistas proyecciones de crecimiento que proponían acercarse a las tasas que se observaron en la década de los sesenta, pero ahora en un contexto totalmente diferente. En este orden de ideas, el Plan Nacional de Desarrollo 1988-1994 proyectaba que el crecimiento repuntaría rápida y progresivamente al pasar de 1.8 por ciento en 1988 a 6 por ciento en el último año de la administración, con lo cual también se lograría una gran recuperación del producto interno bruto (PIB) per cápita.

Los datos finales dan cuenta de que esas metas y otras más quedaron muy abajo del desempeño real y, más aún, vemos que entre 1990 y 1993 se observó una clara reducción del crecimiento del producto anual.<sup>9</sup>

En este ensayo demostraremos que justamente en la estrategia planteada por el gobierno se encuentran los elementos últimos que han definido esos resultados. En concreto, planteamos que la liberalización comercial, la sobrevaluación cambiaria y la fuerte retracción del gasto público de inversión tuvieron mucho que ver con ese fracaso en la obtención de los principales objetivos de política económica en materia de crecimiento y equilibrio externo, en virtud de que han intensificado la tradicional restricción externa al crecimiento y también debido a que han cambiado en forma muy importante algunas asociaciones entre variables macroeconómicas importantes.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> No obstante parece ser que 1994 cerrará con una eventual recuperación del crecimiento de alrededor del 3.2 por ciento. Sin embargo, ello no se está dando como producto de una corrección de los desequilibrios que en este ensayo se presentan, sino que por el contrario, esta tasa de crecimiento ha acentuado muy sensiblemente el déficit externo, que combinado con la gran salida de capitales derivada de la inestabilidad política de los meses pasados, hacen peligrar la estabilidad cambiaria.

<sup>10</sup> No desconocemos las consecuencias negativas que en los últimos años ha tenido la evolución de los términos de intercambio y la transferencia de capitales por el pago de la deuda externa sobre el crecimiento económico. Sin embargo, consideramos que estos dos factores no han sido los responsables últimos de la problemática que se aborda en este ensayo.

Este ensayo se divide en tres grandes apartados. En el primero se hace un análisis de la evolución de la inversión total, destacando los cambios ocurridos en su composición y eficiencia. Demostramos que la retracción de la inversión pública ha reducido la eficiencia de la inversión total y, en consecuencia, la capacidad de crecimiento. En el segundo apartado se estudian algunos cambios relevantes ocurridos en la estructura de la balanza de pagos. Por último, se presentan las principales conclusiones del estudio y se hacen algunas propuestas de política económica que permitan, dentro de los marcos institucionales (a nivel nacional e internacional), reducir la restricción externa que presenta la economía mexicana, con el fin de que pueda reanudarse nuevamente el crecimiento económico sobre bases más firmes y estables.

## 1. LA INVERSIÓN

En esta primera línea de análisis recae parte muy importante de la explicación de la reducción del ritmo de crecimiento y de la intensificación de la restricción estructural del crecimiento de los últimos años.

Si bien la inversión representa apenas entre una tercera y una cuarta parte del gasto en consumo, es un determinante crucial del crecimiento económico.<sup>11</sup>

Con claridad se puede apreciar que las recesiones se asocian con reducciones en la inversión, y las épocas de auge con grandes expansiones en esta variable, de manera que el ciclo económico mucho tiene que ver con su comportamiento.

Por definición, se sabe que la capacidad adquisitiva de las exportaciones (CAE) se puede expresar de la siguiente manera:

$$CAE = TI \cdot X.$$

donde:  $TI$  = Precios de exportaciones/precios de importaciones.

$X$  = Volumen de exportaciones.

Entre 1981 y 1993  $TI$  ha caído en 51 por ciento (véase cuadro 6). Por fortuna, el desempeño exportador manufacturero de los años recientes ha sido muy intenso. Así, en ese mismo periodo, las exportaciones en pesos constantes prácticamente se han duplicado. Por lo que toca al pago del servicio de la deuda externa total (que incluye intereses y amortizaciones), entre 1983 y 1992 se han transferido 147 758 millones de dólares (BID, 1993:330-331).

<sup>11</sup> A pesar de que el consumo representa habitualmente más de 65 por ciento del PIB, es bastante estable; a diferencia de la inversión, cuyo nivel es mucho menor y su comportamiento es muy inestable.

Si esto es cierto en magnitudes absolutas, lo es aún más en cuanto al impacto cualitativo de la inversión total sobre el conjunto del sistema económico.

Vamos a considerar que la inversión será eficiente en la medida que un determinado flujo de inversión pueda generar niveles crecientes de producción y será ineficiente en el caso contrario. Lo deseable, en términos de crecimiento y desarrollo, es que la inversión sea cada vez más eficiente, de modo que su productividad marginal sea creciente. Así, la evolución de la eficiencia de la inversión, en última instancia, estará determinando la capacidad de crecimiento y la posibilidad de avanzar hacia el desarrollo socioeconómico en el futuro. Lo anterior resulta de una importancia enorme, y su análisis merece mucha atención. A continuación analizamos varios aspectos que estarían explicando esta reducción de la eficiencia de la inversión.

### 1.1. *Cambios en la composición de la inversión*

Entre 1940 y 1970 la inversión pública contribuyó con más de la tercera parte de la inversión total; incluso llama la atención que en los años cuarenta y cincuenta alcanzó sus niveles más altos de toda la posguerra al llegar a constituir 50 por ciento. Entre 1960 y 1973, aunque con algunas variaciones, esta contribución cayó hasta representar sólo una tercera parte. A partir de ese último año y hasta 1981 creció en forma considerable, aunque nunca alcanzó los niveles observados en 1940 y 1950 (véase cuadro 1).

CUADRO 1. *México: Composición de la inversión total*  
Porcentajes, 1940-1993

<i>Años</i>	<i>Inversión pública</i>	<i>Inversión privada</i>
1940	49.0	51.0
1950	50.0	50.0
1960	33.0	67.0
1970	32.8	67.2
1980	43.0	57.0
1990	27.1	72.9
1993	20.0	80.0

FUENTE: Loría, 1984: 18, y Castro, *et al.*, 1994.

Desde la aplicación del programa neoliberal en diciembre de 1982 esta contribución cayó progresivamente hasta llegar a 20 por ciento en 1993, que es su nivel histórico más bajo.

Acotando el periodo de estudio para el lapso 1970-1993, y haciendo un seguimiento anual, observamos que en 1981, cuando la economía mexicana alcanzó el nivel más alto del coeficiente de inversión de la historia reciente (26.4 por ciento), la participación gubernamental en

CUADRO 2. *México: Evolución del coeficiente de la inversión pública y privada y composición de la inversión por años*  
Porcentajes, 1970-1993

<i>Año</i>	<i>IG/Y</i>	<i>IP/Y</i>	<i>IT/Y</i>	<i>IG/IT</i>	<i>IP/IT</i>
1970	6.8	14.0	20.9	32.8	67.2
1971	5.0	14.6	19.6	25.7	74.3
1972	6.5	13.8	20.4	32.1	67.9
1973	8.4	13.1	21.6	39.1	60.9
1974	8.2	13.7	21.9	37.2	62.8
1975	9.4	13.3	22.8	41.4	58.6
1976	8.4	13.6	21.9	38.1	61.9
1977	7.5	12.2	19.8	38.2	61.8
1978	9.3	12.0	21.3	43.7	56.3
1979	9.9	13.5	23.4	42.5	57.5
1980	10.6	14.1	24.7	43.0	57.0
1981	11.9	14.4	26.4	45.3	54.7
1982	9.8	12.3	22.1	44.2	55.8
1983	6.5	10.0	16.6	39.4	60.6
1984	6.5	10.4	17.0	38.6	61.4
1985	6.4	11.4	17.9	36.1	63.9
1986	5.7	10.6	16.4	35.1	64.9
1987	4.9	11.1	16.1	30.8	69.2
1988	4.7	12.1	16.8	27.9	72.1
1989	4.7	12.6	17.3	27.2	72.8
1990	5.1	13.6	18.7	27.1	72.9
1991	4.7	14.9	19.6	23.9	76.1
1992	4.3	16.8	21.1	20.5	79.5
1993	4.1	16.6	20.7	19.7	80.3

*IG* = Inversión Pública; *IP* = Inversión Privada; *IT* = Inversión Total; *Y* = PIB.

la inversión total fue de 45 por ciento. Desde entonces, y como consecuencia del programa de política económica aplicado, esa contribución ha venido cayendo sostenidamente.

