

México después de la crisis de la deuda: ¿será sostenible el crecimiento?

Daniel Oks y Sweder van Wijnbergen

La participación de México en los mercados internacionales de capital ha seguido una trayectoria de vaivén: de riqueza a pobreza y viceversa. Se pueden distinguir claramente cuatro periodos: *a)* préstamos internacionales regulares y constantes durante las décadas de los años cincuenta y sesenta; *b)* una explosión en el endeudamiento internacional a través de bancos comerciales sindicados desde mediados de los años setenta hasta 1982; *c)* una fuga masiva de capitales, acceso nulo a acreedores privados y uso exclusivo de fuentes oficiales de 1982 a 1990; *d)* regreso masivo del capital que se había fugado, una escasez continua de préstamos sindicados, pero una fuerte expansión de la inversión extranjera directa, las inversiones en cartera y la colocación de bonos.

Este historial genera una serie de preguntas fascinantes. ¿Cómo es que en México los individuos claramente vieron venir la tormenta, según lo atestigua la rápida fuga de capitales que se inició incluso en 1980, mientras que la banca comercial hasta el último momento siguió volcando dinero en una expansión fiscal claramente insostenible? ¿Cómo se llegó a renegociar una reducción de la deuda para que los

Los puntos de vista expresados en este artículo son los de los autores y no necesariamente representan los del Banco Mundial. Traducción del inglés de Susana Marín de Rawlinson.

mercados internacionales de capital apoyaran finalmente un programa de reformas que para entonces llevaba ocho años funcionando? De hecho, ¿cómo se explica el éxito tan espectacular de la renegociación de la deuda mexicana para restablecer el acceso entonces vigente en México a los mercados de capital, en vista de que la reducción de la deuda en términos del valor descontado fue de apenas 12 000 millones de dólares, en una economía de 300 000 millones de dólares?

Mostraremos que el financiamiento de la expansión actual difiere drásticamente de cualquier periodo anterior en la historia de México. Pero, ¿son motivo de preocupación el patrón y la tasa de endeudamiento actual en niveles totalmente imprevistos en el momento de la renegociación de la deuda? ¿Cuál ha sido la contraparte macroeconómica nacional de los grandes influjos de capital que recibió México desde 1990? ¿Fue el mercado deterioro de la cuenta corriente únicamente resultado del aumento de la inversión privada o también desempeñaron un papel importante las alzas en el consumo privado y en los déficit del sector público? A pesar del repentino incremento en la inversión privada, el crecimiento económico reciente ha sido decepcionantemente bajo. ¿Señala este deterioro debilidades estructurales en la economía mexicana? La sostenibilidad del crecimiento se apoyará en última instancia en un aumento del ahorro nacional y en la capacidad del país para lograr superávit comerciales en el futuro. En el caso de México, el Tratado de Libre Comercio decidirá la forma que ha de adoptar la dinámica del ajuste. ¿Qué papel desempeñarán los factores cíclicos y los factores estructurales en este proceso? A fin de cuentas, ¿debe intervenir el gobierno? Y de ser así, ¿de qué manera?

En seguida se intenta dar respuesta a estas preguntas. En la primera sección se analizan las pautas de los flujos de capital hacia adentro y hacia afuera del país, con un énfasis en los sucesos que condujeron al plan Brady y a la dramática reversión en 1989-1990 de los flujos de capital. El efecto interno del plan Brady se analiza en la segunda sección. La contraparte macroeconómica de los influjos masivos de capital en 1990-1992 fue un marcado aumento en la inversión y el consumo privados. Para evaluar la sostenibilidad del crecimiento de la producción se quiere analizar los factores de estos componentes de la demanda agregada. En la tercera sección se estudian los factores estructurales y cíclicos de la inversión privada. Las posibles causas de la reciente desaceleración económica se discuten en la cuarta sección. En la sección evaluamos la sostenibilidad del crecimiento de la producción, concentrándonos en los factores estructurales y cíclicos del ahorro privado, la

eficiencia de la inversión y la competitividad externa de México. En la última sección se presenta un resumen de las principales conclusiones.

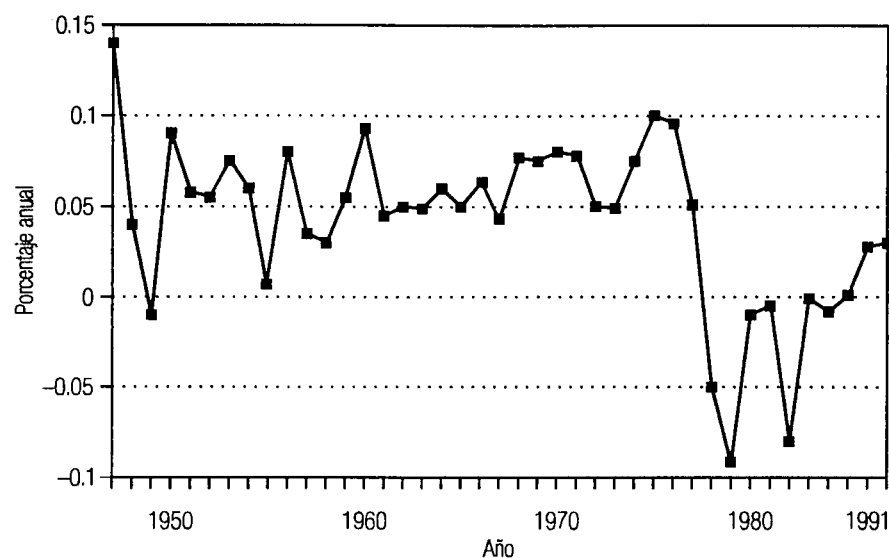
México y el sistema financiero internacional: las pautas del flujo de capital hacia adentro y hacia afuera de México¹

Los años cincuenta y sesenta fueron un periodo de políticas fiscales conservadoras, crecimiento continuo y regular, y bajos niveles de inflación. El ambiente internacional se mostraba propicio según normas posteriores y las tasas de interés reales se encontraban muy por debajo de la tasa de crecimiento de México; como resultado, el país pudo sostener déficit en su cuenta corriente sin intereses durante todo el periodo, al mismo tiempo que mantenía su tasa de salida de deuda en alrededor de 20% (gráfica 1).