Este fenómeno de desplazamiento del sector público en la actividad económica no se ha traducido ni en una recuperación sustancial del coeficiente de inversión ( $I/Y$ ),<sup>12</sup> ni en una recuperación del crecimiento del producto. En otras palabras, la retracción de la inversión pública no ha sido sustituida por la inversión privada de forma tal que la economía mexicana haya recuperado el coeficiente de inversión y, por otro lado, no ha generado las tasas de crecimiento de las décadas anteriores. Por ejemplo, en el periodo 1970-1976 ese coeficiente promedió 21.3 por ciento y generó tasas medias de crecimiento del PIB cercanas a 6 por ciento. En cambio, después del periodo 1983-1988, en que este coeficiente cayó a sus niveles más bajos, entre 1989 y 1993 mostró una recuperación progresiva al alcanzar un nivel medio de 19.5 por ciento y generó un crecimiento del PIB de tan sólo 2.8 por ciento (véase cuadro 3). Esto último indica que la inversión ha perdido eficiencia en cuanto a su función de motor del crecimiento, tal como se puede observar al contrastar la evolución de la elasticidad producto-inversión, que se presenta en la última columna del cuadro 3.<sup>13</sup>

CUADRO 3. *Crecimiento del PIB y de la inversión, coeficiente de la inversión y elasticidad por periodos, 1970-1993*

<i>Periodo</i>	<i>Y*</i>	<i>I*</i>	<i>I/Y</i>	<i>E<sub>YI</sub></i>
1970-1976	5.9	6.9	21.3	0.86
1977-1982	6.7	9.1	22.9	0.74
1983-1988	1.1	1.4	16.8	0.81
1989-1993	2.8	7.6	19.5	0.37
1970-1982	6.0	6.5	22.1	0.92
1983-1993	2.0	4.3	18.0	0.46

\* Tasas medias de crecimiento anual.

<sup>12</sup> Si bien entre 1990 y 1993 se recuperó en relación con el periodo 1983-1989, no ha alcanzado los niveles medios que se observaron entre 1970 y 1982.

<sup>13</sup> Por otro lado, no debe descontarse la hipótesis de que la modernización de la estructura productiva de los últimos años, traducida en un aumento de los requerimientos de capital por producto, ha afectado en el corto plazo esa elasticidad y que quizá a más largo plazo comience a rendir sus frutos, entre ellos a aumentar el valor de esa variable.

El argumento anterior también puede observarse con claridad a través de las dos gráficas siguientes (véase gráfica 1), donde se muestra que si bien desde 1986 tanto el coeficiente de inversión como el crecimiento comenzaron a recuperarse, a partir de 1990 se rompió esa tradicional correspondencia, es decir, a pesar de que el coeficiente y la inversión total siguieron recuperándose, el crecimiento económico comenzó a caer en forma precipitada. Esta relación se observa con rezago y sin rezago en el coeficiente de inversión.<sup>14</sup>

Una línea explicativa de este desempeño está asociada con el comportamiento de la política fiscal. Ya hemos destacado que desde 1983 la estrategia económica planteó que el presupuesto equilibrado era una condición fundamental para lograr la estabilización, el ajuste, el cambio estructural y, en consecuencia, reanudar un nuevo crecimiento. En ese sentido, observamos con toda claridad que desde 1986 la inversión pública ha caído año tras año en forma importante, con la única excepción de 1989 y 1990, cuando además se observa el mayor crecimiento del periodo (véase cuadro 4).

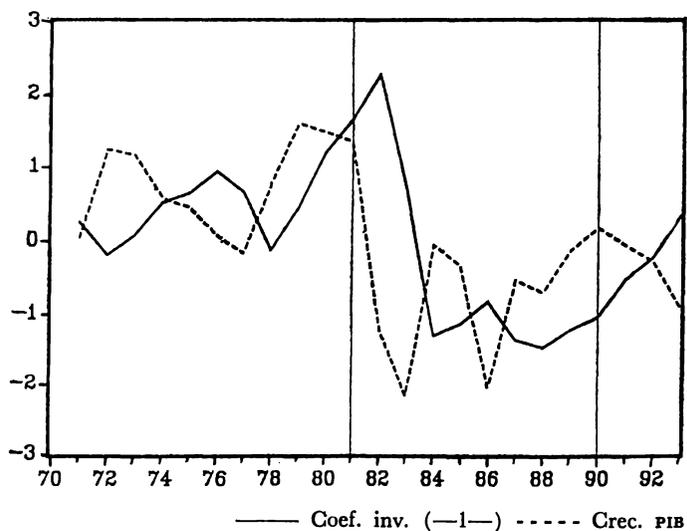
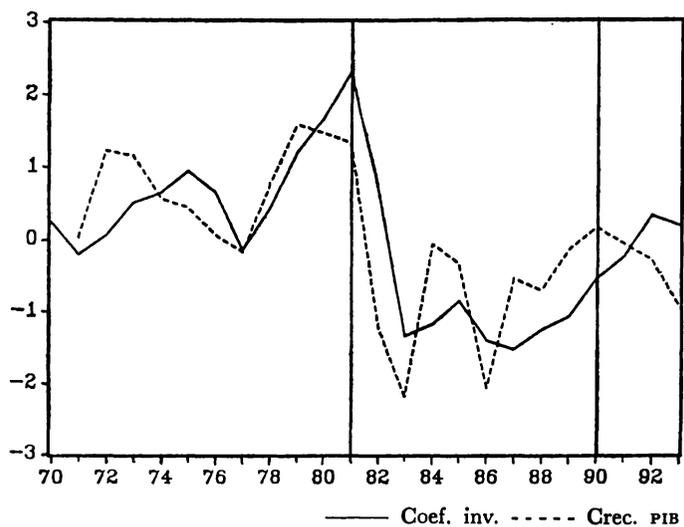
CUADRO 4. *México: Crecimiento del PIB y de la inversión pública, 1986-1993*

<i>Años</i>	<i>PIB</i>	<i>IG</i>
1986	-3.7	-14.2
1987	1.8	-12.2
1988	1.2	-4.2
1989	3.3	3.6
1990	4.4	12.7
1991	3.6	-4.4
1992	2.8	-5.0
1993	0.4	-5.0

Esto nos permite plantear que la inversión pública incide en el desenvolvimiento económico general y, en particular, afecta a la inversión

<sup>14</sup> Las variables se presentan normalizadas para poder ser comparables.

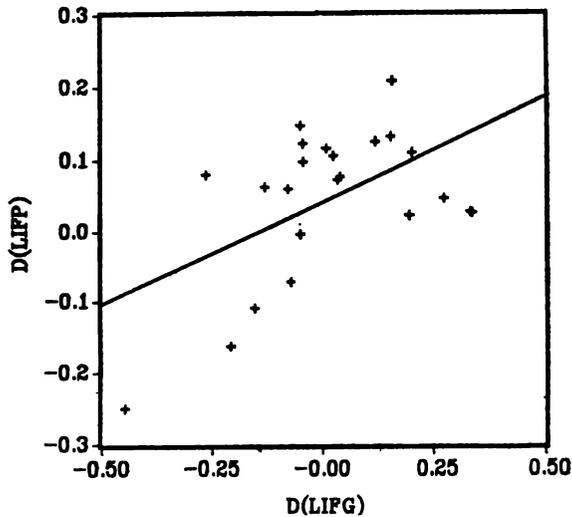
GRÁFICA 1. *México: Crecimiento del PIB, y coeficiente de la inversión, 1970-1993*  
(Variables normalizadas)



privada en varios sentidos: por un lado, en términos de expectativas de ventas y, por tanto, de utilidades de corto plazo, pues en la medida que el sector público invierte, de inmediato genera expectativas optimistas en toda la economía, en virtud de que genera demanda; además, en la medida que esa inversión sea en infraestructura y equipamiento, creará mejores condiciones para la realización de inversiones de largo plazo.<sup>15</sup>

Al respecto podemos observar la relación positiva que ha existido entre inversión privada y pública —en forma aislada— por medio del siguiente diagrama de dispersión<sup>16</sup> (véase gráfica 2) y del coeficiente de correlación parcial ( $r$ ).

GRÁFICA 2. *México: Inversión pública y privada diagrama de dispersión, 1970-1993*



Con claridad, se observa la asociación positiva, ya descrita para todo el periodo de análisis. Los cambios ocurridos en esa asociación pueden

<sup>15</sup> Es evidente que este análisis agregado no permite distinguir efectos muy diferenciados por rama y sector de actividad. Es muy probable que, en relación con los otros sectores, los efectos de la inversión gubernamental sean muy elevados en construcción y turismo.

<sup>16</sup> Las variables se expresan en tasas de variación (primera diferencia) de los logaritmos.

verse a través de los distintos valores que adquiere el coeficiente de correlación ( $r$ ) por periodos.

<i>Periodo</i>	<i>r</i>
1970-1982	0.34
1983-1993	0.86
1971-1993	0.52

Llama la atención que  $r$  adquiere el valor más alto en el periodo 1983-1993, lo cual corrobora la hipótesis central de este apartado.

Por otro lado, la inversión privada también está asociada positivamente al desempeño global de la economía, medida por la evolución del PIB y a las ganancias propias retenidas o, en su defecto, al financiamiento total disponible.

### 1.2. *Cambios en la eficiencia de la inversión*

Otro factor explicativo del agotamiento del ritmo de crecimiento económico está asociado a la hipótesis central de que ha habido cambios muy sensibles en el multiplicador de la inversión.

En general, para el caso de una economía abierta y haciendo abstracción de la tasa impositiva, el multiplicador del gasto —bien se trate de transferencias, inversión o consumo autónomo— y de las exportaciones netas es  $1/(s + m)$ , por lo que las variaciones del ingreso están definidas por la siguiente expresión:<sup>17</sup>

$$dY = \{1/(s + m)\} (dA + dT) \text{ o}$$

$$dY = \alpha(dA + dT),$$

<sup>17</sup> Esta formalización se basa en el conocido “enfoque absorción” de la balanza de pagos, que deja de lado a los factores monetarios y financieros y a las relaciones económicas con el exterior que afectan la evolución de la actividad interna. Es evidente que estos factores cada vez han adquirido mayor importancia en el análisis de la macroeconomía contemporánea. Sin embargo, para el objeto principal de esta parte del trabajo, esta sencilla expresión resulta muy útil.

donde:

- $s$  = Propensión marginal a ahorrar
- $m$  = Propensión marginal a importar
- $A$  = Absorción autónoma
- $T$  = Balanza comercial autónoma
- $\alpha$  = Multiplicador del gasto autónomo

La segunda ecuación supone que  $\alpha$  es constante y que el ingreso puede variar por cualquier cambio individual o combinado de los componentes de la demanda interna y de la balanza comercial. Sin embargo, interesa demostrar que no es plausible conservar el primer supuesto, por lo que es conveniente hacer una estimación empírica para demostrar la inestabilidad del multiplicador. Para tal fin, se estiman dos funciones —independientes entre ellas— de consumo privado y de importaciones totales para obtener las propensiones marginales respectivas. Ambas funciones son doble logarítmicas, por lo que los parámetros representan elasticidades constantes para todo el periodo de estimación (1970-1993), aunque no necesariamente propensiones marginales también constantes.<sup>18</sup> Los resultados son los siguientes:<sup>19</sup>

$$[1] \quad c_t = -1.20 + 1.0889 y p_t + 0.0878 q_t + 0.0349 m_{t-1}$$

$$t \quad (-7.7) \quad (47.2) \quad (3.9) \quad (2.1)$$

$$R^2 = 0.99$$

$$[2] \quad m_t = -4.46 + 1.018 y_t - 1.051 q_t + 0.389 AC + 0.337 m_{t-1}$$

$$t \quad (-4.6) \quad (6.1) \quad (-8.7) \quad (6.1) \quad (3.9)$$

$$R^2 = 0.97$$

<sup>18</sup> En efecto, cuando se obtienen elasticidades, se pueden calcular las propensiones marginales para cada año de observación. Por definición, una elasticidad se expresa como:

$$E_{yc} = dC/dY * (Y/C),$$

Por lo que al tener el valor estimado de  $E_{yc}$  y al conocer  $Y/C$ , que son datos observados, fácilmente se pueden calcular las propensiones marginales anuales como sigue:

$$PmgC = E_{yc} * C/Y$$

<sup>19</sup> A lo largo del trabajo se hacen varias estimaciones mínimo cuadráticas, cuyas pruebas de diagnóstico se muestran en el anexo econométrico al final del texto.

La primera variable de la función del consumo privado expresa la tradicional relación positiva entre ella y el ingreso personal disponible ( $yp$ ). La segunda, por su parte, que ante un aumento del tipo de cambio real ( $q$ ) aumenta el consumo interno debido a que tiende a ocurrir el efecto Laursen-Metzler.<sup>20</sup> Por último, la oferta monetaria real ( $m1$ ) refleja el efecto positivo de la riqueza líquida de los individuos sobre el consumo con un rezago.

La segunda ecuación es una función dinámica de las importaciones y expresa que éstas dependen de la manera tradicional del producto ( $y$ ) y del tipo de cambio real. Asimismo, incorpora una variable importante y poco habitual en la estimación de esta función, que es la apertura comercial.<sup>21</sup>

A partir de las elasticidades anteriores, calculamos las propensiones marginales a consumir ( $PMgC$ ) a importar ( $PMgM$ ) en forma anual, con lo que fue posible calcular el valor del multiplicador del gasto para todo el periodo de estudio.<sup>22</sup> Los resultados son muy reveladores de la pérdida de la eficiencia del gasto, en virtud de que ha habido una reducción tendencial muy pronunciada del valor del multiplicador desde el año 1983, pero aún más desde 1987, por lo que a partir de 1990 este multiplicador adquiere el valor más bajo de todo el periodo de estudio (véanse cuadro 5 y gráfica 3).

Por último, dentro de este bloque de ecuaciones, estimamos una función dinámica doble logarítmica de exportaciones no petroleras.

$$[3] \quad x_t = -10.2 + 0.37 q_{t-1} + 1.85 y^{eu}_t - 0.43 di + 0.56 x_{t-2}$$

$$t = (-2.8) \quad (2.4) \quad (2.9) \quad (-2.3) \quad (4.3)$$

$$R^2 = 0.99$$

<sup>20</sup> Este efecto se refiere a que ante una depreciación real del tipo de cambio se encarecen los bienes importados, por lo que los consumidores, para no ver reducido su nivel de consumo previo  $y$ , por tanto, su bienestar, tratarán de sustituir los bienes importados que componen su canasta por bienes domésticos. Véase Rivera B. y Rivera B., 1992.

<sup>21</sup> Esta variable de apertura comercial se construyó a partir del valor de las importaciones no sujetas a licencia respecto a las importaciones totales como porcentaje, Zabłudowsky, 1989, y Castro *et al.*, *op. cit.* El valor de este parámetro no representa una elasticidad, sino una tasa de cambio, por lo cual no es directamente comparable con los demás estimadores.

<sup>22</sup> Recordar que este multiplicador no incorpora la tasa impositiva del gobierno, que para los fines de este trabajo no es muy relevante, aunque es de suponerse que como consecuencia de la reforma fiscal de los últimos años, este factor ha impactado negativamente y en forma adicional el valor del multiplicador.