Todo esto llegó a su fin cuando los descubrimientos de petróleo a fines de los años setenta, seguidos por la segunda explosión de precios de la OPEP en 1979, dieron lugar a una fuerte expansión fiscal en México, al mismo tiempo que los bancos trataban de reciclar los sobrantes de la OPEP. Las tasas de interés reales en los mercados internacionales de capital cayeron repentinamente a números negativos mientras que la fuerte expansión fiscal fomentada por la explosión de los ingresos petroleros impulsó la tasa de crecimiento de México. Una medida de la extraordinaria promoción del endeudamiento en esa época fue que, a pesar del cambio sumamente favorable en el diferencial de la tasa de crecimiento, México logró duplicar su razón deuda-producto entre 1974 y 1982. Además, la verdadera medida de esta expansión queda encubierta por una fuerte apreciación real, que redujo la tasa de crecimiento de la razón deuda-producto; mientras que esta última apenas se duplicó, el valor real de la deuda externa de México se triplicó en precios extranjeros constantes.

La puesta en marcha de políticas monetarias antiinflacionarias en Estados Unidos y en el Reino Unido en 1979 cambió repentinamente el ambiente internacional en detrimento de México. Las tasas de interés reales se volvieron abruptamente positivas, mientras que después de la euforia de 1979 los precios del petróleo se vinieron abajo casi con

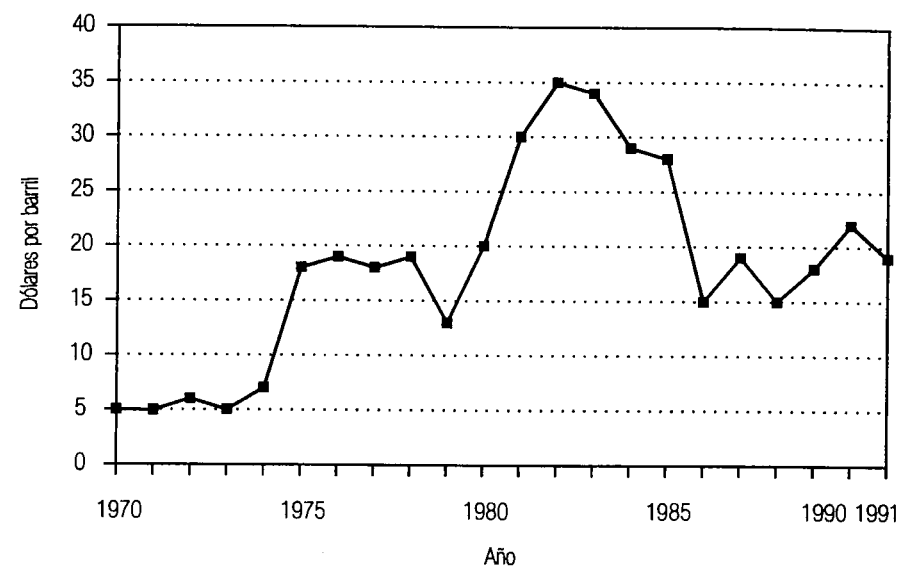
¹ La fuente de las gráficas de esta sección y las siguientes es INEGI y el Banco de México.

Gráfica 1. El crecimiento del PIB de México menos tasas de interés reales en el extranjero 1951-1991

la misma rapidez con que antes habían subido (gráfica 2). Estos cambios adversos en los términos comerciales intertemporales y estáticos de México constituyeron un signo de alarma sobre su estrategia de endeudamiento que, durante un tiempo sorprendentemente prolongado, no recibió atención no sólo del gobierno mexicano, sino de los bancos privados que daban créditos a México. Los préstamos de bancos sindicados siguieron fluyendo durante 1980, 1981 e incluso 1982.²

El sector privado dentro del país dio muestras de una mejor visión: 1981 es el año en que explotó la fuga de capitales (gráfica 3). Las consiguientes pérdidas en las reservas de divisas obligaron a la eliminación de la política cambiaria que México había seguido durante décadas, en la que se fijaba el tipo de cambio contra el dólar, a pesar de una enconada defensa de la paridad del dólar por parte del presidente saliente. En agosto de 1982, la presión había aumentado a tal grado que México

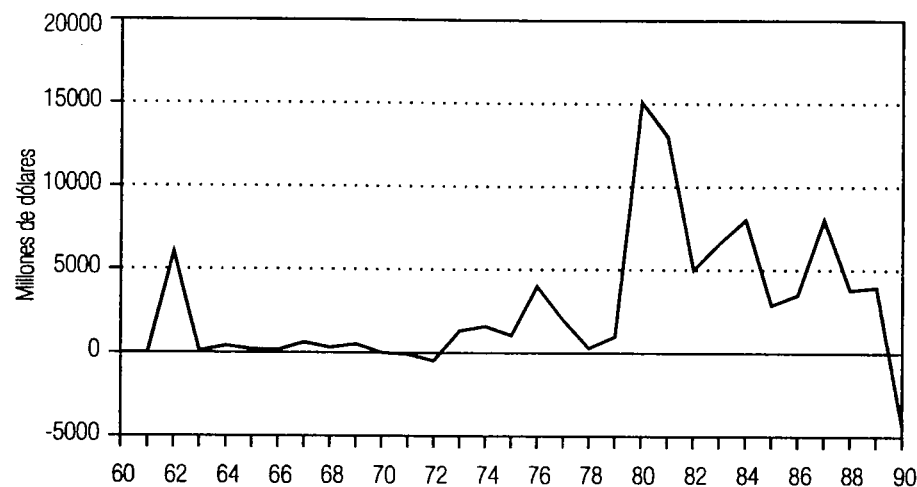
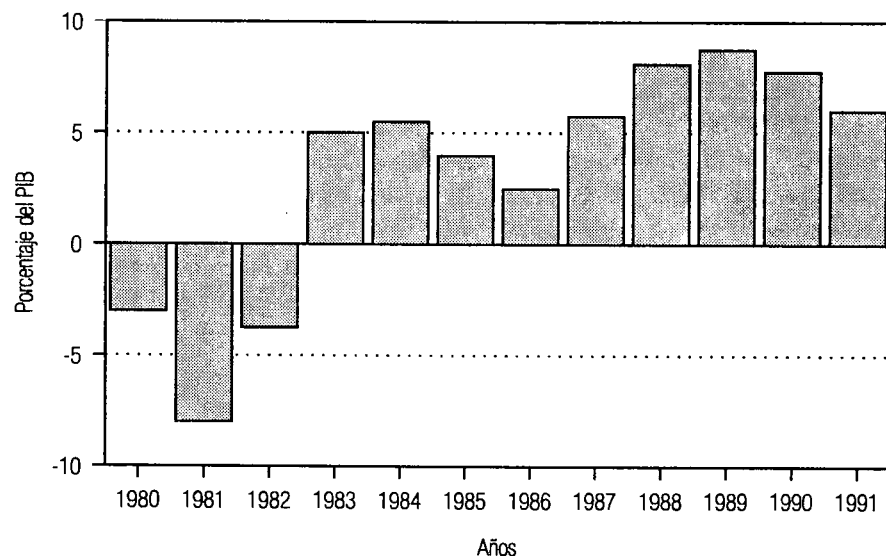
² Los préstamos a paraestatales pueden haberse visto alentados por garantías gubernamentales explícitas. Queda sin definirse el grado en que los préstamos a empresas privadas fueron el punto de garantías gubernamentales "implícitas". En 1983 el gobierno creó un fideicomiso (FICORCA), por medio del cual absorbía el riesgo del tipo de cambio real de las deudas privadas del extranjero. Estos puntos los señaló una referencia anónima.

Gráfica 2. El precio real del petróleo

anunció la suspensión del servicio de la deuda sobre sus préstamos comerciales, con lo que se inició lo que desde entonces se conoce como la crisis de la deuda. En una inversión dramática de la situación, el acceso a los créditos privados se detuvo prácticamente de un día para otro y dio paso a un periodo de cambios radicales en el país.

Mientras reestructuraba cantidades significativas de su deuda dos veces en los siguientes seis años, en el mismo periodo México hizo grandes transferencias netas a sus acreedores privados (en promedio 6% del PIB), cumpliendo con el servicio de sus intereses durante todo ese tiempo. La contraparte nacional de esta transferencia externa fue un ajuste fiscal sin paralelo (gráfica 4). El déficit sin intereses del sector público, de 8% del PIB en 1981, se convirtió en un superávit de 5% en los dos años siguientes al inicio de la crisis de la deuda. El superávit sin intereses tuvo un incremento aún mayor durante el exitoso programa de estabilización de México (1988-1991).

En el periodo inmediato posterior a la crisis de la deuda, México se volvió de manera intensa hacia el interior, colocó literalmente todos los flujos comerciales bajo controles cuantitativos e impuso controles de capital estrictos, aunque al final infructuosos. A la manera inglesa clásica de Cambridge, se diseñaron restricciones cuantitativas para

Gráfica 3. Cambios en las reservas de capital acumulado**Gráfica 4.** Balanza fiscal primaria

mantener a raya la balanza de pagos mientras que una modesta expansión fiscal, iniciada en 1984-1985 habría de restablecer el crecimiento. En cambio, surgió una crisis inmediata en la balanza de pagos que requirió un programa de contingencias del FMI. De hecho, México tuvo que basarse casi exclusivamente para su capital externo en los acreedores oficiales (cuadro 1).

En 1986, tras enfrentar desastres naturales (los terremotos de la ciudad de México en el año anterior) y una caída en los precios del petróleo, el gobierno mexicano operó un valeroso cambio de actitud en sus políticas económicas. Durante los siguientes cuatro años, se diseñó y se puso en práctica uno de los más amplios y radicales programas de reforma económica que se hubiera intentado jamás, con el apoyo masivo del Banco Mundial y, en menor grado, del FMI. Se eliminaron casi por completo las restricciones cuantitativas, los aranceles se redujeron a un promedio de aproximadamente 12%, se instauró un programa masivo de desregulación industrial y agilización administrativa y se puso en marcha una extensa reforma del sector financiero. Esta última convirtió un sistema bancario prácticamente en quiebra en un éxito espectacular de privatización (el gobierno recibió más de 12 000 millones de dólares por la venta de los bancos comerciales en 1991-1992). Coronó esta serie de acciones un drástico programa de privatización, que redujo la porción del PIB producida por empresas oficiales de aproximadamente 24% en 1985 a alrededor de 6% en 1992 (la mayor parte de este porcentaje está representada por la compañía petrolera nacional, Pemex). Además, cuando la inflación no respondió a las políticas fiscales restrictivas de mediados de los años ochenta, en diciembre de 1987 el gobierno anunció el Pacto, un trato entre el gobierno, las compañías privadas y los sindicatos, para estabilizar la economía combinando una mayor moderación en las políticas fiscales y monetarias, respaldada con controles de salarios y precios, y la congelación por un año del tipo de cambio con el dólar. Después se adoptó un tipo de cambio con deslizamiento estable.

Durante todo este periodo, los mercados de capital privados no le proporcionaron a México lo necesario para cubrir el lapso entre los costos en el corto plazo y los beneficios en el largo plazo del programa de reformas. Por el contrario, México tuvo que seguir recurriendo a las instituciones financieras internacionales, quienes apoyaron cada vez más las reformas de México con un incremento sustancial de la extensión de su riesgo en el país. De hecho, en su punto más alto en 1991, el Banco Mundial tenía alrededor de 12% de sus activos vigentes en

Cuadro 1. Flujos de recursos (en millones de dólares)