CUADRO 5. *México: Propensiones marginales a consumir y a ahorrar y multiplicador de la inversión, 1970-1993*

<i>Año</i>	<i>PMgC</i>	<i>PMgS</i>	<i>K</i>	<i>PMgM</i>
1970	0.81	0.19	4.05	0.09
1971	0.82	0.18	4.17	0.08
1972	0.81	0.19	4.15	0.08
1973	0.80	0.20	4.04	0.09
1974	0.80	0.20	3.85	0.10
1975	0.81	0.19	3.92	0.09
1976	0.82	0.18	3.97	0.09
1977	0.82	0.18	4.17	0.08
1978	0.82	0.18	3.98	0.09
1979	0.82	0.18	3.72	0.11
1980	0.86	0.14	3.43	0.13
1981	0.85	0.15	3.31	0.14
1982	0.88	0.12	4.02	0.09
1983	0.89	0.11	4.53	0.06
1984	0.86	0.14	4.36	0.07
1985	0.86	0.14	4.25	0.07
1986	0.90	0.10	4.31	0.07
1987	0.85	0.15	4.27	0.07
1988	0.85	0.15	3.83	0.10
1989	0.86	0.14	3.59	0.12
1990	0.85	0.15	3.38	0.14
1991	0.87	0.13	3.19	0.15
1992	0.87	0.13	2.94	0.18
1993	0.87	0.13	2.96	0.18

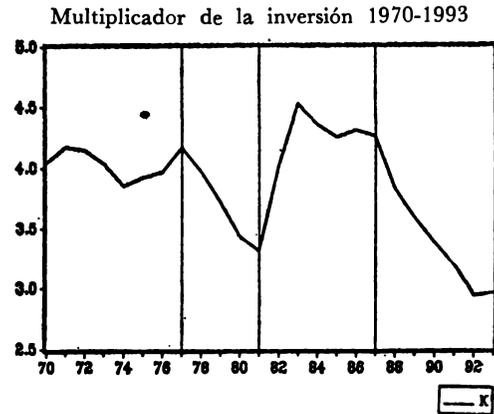
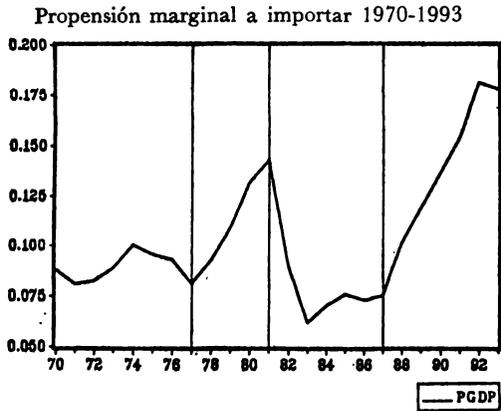
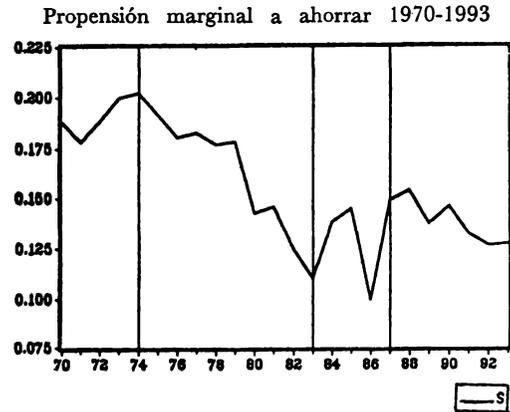
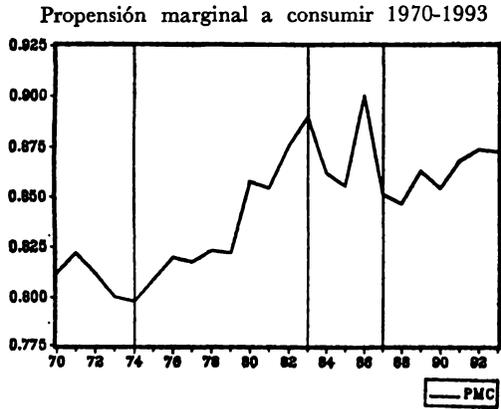
*PMgC* = Propensión marginal a consumir.

*PMgS* = Propensión marginal a ahorrar.

*K* = Multiplicador del gasto autónomo de economía abierta.

*PMgM* = Propensión marginal a importar.

GRÁFICA 3. *México: Evolución de las propensiones marginales y del multiplicador de la inversión, 1970-1993*



Los resultados anteriores muestran que el tipo de cambio real actúa positivamente sobre las exportaciones con un rezago. Este tipo de causalidad se ha planteado en diversos textos<sup>23</sup> y se basa en la hipótesis de que la apertura de nuevos mercados o la ampliación de los existentes depende más de factores estructurales que del abaratamiento relativo derivado de una alteración de la paridad cambiaria. Por otro lado, se observa la gran sensibilidad (dependencia) de las exportaciones no petroleras a la dinámica de la economía de Estados Unidos. Hemos incorporado demanda interna (consumo más inversión total) como una variable que actúa negativamente sobre las exportaciones. Finalmente, se observa el carácter autorregresivo de las exportaciones,<sup>24</sup> lo cual demuestra que existe una especie de causación acumulativa de esta variable que refleja que la capacidad exportadora de un país se fortalece en la medida que se desarrolla a lo largo del tiempo.

Los resultados de las ecuaciones [1] a [3] sugieren análisis muy interesantes para cada variable en lo individual y para la hipótesis central en lo general. Para el caso de *PMgC* observamos que hasta 1983 tuvo una evolución claramente positiva. Posteriormente, su valor fluctuó con la fase de ajuste recesivo, y a partir del "reinicio" del crecimiento en 1988 retomó una tendencia positiva. La política de apertura comercial aplicada en dos periodos concretos (entre 1977 y 1981, y a partir de 1985) ha provocado efectos muy claros en la evolución de *PMgM*. De ello se desprende que en estos periodos, pero en particular

<sup>23</sup> Rivera B. y Rivera B., 1989, y Krugman y Obstfeld, 1994, lo plantean al desarrollar la mecánica de funcionamiento de la "curva J", en la cual demuestran que las exportaciones tardan en reaccionar ante una devaluación, debido a factores institucionales y psicológicos que evitan que el cambio de precios relativos generado por una devaluación tenga efectos inmediatos sobre la demanda de exportaciones. Por otro lado, otros trabajos empíricos para la economía mexicana también han demostrado el impacto positivo rezagado del tipo de cambio. Al respecto puede consultarse Castro, *op. cit.*; Loría y Carvajal, 1993 y 1994b. En este último trabajo se estima una función de exportaciones manufactureras para el periodo 1970-1992, donde se obtuvieron los siguientes resultados:

$$x_t = -11.5 + 0.42q_{t-1} + 2.34y^{eu}_{t-1}$$

$$t \quad (-5.8) \quad (2.9) \quad (11.8)$$

$$R^2 = 0.99$$

$$DW = 1.74$$

los cuales son muy semejantes a los que aquí se presentan.

<sup>24</sup> Esto demuestra que esta variable depende dinámicamente de sí misma, lo cual indica que hay factores de orden institucional, tecnológico y psicológico, que determinan el carácter autorregresivo de las exportaciones.

en el segundo, ha adquirido los valores más altos, provocando, en última instancia, que el valor del multiplicador ( $\alpha$ ) adquiera los valores más bajos de todo el periodo. De todo esto es posible concluir que los resultados anteriores muestran con claridad que en todo el periodo de análisis ha existido una relación positiva entre protección comercial y el valor del multiplicador.

Para profundizar un poco más en esta causalidad, de manera tal que podamos avanzar en el análisis y en la proposición de recomendaciones de política económica,<sup>25</sup> es posible endogeneizar al multiplicador a través de la siguiente regresión:

$$[4] \quad K_t = 4.15 + 1.91 q_t - 0.52 AC_{t-1} - 0.03 t$$

$$t \quad (69.2) \quad (11.7) \quad (-4.22) \quad (-5.85)$$

$$R^2 = 0.93$$

Estos resultados reportan la gran incidencia del tipo de cambio real sobre el multiplicador del gasto de economía abierta. Esto permite plantear que la política cambiaria tiene una alta incidencia sobre el valor del multiplicador, debido a que cumple una función de desviación del patrón de consumo, lo que supone que se cumple la condición Laursen-Metzler, que implica que ante una elevación de  $q$ , los consumidores domésticos sufren una pérdida en su bienestar, a menos que realicen una plena sustitución de los bienes importados en favor de los domésticos. Así, la evolución del tipo de cambio real desempeña un efecto muy importante sobre el multiplicador y, en consecuencia, puede utilizarse como un poderoso instrumento de política económica. Asimismo, se observa el impacto negativo de la apertura comercial rezagada. Por último, se ha incorporado al tiempo, que indica que para todo el periodo de análisis ha caído el valor del multiplicador en promedio anual en 0.03.

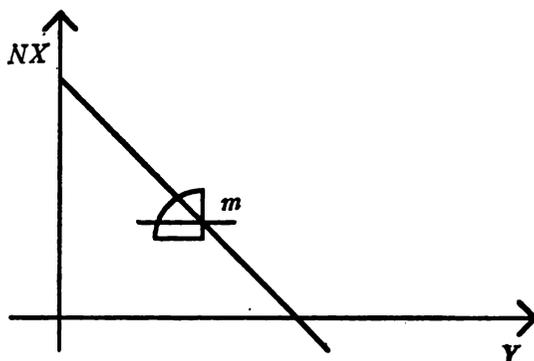
## 2. CAMBIOS EN LA BALANZA DE PAGOS

Las argumentaciones anteriores van muy de la mano con el desarrollo que se presenta a continuación, en términos de los diversos cambios que ha sufrido la estructura de la balanza de pagos durante los últimos años en México.

<sup>25</sup> Estas últimas se desarrollan con más detalle en el apartado final.

### 2.1. La balanza comercial

La apertura comercial, así como el inicio de la sobrevaluación del tipo de cambio real (véase cuadro 6) han afectado muy sensiblemente la tradicional relación negativa entre crecimiento económico ( $Y$ ) y saldo en cuenta comercial ( $NX$ ) y cuenta corriente.<sup>26</sup> La teoría tradicional de macroeconomía abierta establece que existe un *trade off* entre ambas variables y que puede expresarse geométricamente de la siguiente manera:



La estrategia económica ya referida ha afectado muy sensiblemente esta relación, en la medida que ha generado dos efectos altamente negativos. Por un lado, ha elevado la pendiente de esa curva (determinada por la propensión marginal a importar), por lo cual desde 1987 se ha ido haciendo vertical, sobre todo a partir de 1990, lo que significa que crecimientos del producto muy bajos generan crecientes déficit de cuenta comercial y corriente. Por otro lado, la apertura comercial y la sobrevaluación cambiaria han desplazado hacia la izquierda dicha curva, lo que significa que menores tasas de crecimiento del producto se asocian a mayores saldos deficitarios de la cuenta comercial autónoma (véase cuadro 6).<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Córdova (1991:41), señala que entre 1983 y 1985 hubo una apertura gradual que se consolidó en los tres años siguientes al ingresar México al GATT.

<sup>27</sup> Las autoridades económicas han argumentado que este proceso es transitorio, ya que en la medida que las reformas macroeconómicas comiencen a actuar en la esfera microeconómica, se revertirá esta situación.

CUADRO 6. México: Crecimiento del PIB, saldo de cuenta corriente y de capital, apertura comercial, coeficientes de importaciones y exportaciones y tipo de cambio real y términos de intercambio, 1970-1993

Años	PIB	SCCTE*	SCK*	AP. COM**	X/Y	M/Y	Q	TI
1970	—	-1.188	0.848	0.40	8.9	8.6	1.18	100.1
1971	3.8	-0.929	0.895	0.40	8.9	7.9	1.17	100.0
1972	8.2	-1.005	0.432	0.40	9.6	8.0	1.15	101.7
1973	7.8	-1.528	2.051	0.40	10.1	8.7	1.09	120.8
1974	5.8	-3.225	3.822	0.18	9.6	9.9	0.98	81.5
1975	5.7	-4.442	5.458	0.14	8.3	9.4	0.93	73.6
1976	4.4	-3.683	5.069	0.14	9.3	9.1	1.05	119.7
1977	3.4	-1.596	2.276	0.10	10.3	7.9	1.27	123.6
1978	8.9	-2.693	3.254	0.24	10.8	9.1	1.17	113.9
1979	9.7	-4.870	4.533	0.30	11.0	10.7	1.10	94.3
1980	9.2	-10.739	11.442	0.40	10.7	12.9	1.00	112.8
1981	8.8	-16.052	26.357	0.15	11.0	14.0	0.92	126.8
1982	-0.6	-6.221	9.753	0.00	13.4	8.8	1.43	86.1
1983	-4.2	5.418	1.416	0.09	15.9	6.0	1.53	69.4
1984	3.6	4.238	0.156	0.17	16.3	6.9	1.34	70.8
1985	2.6	1.236	-1.526	0.65	15.1	7.4	1.35	72.4
1986	-3.7	-1.672	1.837	0.72	16.6	7.1	1.76	52.9
1987	1.8	3.966	-0.576	0.73	17.9	7.4	1.76	67.0
1988	1.2	-2.442	-3.361	0.81	18.7	10.0	1.41	60.5
1989	3.3	-3.960	3.037	0.89	18.5	11.7	1.33	64.5
1990	4.4	-7.114	8.163	0.89	18.3	13.4	1.27	67.9
1991	3.6	-13.788	24.134	0.90	18.5	15.1	1.15	65.0
1992	2.8	-24.804	26.542	0.89	18.3	17.8	1.06	63.9
1993	0.4	-23.393	30.882	0.88	18.8	17.5	1.00	62.1

\* Miles de millones de dólares.

\*\* FUENTE: Zabludowsky, *op. cit.*

TI = Términos de intercambio. Banco de México (varios años).

FUENTE: Castro *et al.*, *op. cit.*

Otra forma de ver esto es a través del análisis de la evolución de los coeficientes de importaciones y exportaciones.<sup>28</sup> Como puede observarse en el cuadro 7, entre 1970 y 1977 el primer coeficiente presentó un nivel medio de 8.9 por ciento; cuando se dio la primera apertura comercial (1978-1981), ascendió a 11.7 por ciento; durante el ajuste recesivo (1982-1987), cayó a 7.3 por ciento, y durante el “crecimiento” con apertura (1988-1993) aumentó a su nivel medio más alto de estos 24 años de análisis, al alcanzar 14.3 por ciento. Sin embargo, si dejamos de lado los niveles medios y analizamos la evolución absoluta de este coeficiente, obtenemos datos quizá más relevantes y al mismo tiempo complementarios (véase cuadro 7). En efecto, desde que inició con intensidad el proceso de liberalización comercial en diciembre de 1987, este coeficiente comenzó a crecer de manera muy pronunciada, al grado tal que entre ese año y 1993 pasó de 7.4 a 17.5 por ciento, mientras que a pesar del gran esfuerzo exportador nacional el coeficiente de exportaciones prácticamente no cambió, ya que pasó de 17.9 por ciento a 18.8 por ciento en ese mismo lapso.

CUADRO 7. *México: Coeficientes de importaciones y exportaciones\* y PMgM por periodos, 1970-1993*

<i>Periodo</i>	<i>M/Y</i>	<i>X/Y</i>	<i>PMgM</i>
1970-1977	8.9	9.6	0.09
1978-1981	11.7	10.9	0.12
1982-1987	7.3	15.9	0.07
1988-1993	14.3	18.5	0.14

\* Promedios aritméticos.

Lo más grave es que esta evolución del coeficiente de importaciones se dio en un contexto de bajo crecimiento primero y luego, durante los

<sup>28</sup> Debe advertirse que cuando se presentan las series de exportaciones e importaciones en pesos constantes de 1980 aparece un superávit persistente desde 1982, lo cual se debe a la metodología de construcción de dichas series. Cuando se emplean dólares corrientes aparece un claro déficit.

últimos años, de franca recesión, lo cual permite constatar los argumentos señalados anteriormente.

En este punto se refleja la restricción externa al crecimiento en los años por venir. Es decir, en las condiciones actuales, y de mantenerse esta situación, es muy poco probable pensar que la economía mexicana pueda recuperar ritmos de crecimiento que superen en forma sostenida a la dinámica demográfica (1.9 por ciento anual), en virtud de que ello exigiría crecientes flujos de divisas. Conseguir esto último cada vez se antoja más difícil, ya que ello depende de condiciones exógenas a nuestra economía<sup>29</sup> y de definir una política monetaria muy restrictiva, que mantenga tasas de interés reales relativas muy altas, tales que atraigan capitales externos que compensen el desequilibrio de cuenta corriente que este crecimiento generaría.

## 2.2. *La balanza de capitales*

Los cambios ocurridos en toda la economía mexicana también han incidido sobre este rubro de la balanza de pagos. Comentamos al principio del ensayo que durante muchos años no hubo gran sensibilidad de los flujos de capitales a los diferenciales de rendimientos entre México y el resto del mundo, por lo que los desequilibrios de la cuenta corriente principalmente eran financiados a través de deuda externa. Sin embargo, a consecuencia de la crisis de deuda externa, desde 1983 la economía mexicana ya no podía financiar su desequilibrio externo con la intensificación del endeudamiento externo. Debía generar mecanismos distintos.