	Flujos de deuda		Otros flujos			Flujos totales
	Acreedores oficiales	Acreedores privados	Total a + b	a) Inversión extranjera directa	b) Inversión en cartera	
1970	141.70	571.02	316.24	316.24	0.00	1 028.96
1971	85.90	582.48	324.15	324.15	0.00	992.53
1972	145.10	468.87	281.20	281.20	0.00	895.17
1973	172.60	2 163.38	363.02	363.02	0.00	2 698.99
1974	325.40	3 734.49	549.55	549.55	0.00	4 609.43
1975	380.80	5 102.58	505.20	505.20	0.00	5 988.40
1976	300.70	5 423.67	517.40	517.40	0.00	6 241.40
1977	301.90	2 671.54	540.33	540.33	0.00	3 513.77
1978	257.80	3 120.96	826.85	826.85	0.00	4 205.61
1979	283.10	5 080.37	1 331.83	1 331.83	0.00	6 695.30
1980	794.90	9 736.90	2 155.08	2 155.08	0.00	12 686.89
1981	933.60	26 847.32	2 835.67	2 835.67	0.00	30 616.59
1982	1 620.10	7 299.47	1 657.30	1 657.30	0.00	10 576.87
1983	-275.90	2 109.53	460.50	460.50	0.00	2 294.13
1984	836.06	831.09	391.10	391.10	0.00	2 058.25
1985	809.33	-1 732.82	490.47	490.47	0.00	-433.02
1986	1 478.60	-1 330.27	1 521.96	1 521.96	0.00	1 670.29
1987	888.80	85.47	3 247.62	3 247.62	0.00	4 221.89
1988	997.00	-3 285.97	2 594.65	2 594.65	0.00	305.68
1989	937.00	-259.72	3 530.24	3 036.90	493.34	4 207.52
1990	4 175.00	7 717.42	4 627.72	2 633.24	1 994.48	16 520.13
1991	1 400.00	7 948.24	12 301.50	4 761.50	7 540.00	21 649.74

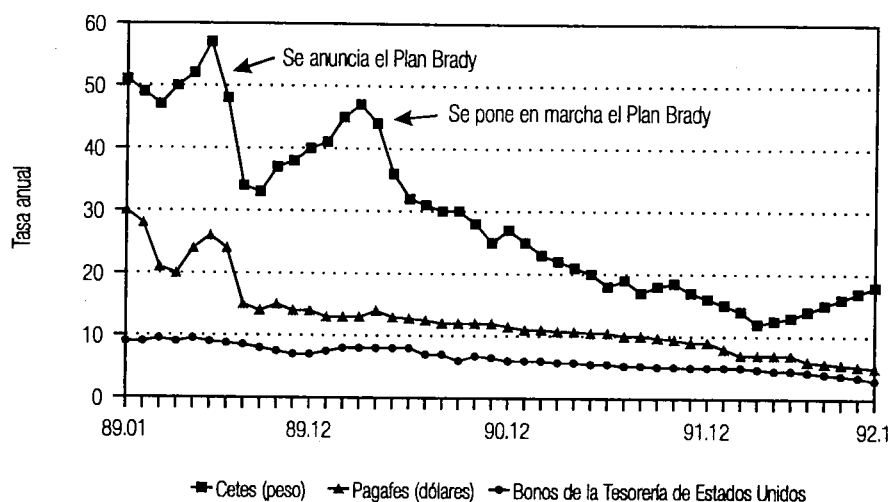
Fuente: Banco de México.

México, el equivalente a casi 20% más de lo que se permite normalmente para cualquier país (una extensión de riesgo de 10% pone en alerta al Banco).

Hay quien argumenta que los continuos préstamos de las instituciones financieras internacionales durante este periodo demuestran que estas instituciones a fin de cuentas son poco estrictas y que su posición privilegiada resulta dudosa (Bulow y Rogoff, 1990). En nuestra opinión ésta es una interpretación seriamente errónea de la situación. Ambas instituciones otorgaron créditos de tal magnitud, porque según su punto de vista las políticas de ajuste en México merecían que se les diera la oportunidad y tenían altas probabilidades de éxito; la eficiencia económica justificaba entonces los préstamos contra la recuperación futura de la producción. Los sucesos posteriores claramente justificaron ese punto de vista. A fin de cuentas, fueron los créditos de los bancos comerciales estrictos los que sufrieron rebajas entre 1989 y 1990, mientras que los intereses de los préstamos del FMI y del Banco Mundial se cumplen meticulosamente, incluso ahora que ambos han ingresado en un periodo de transferencias negativas a México. Es totalmente plausible argumentar que la falta de apoyo de los bancos comerciales al programa de reformas mexicano (más allá de la reestructuración de las deudas y montos nuevos relativamente pequeños) demostró una falta de visión tan grande como su financiamiento irrestricto de la expansión fiscal insostenible de López Portillo a fines de los setenta y principios de los ochenta. Las instituciones financieras internacionales permitieron que el programa de ajuste de México se desarrollara al mismo tiempo que se reducían (lo más posible) los sacrificios nacionales que habrían sido económicamente ineficientes y políticamente suicidas.

El papel de las instituciones financieras internacionales adquirió mayor importancia en 1985 con el plan Baker. El plan Baker exigía que la reestructuración de las deudas con bancos comerciales (inclusive nuevos créditos) fuera asociada a programas de reforma estructural con el sello de aprobación de las instituciones financieras internacionales (a menudo en conexión con préstamos de ajuste estructural de estas instituciones). Aunque el ajuste fiscal en México se había iniciado en 1982, forzado por la crisis de la deuda, la reforma comercial se inició en 1985-1986; la instigó el fracaso de las políticas anteriores, aunque coincidió con el aumento de la influencia de las instituciones financieras internacionales con el plan Baker. Aunque la reforma estructural se aceleró, los nuevos montos otorgados por los bancos comerciales no