De ahí que después del ajuste recesivo que provocó altos superávits comerciales, el reinicio del crecimiento y el consecuente reinicio del déficit comercial deberían ser cubiertos por el ingreso de capitales de corto plazo a través de la inversión extranjera de cartera (IEC). Esto, en sí mismo, determinó toda una reforma financiera caracterizada, entre otras cosas, por un cambio en la forma de regulación del mercado y una rápida e intensa apertura de los servicios financieros. Del encaje legal se pasó al coeficiente de liquidez y este último se eliminó también, se vendieron los bancos a distintos grupos económicos; se pactó una determinada secuencia para el establecimiento de intermediarios finan-

<sup>29</sup> Crecimiento de la economía norteamericana y la evolución de las tasas de interés mundiales, por nombrar las más importantes quizá.

cieros extranjeros para integrarse al mercado local; se están modificando las reglas de operación del mercado de valores para abrirlo a la cotización de títulos de empresas extranjeras a través de intermediarios financieros locales o extranjeros (Correa, 1994:5).

En consecuencia, toda esta reforma financiera fue la base para cambiar las fuentes del financiamiento del crecimiento económico a partir de 1987. Así, hasta antes de 1988 la IEC tenía un peso muy reducido en el saldo de la cuenta de capitales (SCK). Es más, hasta antes de 1986 la metodología del Banco de México (en su *Informe anual*) no la incorporaba expresamente como tal.

Si tomamos como base el año 1989, observamos que la composición de la cuenta de capitales cambió notablemente, al grado que los flujos de IEC pasaron de representar el 16.2 por ciento del saldo de esa cuenta a 92.1 por ciento en 1993 y, en consecuencia, cayó notablemente la contribución de la inversión extranjera directa (IED) al pasar de 99.9 por ciento a sólo 15.9 por ciento en ese mismo lapso.

CUADRO 8. *México: Cuenta de capitales de la balanza de pagos y tasas de interés, 1987-1993*  
(Millones de dólares)

Años	SCK	IEC	IED	T. de interés *
1987	—575.8	—2 285.8	3 247.6	—9.9
1988	—3 361.4	—3 110.8	2 594.7	38.6
1989	3 037.3	493.3	3 036.9	24.7
1990	8 163.6	1 994.5	2 633.2	10.6
1991	24 134.0	9 876.0	4 762.0	2.9
1992	26 542.0	18 011.0	4 393.0	4.5
1993	30 822.0	28 431.0	4 900.0	8.6

\* Tasa de interés real anual de Cetes a 28 días. Banco de México (varios años) y Castro, *op. cit.*

CUADRO 9. *México: Cuenta de capitales de la balanza de pagos*  
(Millones de dólares, 1989-1993)

<i>Años</i>	<i>IEC/SCK</i>	<i>IED/SCK</i>
1989	16.2	99.9
1990	24.4	32.3
1991	40.9	19.7
1992	67.9	16.6
1993	92.1	15.9

Así, entre 1989 y 1993, particularmente en los últimos dos, el financiamiento del desequilibrio de la cuenta corriente dependió en forma creciente de las divisas que ingresaban a través de la IEC, la cual, por su propia naturaleza, estaba determinando una situación de alta vulnerabilidad para el conjunto de la economía, ya que se trata de capital que se interna al país por los diferenciales de rendimiento de corto plazo. Esto hace que sea altamente sensible (volátil) a cualquier alteración de las variables financieras internas y externas y de todos los componentes de la variable "riesgo-país". Por otro lado, el superávit de la cuenta de capital (generado de esta manera) representa, en última instancia, deuda externa del país con el resto del mundo, ya que en el momento en que los ahorradores externos retiran sus capitales, el sistema financiero mexicano tiene que reembolsar su capital inicial más el rendimiento devengado.

### 2.3. *Tasas de interés, tipo de cambio y actividad económica*

Sin duda que estos cambios que han determinado otra forma de financiar el déficit externo han tenido fuertes repercusiones en la actividad económica mediante sus efectos sobre la tasa de interés y el tipo de cambio. En efecto, el financiamiento obtenido por medio del gran superávit de la cuenta de capitales generado por IEC ha obligado a definir una política monetaria muy restrictiva, que ha mantenido las tasas

de interés reales internas sumamente elevadas. Ello, a su vez, ha tenido consecuencias negativas en la actividad económica nacional, ya que este sólo hecho y su consecuente efecto depresivo sobre la demanda agregada han afectado por partida doble a las empresas. Por un lado, se ha elevado de una manera nada despreciable la carga financiera de los deudores privados y, por otro, la recesión iniciada en 1993 ha golpeado severamente el volumen de sus ventas. En consecuencia, no resulta extraña la evolución de las carteras vencidas de las empresas y la reducción de utilidades de los bancos.

Esta situación ya se hacía notar por las autoridades monetarias (Banco de México, 1993:50) desde principios de 1993, cuando señalaban que la proporción de cartera vencida de 1992 se equiparaba al nivel observado en 1983, año que representó una gran caída del PIB:

La relación entre la cartera vencida y la cartera total de la banca comercial ha mostrado deterioro en los últimos años. De un nivel de 1.7 por ciento al final de diciembre de 1988, dicho coeficiente creció a 5.3 por ciento al cierre del mismo mes de 1992... Cabe recordar que el coeficiente de cartera vencida a cartera total, cuyo pico anual anterior se alcanzó en 1983 (a un nivel de 5.1 por ciento), disminuyó hasta 1.7 por ciento en 1988.

Sin embargo, durante 1994 esta situación se ha agravado aún más. En efecto, entre marzo de 1993 y marzo de 1994 las utilidades netas de los "bancos más antiguos" decrecieron en 4 por ciento y la cartera vencida bruta aumentó en 50.6 por ciento, ambas variables expresadas en términos reales. "Tan importantes han sido los quebrantos... que el coeficiente de las afectaciones para provisiones de la cartera vencida a las utilidades netas se incrementó en el lapso anotado de 81.5 a 102.3 por ciento (*El Financiero*, 24 de mayo de 1994).

Por último, y antes de pasar al análisis de propuestas, es conveniente recuperar algunos elementos que demuestran la incidencia de la evolución del tipo de cambio real sobre el desempeño de la economía mexicana y de la restricción externa.<sup>30</sup>

Como se sabe, un instrumento crucial de toda la estrategia de política económica definida desde 1982 ha sido el tipo de cambio. Durante la fase de ajuste recesivo, esto es, entre 1982 y 1987, la depreciación sistemática fue utilizada como un instrumento fundamental de gene-

<sup>30</sup> Para un análisis más profundo de la determinación del tipo de cambio real y del cálculo de su valor histórico entre 1982 y 1993, véase Loría, 1994.

ración de superávit en la cuenta comercial, aunque ello ocasionó problemas inflacionarios. Por esa razón, desde la aplicación de los pactos estabilizadores en diciembre de 1987, se definió que la reducción inflacionaria dependería en gran medida de la fijación de la paridad nominal, lo que automáticamente determinaba que se iniciara un proceso de sobrevaluación respecto a los picos más altos que había alcanzado en noviembre de 1986 y marzo de 1987, pero sobre todo del nivel que había tenido en diciembre de ese año. Si consideramos como observación base a febrero de 1982, se alcanzaron los siguientes márgenes de subvaluación para esas observaciones: 45.6, 45.5 y 39.8 por ciento. A partir de esta última fecha se inició una reducción de la subvaluación de largo plazo; pero si se considera a diciembre de 1987 como base, a partir de entonces se inició una fase permanente de sobrevaluación cambiaria que ha comenzado a revertirse desde febrero de 1994. (Véase gráfica 4.)