Gráfica 5. México: las tasas de interés

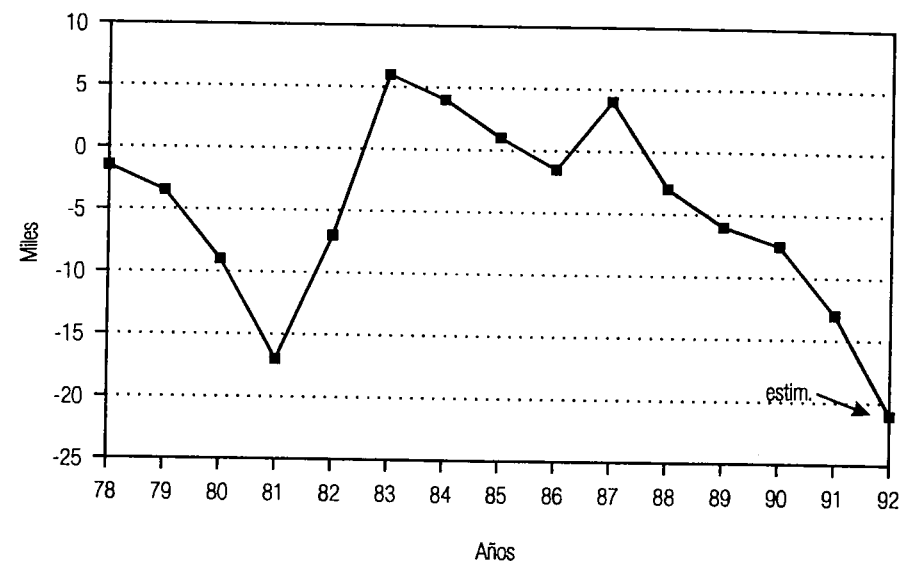


fueron suficientes para restablecer la confianza o para impulsar el crecimiento.

El paquete Brady para la reestructuración de la deuda de México inició un periodo de cambio total (segunda sección). Aunque el paquete en sí se ejecutó con ayuda de una infusión importante de dinero del Banco Mundial, el FMI y Japón (para una historia detallada, véase van Wijnbergen, 1991), el capital privado empezó a volver casi de inmediato. La respuesta inicial del gobierno fue dejar que las tasas de interés bajaran en lugar de que las cantidades fluyeran hacia adentro; las tasas de interés cayeron 20 puntos porcentuales en unos cuantos días después de que se hizo público el paquete (gráfica 5). Una vez que se puso en marcha el paquete y se disiparon las dudas sobre la capacidad de México para financiar la acumulación de los diversos fondos de garantía requeridos, el dinero privado regresó en grandes cantidades.

El análisis de la fuga de capitales en que nos basamos (Brideau *et al.*, 1992) sólo emplea datos anuales, de manera que no se pueden señalar puntos precisos dentro de 1990; sin embargo, el análisis (gráfica 3) muestra claramente un cambio drástico en 1991. Por primera vez en todo el periodo cubierto, volvió el capital que se había fugado. Los influjos de capital registrados también se dispararon a la alza. Los bancos comerciales empezaron a emitir Euro-CD, la inversión extranjera directa creció por un factor de cinco en dos años y la inversión en

Gráfica 6. México: déficit de la cuenta corriente (millones de dólares)



cartera (en gran medida en respuesta al muy exitoso programa de privatización) se elevó considerablemente (cuadro 1).

Pero la naturaleza de los flujos de capital difería mucho de lo que existía en los periodos anteriores. Los grandes préstamos comerciales son sin duda cosa del pasado; gran parte de la porción de los flujos de entrada que no corresponde a títulos constituye un proceso de reintermediación más que de inversiones de extranjeros en activos mexicanos; y los extranjeros están adquiriendo una cantidad de títulos mayor que nunca antes.

Los periodos de vencimiento más largos y la mayor participación de capital de riesgo reducen la vulnerabilidad de México a una crisis potencial. No obstante, gran parte de la entrada de capital claramente es un ajuste de reservas en lugar de un flujo continuo: el programa de privatización ha terminado (el valor de lo que queda por privatizar es relativamente reducido), y los mexicanos pueden traer su dinero de regreso solamente una vez. Esto hace surgir nuevamente el tema de la sostenibilidad (secciones tercera a quinta), sobre todo porque el proceso en su totalidad se ha visto acompañado por un deterioro sin precedentes en la cuenta corriente de México. La cuenta corriente de México se

Cuadro 2. Fuentes macroeconómicas del déficit de la cuenta corriente

	1991 vs. 1985-1988 (puntos porcentuales del PIB)
Deterioro de la cuenta corriente	4.8
Incremento en el ahorro público neto ¹	3.7
Aumento en la inversión privada	3.6
Reducción en el ahorro privado (= 1 + 2 - 3)	4.9

Fuentes: INEGI y Banco de México

¹ Aumento en el balance fiscal operativo (ajustado para la inflación).

redujo de un superávit de 3 800 millones de dólares en 1987 a un déficit de 13 200 millones de dólares en 1991 (gráfica 6).

La preocupación por el deterioro de la cuenta corriente se deriva de sus fuentes tanto como de su tamaño. Casi 60% del deterioro de la cuenta corriente entre 1985-1988 y 1991 fue consecuencia de la reducción del ahorro privado y el 40% restante dio como resultado una mayor inversión privada (cuadro 2). Así pues, la discusión sobre la sostenibilidad se concentra en los determinantes del ahorro y la inversión privados. Por supuesto, sin la marcada mejora del ahorro público neto (el ahorro público menos la inversión pública) el déficit de la cuenta corriente habría sido sustancialmente mayor.

En seguida analizaremos los mecanismos específicos a través de los cuales el plan Brady ayudó a abrir las puertas a una oleada de flujos de capital a México y a restablecer la inversión privada en el país.

El efecto del plan Brady en la inversión y en las tasas de interés en México³

La inversión privada y las tasas de interés se vieron afectadas favorablemente por la reestructuración de la deuda externa de México con base en el plan Brady. El plan Brady condujo a una reducción de la transferencia neta anticipada a los acreedores extranjeros (*TN*) y a

³ Esta sección se basa en Claessens, Daniel Oks y Sweder van Wijnbergen (1992).

una disminución de la varianza de la transferencia neta anticipada (*STN*). La hipótesis que aquí se examina es que el descenso de la varianza desempeñó un papel mucho más importante que el descenso de la transferencia neta en la reducción del riesgo cambiario. Y aunque la reducción de la transferencia neta desempeñó un papel importante en la reducción del riesgo del país, esta última fue relativamente limitada en comparación con la reducción del riesgo cambiario.

Para analizar el efecto macroeconómico del plan Brady consideramos en primer lugar el efecto en la acumulación de capital físico y en segundo, el efecto en las tasas de interés. Después separamos el riesgo cambiario del riesgo más general del país analizando la respuesta al plan Brady de los instrumentos de deuda mexicanos en moneda nacional y los denominados en dólares (respectivamente, Cetes y Pagafes).

Reducción de la deuda y la inversión privada

En la ecuación 1 se relaciona la inversión privada⁴ con las medidas de transferencia neta y varianza del flujo de transferencias anticipadas utilizando mínimos cuadrados ordinarios. Consideremos en primer término la hipótesis del sobreendeudamiento, con *TN*, como la medida del promedio de las transferencias externas netas (anticipadas) proyectadas de salida,⁵ como sustituto de la carga fiscal futura:

$$\log(Ip) = 0.856 - 0.006 \times \log(TN) + 0.808 \times \log(Ip_{-1}) \quad (1)$$

(1.32) (-0.32) (6.34)

$$R^2 = 0.59 \quad \text{Estadístico } H = -1.16 \quad F = 21.6 \quad \text{Muestra: 1988.04-1990.12}$$

El valor del estadístico *H* (no puede utilizarse la prueba más convencional de Durbin-Watson por la presencia de variables endógenas

⁴ El índice mensual de inversión fija privada publicado en los "Indicadores Económicos" del Banco de México.⁵ El procedimiento para calcular la *TN* y la *STN* (véase más adelante) se presenta en Claessens, Daniel Oks y Sweder van Wijnbergen (1992).

rezagadas en el lado derecho de la ecuación) indica la ausencia de una correlación serial. Aunque la variable de la transferencia neta tiene signo correcto, es totalmente insignificante, con un estadístico t de apenas 0.32. La introducción de la medida de la varianza (de la transferencia neta proyectada) mejora significativamente los resultados de la regresión:

$$\log(Ip) = 2.276 + 0.020 \times \log(TN) - 0.146 \times \log(STN) + 0.476 \times \log(Ip_{-1}) \quad (2)$$

(3.30) (0.56)-3.03 (2.99)

$$R^2 = 0.69 \quad \text{Estadístico } H = -1.409 \quad F = 32.62 \quad \text{Muestra: 1988.04-1990.12}$$

El coeficiente de la variable endógena rezagada disminuye y la varianza de las transferencias netas entra con el signo correcto y resulta altamente significativa. El sustituto del sobreendeudamiento sigue siendo insignificante y ahora incluso tiene el signo "incorrecto". El estadístico H nuevamente indica una ausencia de correlación serial. Los resultados sugieren que TN , el sustituto del sobreendeudamiento, no es significativo, y que la varianza de la variable de transferencia sí lo es. El análisis empírico indica que el efecto de la reducción de la deuda en la incertidumbre constituye un canal más importante a través del cual la reducción de la deuda influye en la macroeconomía.

*Las tasas de interés y la reducción de la deuda I:
el riesgo cambiario, Cetes y Pagafes*

Consideremos a continuación un análisis similar, pero para el caso de los Cetes. Estos valores de inversión nos permiten enfocar el análisis directamente sobre las expectativas cambiarias, analizando primero el diferencial entre las tasas de los Cetes y las de los Pagafes (con el mismo vencimiento). Como se ha señalado ya, la denominación de la moneda es la única diferencia entre ambos documentos. En la gráfica 3 se muestran las tasas de interés sobre los Cetes y sobre los Pagafes, con una corrección en el caso de los segundos a causa de la tasa de devaluación anunciada con anterioridad.

Si se efectúa la regresión del diferencial de las tasas de interés con la corrección causada por la tasa de devaluación previamente anun-

ciada, $DIFINT1$,⁶ sobre el mismo conjunto de medidas que se utilizaron en la ecuación sobre la inversión, se obtienen resultados similares:⁷

$$DIFINT1 = -0.162 + 0.076 \times TN + 0.429 \times STN \quad (3)$$

(-1.01) (0.81) (2.56)

$$R^2 = 0.77 \quad DW = 1.67 \quad \text{Muestra: 1988.3-1990.12}$$

Esta regresión también indica que la varianza de transferencias netas, y no la transferencia neta proyectada en sí, es el principal factor que explica la drástica respuesta de las tasas de interés ante el paquete de la deuda de México.

*Las tasas de interés y la reducción de la deuda II:
el riesgo del país, los Pagafes y la tasa de los Bonos
de la Tesorería de Estados Unidos*

Consideremos por último el diferencial entre los Pagafes y los Bonos de la Tesorería de Estados Unidos a un mes, $DIFINT2$. Puesto que ambos están denominados en dólares estadounidenses, la diferencia entre ellos es una medida pura del riesgo del país. Si se efectúa la regresión de $DIFINT2$ ⁸ con la varianza y el valor esperado de la transferencia neta se obtiene lo siguiente:

$$DIFINT2 = -0.005 + 0.115 \times TN + 0.07 \times STN \quad (4)$$

(0.02) (1.99) (0.76)

$$R^2 = 0.80 \quad DW = 1.24 \quad \text{Muestra: 1988.3-1990.12}$$

⁶ $DIFINT1 = \frac{(1+i)}{(1+i_{PAG})(1+\gamma)}$, donde i corresponde a Cetes, i^{PAG} a Pagafes y γ es la tasa de devaluación anunciada previamente.

⁷ Todas las ecuaciones sobre las tasas de interés se calcularon utilizando el procedimiento de máxima verosimilitud en SAS suponiendo una correlación serial de primer orden, ya que el estadístico de Durbin-Watson en las regresiones con mínimos cuadrados ordinarios siempre indicaron la presencia de correlación serial. Los estadísticos de Durbin-Watson que se señalan en esta sección se refieren a la ecuación estimada bajo la suposición de una correlación serial de primer orden.

⁸ $DIFINT2 = \frac{(1+i_{PAG})}{(1+i_{BTEU})}$

Ahora la varianza de la transferencia es completamente insignificante, y la propia transferencia apenas llega a ser significativa. El estadístico *DW* se encuentra a la mitad del intervalo abierto (1.11-1.36) para el número pertinente de grados de libertad; no obstante, la regresión del error con su propio rezago da lugar a un estadístico *t* en el coeficiente de este último de apenas 1.35, de manera que no se aplicaron otras correcciones de errores.