Como se sabe, existe una relación positiva entre ajuste del tipo de cambio y la tasa de interés real, que se expresa en la siguiente ecuación:

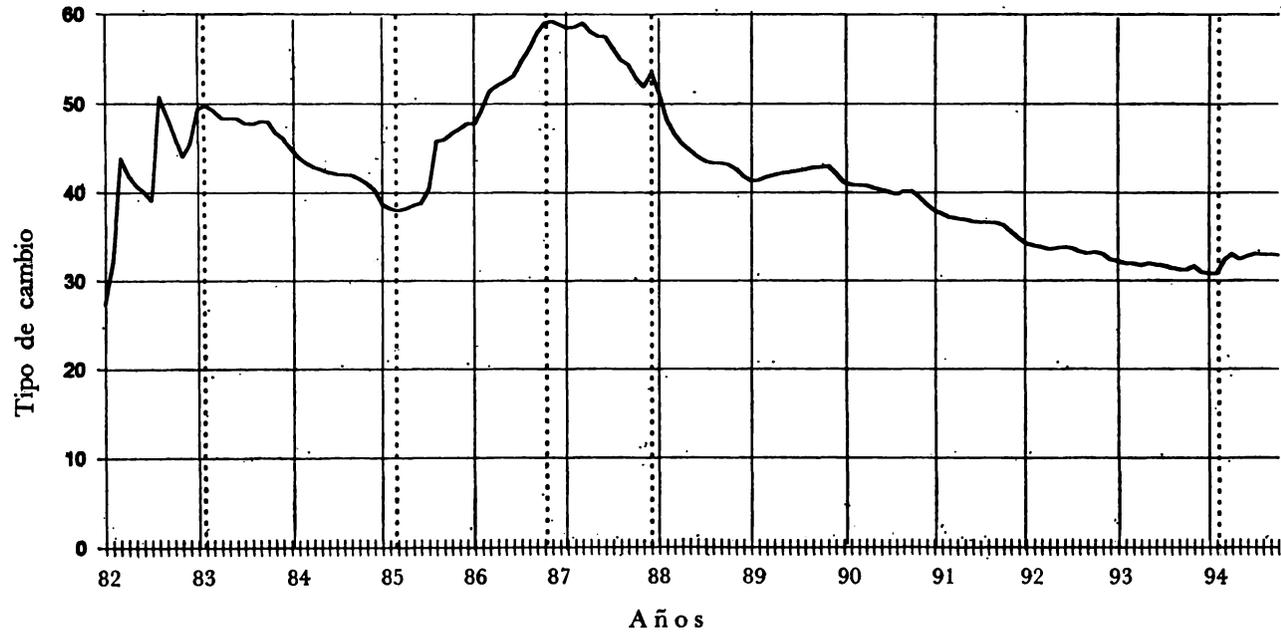
$$i = i^* + p + d$$

Donde:  $i$  = tasa de interés interna;  $i^*$  = tasa de interés externa;  $p$  = premio al riesgo de los inversionistas externos por mantener activos domésticos;  $d$  = tasa de depreciación esperada.

En la medida que la sobrevaluación genera expectativas devaluatorias, necesariamente se incrementa el valor de  $d$ , lo que impacta positivamente a  $i$ ; y, por el contrario, cuando los inversionistas estiman que no habrá ajustes abruptos en la paridad cambiaria,  $d$  tiende a cero. De igual manera, se observa que cuando ha habido devaluaciones reales abruptas, la tasa de interés real ha crecido notablemente para evitar la fuga de capitales.

La hipótesis anterior se ha planteado para la relación entre devaluación esperada (generada básicamente por la sobrevaluación), y devaluación real con la tasa de interés real. Sin embargo, también puede plantearse a través de una relación inversa. En efecto, en la medida que la moneda se sobrevalúa, su valor real cae, con lo cual tiene que aumentar la tasa de interés para mantener o atraer activos financieros externos. Esto se ha observado con claridad en la economía mexicana para todo el periodo de estudio, pero en particular entre 1987 y 1993, periodo en el cual los mercados de activos se han vuelto más eficientes.

GRÁFICA 4. *México: Tipo de cambio real*  
1982.02 = 100



RESTRICCIONES AL CRECIMIENTO

Así, en la medida que se ha observado un proceso de sobrevaluación cambiaria desde 1987, la tasa de interés ha tendido a crecer en forma importante.

Esta correlación negativa entre devaluación y tasa de interés,<sup>31</sup> para la economía mexicana, se demuestra a través del siguiente análisis de correlación por periodos.

<i>Periodo</i>	<i>r</i>
1971-1982	-0.686
1983-1993	-0.205
1987-1993	-0.926
1971-1993	-0.435

De esta manera, en el contexto actual es necesario mantener un tipo de cambio de equilibrio que evite que se generen expectativas devaluatorias que presionen al alza la tasa de interés interna, lo cual se puede lograr manteniendo un deslizamiento moderado dentro de bandas fijas (*crawling peg*), que compense los diferenciales de precios entre México y Estados Unidos.

### CONCLUSIONES

Desde 1983 la estrategia de política económica aplicada en México ha provocado cambios muy importantes tanto en los consensos principales del análisis macroeconómico de economía abierta, como en la efectividad en la utilización de los instrumentos tradicionales de política económica. En ese sentido, hemos visto que se ha reducido la eficiencia de la inversión, se ha intensificado notablemente la restricción externa y que la forma de financiar el creciente déficit comercial mediante la entrada de capital externo de corto plazo ha puesto en una situación

<sup>31</sup> Ambas variables calculadas en tasas de cambio (primeras diferencias) de los logaritmos.

de alta vulnerabilidad al proyecto económico en el corto y mediano plazos. También hemos demostrado que se han reducido los grados de libertad de la política económica, en virtud de que de los cuatro instrumentos tradicionales con que cuenta un gobierno para obtener los principales objetivos, ahora solamente se mantiene uno, que es la política cambiaria, y dentro de límites rigurosos de manejo. En efecto, la política monetaria desde hace algunos años —cuando inició el financiamiento del cuantioso déficit de cuenta corriente por medio de la entrada de capitales extranjeros de corto plazo— prácticamente se ha circunscrito a esterilizar las altas variaciones de las reservas internacionales y a mantener la estabilidad del tipo de cambio de corto plazo.<sup>32</sup> En ese sentido, la política monetaria ha perdido capacidad como instrumento de reactivación de la economía y ha pasado a ser un importante instrumento de estabilidad de precios.<sup>33</sup>

La política comercial —expresada en la apertura comercial— se ha aplicado como un instrumento de incremento de la productividad y, en consecuencia, se ha pretendido convertirla en un mecanismo corrector de precios y de ganancias extraordinarias del sector empresarial. La política fiscal, por su parte, mediante su rigurosa disciplina, se ha definido como un importante instrumento de estabilización de expectativas y de corrección en la asignación de recursos del sistema financiero mexicano.

Así, se ha demostrado que la estrategia económica neoliberal ha disminuido la capacidad de crecimiento, ha intensificado la tradicional restricción externa y ha reducido los grados de libertad de la política económica.

En estos momentos en que es necesario atender demandas sociales rezagadas, se vuelve imperativo reiniciar el crecimiento económico. Ello supone, por necesidad, actuar sobre los elementos que han intensificado esa restricción. En este trabajo ha quedado demostrado que es necesaria la recuperación de la inversión pública, pero a través de la definición de toda una política industrial que permita reducir esa restricción externa. Es posible hacer esto sin necesidad de afectar el

<sup>32</sup> Esto ha sido planteado claramente por las autoridades hacendarias en varios foros y documentos, ya que estas operaciones de esterilización tratan de mantener estable (o al menos bajo cierto control) la base monetaria, y con ello, evitar presiones inflacionarias. Al respecto véanse los informes anuales del Banco de México de los últimos tres años.

<sup>33</sup> Incluso no resulta aventurado plantear que la política monetaria en buena medida ha quedado subordinada a la obtención de metas muy rigurosas de inflación.

equilibrio fiscal, siempre y cuando se reduzcan las tasas de interés, ya que así se disminuirá el pago de deuda pública interna.

En un contexto de macroeconomía abierta, una condición indispensable para reiniciar el crecimiento requiere la reducción de la tasa de interés y la elevación del tipo de cambio real. Es prácticamente imposible lograr la recuperación sin ajustar esa relación. La reducción de la tasa de interés permitiría, simultáneamente, reducir el gasto público no programable canalizado al pago de la deuda pública e iniciar la recuperación económica al bajar la carga financiera de las deudas privadas, facilitar el acceso al crédito y orientar parte importante del capital financiero al sector productivo. Por otro lado, la recuperación paulatina —no abrupta— de la paridad cambiaria, sin duda redundará en un mejoramiento de las exportaciones netas y en un estímulo al consumo doméstico.