Estos resultados difieren notoriamente de los que se obtienen para el diferencial de las tasas de interés entre Cetes y Pagafes. La varianza no desempeña papel alguno, y la transferencia en sí apenas lo hace marginalmente para explicar el diferencial en las tasas de interés entre los Pagafes y la tasa a un mes de los Bonos de la Tesorería de Estados Unidos. Esto parece apoyar nuestra hipótesis de que lo que más importa es la incertidumbre cambiaria. Sin embargo, sucede lo contrario en el caso del diferencial en las tasas de interés entre los Pagafes y los Bonos de la Tesorería de Estados Unidos; en este caso la incertidumbre cambiaria no explica en absoluto este diferencial en las tasas de interés, puesto que ambos activos están denominados en dólares y el efecto de transferencia captura la reducción parcial en el riesgo del país.

Resumen

Los resultados empíricos confirman entonces la conjetura planteada en nuestra introducción de que el efecto de la reducción de la deuda en la incertidumbre es la vía más importante a través de la cual la reducción de la deuda influye en la macroeconomía; y hacen resaltar los resultados señalando específicamente el efecto favorable en la incertidumbre acerca de las crisis cambiarias futuras como factor dominante para explicar la respuesta de inversión y crecimiento ante la reducción de la deuda.

El efecto de transferencia es significativo para explicar la tasa de los Pagafes; no obstante, es importante estar consciente de que la tasa de los Pagafes bajó apenas cuatro puntos porcentuales después del plan Brady. La reducción en el riesgo neto del país explica entonces sólo 20% de la reducción total de 20 puntos porcentuales en el diferencial entre los Cetes y la tasa de los Bonos de la Tesorería Estadunidense. Según nuestros resultados econométricos, la totalidad de la baja en el diferencial entre Cetes y Pagafes (16 puntos porcentuales) se puede atribuir al efecto de la varianza y la reducción total de cuatro puntos

porcentuales en el diferencial entre los Pagafes y los Bonos de la Tesorería de Estados Unidos, al efecto de transferencia. Nuestros resultados econométricos muestran entonces que el efecto de la varianza fue sustancialmente más importante para explicar la reducción en las tasas de interés después del plan Brady que la hipótesis del sobreendeudamiento según lo indica el efecto directo de la transferencia.

Existe una curiosa analogía con un episodio de ayuda externa importante ocurrido mucho tiempo antes. En su análisis del plan Marshall para la reconstrucción de Europa en 1948, De Long y Eichengreen (1991) muestran que las vías tradicionales no pueden explicar de ninguna manera el éxito espectacular de ese programa. Los montos implicados (similares, por cierto, como proporción del PIB, a la reducción de la deuda que recibió México) simplemente son demasiado pequeños como para haber tenido un efecto tan notorio sobre el crecimiento como el que tuvieron en la realidad. Su conjetura es que debe recurrirse a otros mecanismos, muy similares al analizado en este artículo, para explicar el éxito del plan Marshall.

La conclusión más importante que se deduce de nuestros resultados es que el probable efecto de la reducción del servicio de la deuda puede ser mucho mayor que lo que sugeriría la magnitud de la reducción asociada a los modelos normales de crecimiento. Los efectos secundarios en la inversión privada a través de una reducción de la incertidumbre a futuro muy probablemente guardan una importancia mayor que el monto directo de la reducción en sí.

No obstante, también se deduce una condición importante, casi como un corolario; estos efectos secundarios a través de la reducción de la incertidumbre obviamente no entrarán en juego a menos de que se hayan eliminado antes otras fuentes potencialmente dominantes de incertidumbre política futura. Así pues, el exitoso programa nacional de reforma que puso en marcha el gobierno mexicano durante los años anteriores al paquete de la deuda fueron una condición previa necesaria para que éste tuviera tanto éxito. En ese sentido, el éxito del paquete fue resultado de los logros anteriores de los mexicanos en la reforma de su economía; sin ello, el paquete no habría tenido un efecto tan espectacular.

Otros factores de inversión en México (incluidas la inversión extranjera directa y la cartera)

La inversión privada ha sido el componente de la demanda agregada de mayor importancia para la reciente recuperación de México. Durante el periodo de 1988 a 1991 la inversión fija privada alcanzó un crecimiento promedio de 12.7%, es decir, aproximadamente tres y media veces más rápido que el crecimiento promedio de la producción. La tendencia de la inversión extranjera es aún más impresionante: la inversión extranjera total aumentó de 2 600 millones de dólares en 1988 a 12 300 millones en 1991 (y alcanzó los 9 300 millones durante el primer semestre de 1992). La parte correspondiente a la inversión en cartera de la inversión extranjera total ha aumentado de cero en 1988 a aproximadamente dos terceras partes en 1991-1992.

Varios factores contribuyeron a la dinámica recuperación de la inversión privada. La reducción de la incertidumbre que trajo consigo el plan Brady, como lo discutimos en la sección anterior, ayudó a mejorar el acceso a los mercados de capital extranjeros. Como consecuencia se emitió un volumen récord de bonos y valores en el extranjero en 1991: las emisiones sumaron 8 700 millones de dólares (de los cuales 80% fueron bonos). El acceso a los mercados de capital extranjeros se limitó a las grandes compañías; sin embargo, indirectamente facilitó el acceso de compañías pequeñas y medianas a los mercados financieros nacionales. Entre principios de 1989 y principios de 1992, los créditos de los bancos comerciales a las compañías privadas aumentaron 154% en términos reales. Muchas otras reformas estructurales ayudaron a crear un conjunto más racional de incentivos para la inversión del sector privado: la eliminación de las distorsiones comerciales y un mejor acceso a insumos extranjeros (la apertura comercial); un acceso más libre a los recursos financieros (el endeudamiento nacional negativo por parte del sector público y la apertura financiera); y una mayor eficiencia en el abasto de insumos nacionales (la desregulación). La recuperación económica en sí se convirtió en un factor de inversión conforme aumentaron los niveles de aprovechamiento de la capacidad instalada tras casi una década de subutilización.