En este trabajo se ha demostrado la incidencia de la política cambiaria sobre el crecimiento económico por sus efectos sobre importaciones, exportaciones, consumo y el multiplicador de la inversión. Esta importancia resulta aún mayor dentro de la coyuntura económica actual en que la política comercial ha dejado de ser factor de protección, al igual que la política monetaria factor de expansión.

Dentro del contexto actual de globalización y con la operación del Tratado de Libre Comercio con Norteamérica, es muy poco probable regresar a una política comercial proteccionista y de financiamiento del crecimiento basado en la deuda externa. En gran medida, este acuerdo comercial es la coronación de toda la estrategia definida desde 1983 y asegura la continuidad de la política económica en los años por venir. De ahí que la corrección de la balanza comercial y de cuenta corriente deberá basarse en un gran esfuerzo exportador, determinado principalmente por mejoramientos endógenos de las plantas productivas y, en menor medida, por una recuperación abrupta del tipo de cambio.

Todas las estimaciones realizadas demuestran la importancia crucial del tipo de cambio real en la determinación de estas variables. Por ello, consideramos que la recuperación gradual del tipo de cambio real es un factor decisivo para el éxito de un programa de crecimiento de corto y mediano plazos y más aún dentro de las restricciones que marca el actual esquema de política económica.

Esto no significa que argumentemos que la devaluación abrupta tenga efectos económicos y sociales virtuosos, sino que en el contexto actual su recuperación paulatina permitirá generar las condiciones necesarias

para reanudar el crecimiento con menor consumo de divisas, al actuar favorablemente sobre un conjunto de variables macroeconómicas.

Hay que evitar al máximo la sobrevaluación cambiaria, más aún en un contexto macroeconómico como el actual. Muy diversos estudios empíricos han demostrado los efectos negativos de mantener tipos de cambio sobrevaluados por largo tiempo (al respecto, véase Dornbusch, 1991b).

Por último, es condición necesaria —aunque no suficiente— la reanudación del crecimiento para mejorar las condiciones de bienestar del grueso de la población. Sin embargo, es también necesario ajustar nuestro concepto integral de crecimiento. En las condiciones actuales es muy poco probable alcanzar tasas medias de crecimiento superiores al 3 o 4 por ciento, en virtud de la restricción externa, además de que el conjunto de países del mundo, después de la crisis de deuda externa,<sup>34</sup> está pasando por una nueva (o al menos distinta) fase de crecimiento económico, caracterizada por tasas muy inferiores a las observadas en décadas pasadas y cuya base se encuentra de manera importante en el comercio exterior.<sup>35</sup>

Esto obliga a pensar y repensar el crecimiento en términos cualitativos y no sólo cuantitativos, lo cual a su vez abre nuevas líneas de investigación y exige nuevos ejercicios analíticos y de creatividad intelectual.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Aspe, P., "Estabilización macroeconómica y cambio estructural. La experiencia de México (1982-1988)", en Bazdersch, C., *et al.* (compiladores), *México, Auge, crisis y ajuste, El Trimestre Económico*, Col. Lecturas, núm. 73, tomo 2, México, FCE (1992).
- , *El camino mexicano de la transformación económica*, México, FCE (1993).
- Banco de México, *Informe anual*, México, Banco de México (varios años).
- , *Exposición sobre la política monetaria para el lapso 1o. de abril de 1994-31 de dic. de 1994*, Banco de México (1994).
- Banco Interamericano de Desarrollo, *Progreso económico y social en América Latina, Informe 1993*, Washington, D. C. USA (1993).

<sup>34</sup> Quizá con la excepción de los países del sudeste asiático y China.

<sup>35</sup> Al respecto véase Ibarra, 1994.

- Castro, C.; Loría E.; Mendoza, M. y Carvajal, L. *Eudoxio: modelo macroeconómico de la economía mexicana*, México, Fac. Economía, UNAM y UAEM (1994).
- Córdoba, J., "Diez lecciones de la reforma económica mexicana", en *Nexos* 158, febrero, México (1994).
- Correa, M., "Reforma financiera y cartera vencida", en *Economía Informa*, núm. 229, mayo-junio, México, Fac. Economía, UNAM (1994).
- Dornbusch, R., "Balance of payments issues", *The open economy. Tools for policy makers in developing countries*, Dornbusch, R. & Helmers, L. (Editors), 4th. printing, Oxford University Press, USA, The World Bank (1991a).
- , *Overvaluation and trade balance*, en *ibid.* (1991b).
- Ibarra, D., "Reforma económica y Tratado de Libre Comercio", en *Comercio Exterior*, vol. 44, núm. 6, junio, México, Bancomext. (1994).
- Krugman, P. y Obstfel, M., *Economía internacional. Teoría y política*, 2a. ed. España, McGraw Hill (1994).
- López, J., "Transferencias externas, ajuste interno y potencial de crecimiento", en *La edad de plomo del desarrollo latinoamericano*, Ros. J. (compilador). ILET-El Trimestre Económico, Col. Lecturas, núm. 77, México, FCE (1993).
- Loría, E., *El Estado y la Burguesía en su lucha por la hegemonía en México, 1970-1976*, Tesis de licenciatura, México, UNAM-ENEP Acatlán (1984).
- , "El peso mexicano, 1982-1993" ¿Está sobrevaluado?, en *Ciencia Ergo Sum*, núm. 1, vol. 1, Toluca, México, UAEM (1994a).
- , y Carbajal, L., "El efecto de las políticas cambiaria y salarial sobre las exportaciones manufactureras en México, 1960-1990", *Investigación Económica*, núm. 201, abril-junio, México, UNAM (1993).
- , "Ingreso y balanza comercial de la industria manufacturera mexicana, 1970-1992", *Comercio Exterior*, vol. 44, núm. 5, México, Bancomext. (1994b).
- Rivera-Bátiz, F. y Rivera-Bátiz, L., *International finance and open economy macroeconomics*, MacMillan Publishing, USA (1989).
- Zabludowky, J., *Trade liberalization and macroeconomic adjustment in Mexico 1983-1988*, Preliminary draft, April, USA (1989).

## ANEXO ECONOMÉTRICO

*Pruebas de diagnóstico*


---

	<i>Estadístico F</i>	<i>Probabilidad</i>
<i>Autocorrelación</i>		
<i>[LM<sup>2</sup>]</i>		
<i>Ecuaciones</i>		
[1] Consumo privado	0.12	0.89
[2] Importaciones	1.36	0.28
[3] Exportaciones	0.11	0.90
[4] Multiplicador de la inv.	2.93	0.08
<i>Heterocedastidad</i>		
<i>Ecuaciones</i>		
[1] Consumo privado		
White	1.95	0.13
ARCH [1]	0.97	0.33
ARCH [2]	0.98	0.39
[2] Importaciones		
White	0.35	0.93
ARCH [1]	1.1	0.31
ARCH [2]	0.70	0.51
[3] Exportaciones		
White	1.42	0.27
ARCH [1]	1.50	0.24
ARCH [2]	0.65	0.53

---

EDUARDO LORÍA DÍAZ  
CUADRO. (*Continúa*)

---

[4] Multiplicador de la inv.		
White	2.19	0.10
ARCH [1]	0.04	0.84
ARCH [2]	1.14	0.34

*Normalidad*  
[Jarque-Bera]

*Ecuaciones*

[1] Consumo privado		0.66
[2] Importaciones		0.16
[3] Exportaciones		0.94
[4] Multiplicador de la inv.		0.88

---

---

*Cambio estructural*

---

a) *Estabilidad de parámetros individuales*

*Ecuaciones*

[1] Consumo privado	Parámetros estables
[2] Importaciones	Parámetros estables
[3] Exportaciones	Parámetros estables
[4] Multiplicador de la inv.	Parámetros estables

b) *Cusum*

*Ecuaciones*

[1] Consumo privado	NRHo
[2] Importaciones	NRHo
[3] Exportaciones	NRHo
[4] Multiplicador de la inv.	RHo (1984-1987)

c) *Cusumq*

*Ecuaciones*

[1] Consumo privado	RHo (1984-1987)
[2] Importaciones	NRHo
[3] Exportaciones	NRHo
[4] Multiplicador de la inv.	NRHo

*Colinealidad*

*Ecuaciones*

[1] Consumo privado	No existe
[2] Importaciones	No existe
[3] Exportaciones	No existe
[4] Multiplicador de la inv.	No existe

---