La inversión privada también recibió el impulso de la privatización. Los ingresos por la privatización ascendieron a 3 200 millones de dólares en 1990, 10 800 millones en 1991 y 6 300 millones en el primer semestre de 1992. El efecto en la inversión privada no es consecuencia de un truco contable (la inversión en las compañías privatizadas se

considera ahora inversión privada y no pública); más bien es resultado de la apertura de oportunidades de inversión en áreas que anteriormente no eran accesibles a la participación del sector privado. Las privatizaciones de mayor envergadura, la de Telmex y las de los bancos comerciales, gradualmente están ingresando en una fase de mayor competencia que debería fomentar una mayor inversión y eficiencia en la prestación de los servicios. Recientemente, el nivel de la inversión privada se ha incrementado aún más por las nuevas oportunidades para que el sector privado invierta en infraestructura. Por ejemplo, se están construyendo aproximadamente 6 000 km de carreteras según esquemas de concesión al sector privado, y la construcción y operación de muchos servicios eléctricos está a cargo de empresas privadas. En 1992 el gobierno anunció la privatización de los puertos.

No obstante, es probable que algunos factores del crecimiento de la inversión privada hayan sido de naturaleza cíclica. La apreciación real del peso en México fomentó la inversión al reducir el costo de las importaciones de bienes de capital y a través de las menores tasas de interés (hasta el grado en que éstas se preveían). Si la apreciación real del peso (o, en su caso, la apertura comercial) se hubiera percibido como algo transitorio, algunas compañías podrían haber incrementado la inversión de bienes de capital importados por temor a una posterior depreciación real del peso (aunque las expectativas de que cambie el régimen comercial son menores, tampoco pueden descartarse). Lo que resulta claro es que si las fuerzas que impulsan la inversión se relacionan en su mayoría con una apreciación real del peso que se considera temporal, lo más probable sería una reducción del crecimiento de la inversión derivado de esta fuente. Esto podría ocurrir si a fin de cuentas la percepción resultara acertada (puesto que se termina la oportunidad de comprar barato) o si resultara falsa (pues no tiene caso acelerar la inversión, ya que el costo de las importaciones de bienes de capital permanecerá bajo).

La inversión privada también pudo haber recibido el impulso de un alza en los precios del mercado de valores. De ser así, dada la inestabilidad de los precios del mercado de valores de México, es probable que el crecimiento de la inversión privada sufra una reducción cíclica en un futuro cercano. El índice de precios de la bolsa mexicana se incrementó más de 400% (en términos reales) entre 1988 y mayo de 1992, antes de caer cerca de 30% entre junio y septiembre de este año. Esto sugiere la posibilidad de una conducta de inversión especulativa (e inestable). En conformidad con esta interpretación descubrimos

pruebas de que los precios de los valores no se explicaban significativamente por factores "fundamentales" como sucedía con los dividendos (apéndice 1).

Los elementos cíclicos de la inversión privada causarían menos preocupación si el crecimiento de la producción se hubiese mantenido fuerte; el riesgo es que pueden exacerbar las presiones a la baja que se observan desde el segundo semestre de 1991 y, al hacerlo, pueden comprometer la sostenibilidad del crecimiento en el mediano plazo. Se requiere entonces un diagnóstico de las posibles causas de la desaceleración económica.

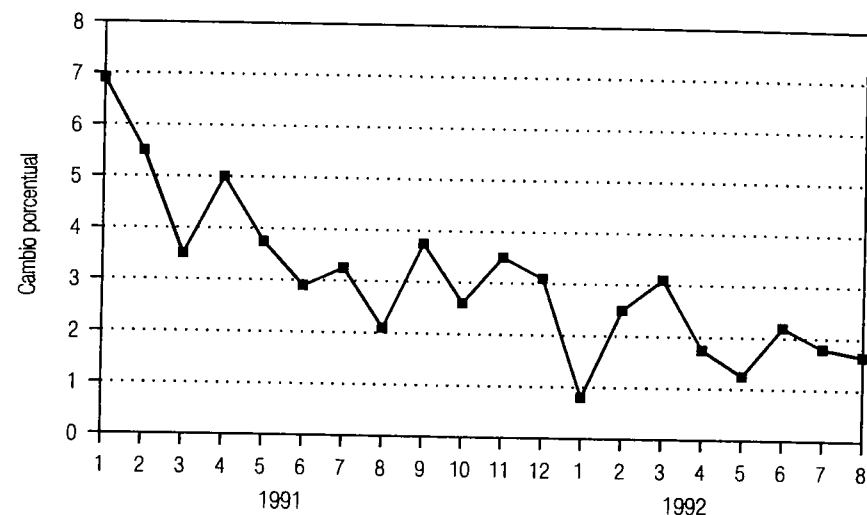
El crecimiento se tambalea a pesar del alto nivel de inversión

A pesar de los altos niveles de inversión privada, el crecimiento económico desde el segundo semestre de 1991 ha resultado decepcionantemente bajo (2.8% en promedio hasta el primer semestre de 1992), con una clara tendencia a la baja en el crecimiento de la producción manufacturera (gráfica 7). Otros indicadores macroeconómicos muestran también un considerable deterioro en 1992. Entre ellos se incluyen: una tendencia continua (aunque lenta) de apreciación real del peso (gráfica 8), grandes y crecientes déficit comerciales y de la cuenta corriente (gráfica 6), una caída en el ahorro privado y un aumento significativo en las tasas de interés reales nacionales (gráfica 9). El reciente deterioro puede rastrearse hacia diversos factores.

La desaceleración económica se vio fuertemente afectada por la competencia extranjera causada por la rápida apertura comercial y por la recesión en Estados Unidos. Una depreciación real del peso habría podido compensar (al menos parcialmente) las presiones restrictivas provocadas por estos factores. Por el contrario, el ajuste del tipo de cambio para reducir la inflación y el alto nivel de entradas de capital condujo a una marcada apreciación real del peso. La apreciación real del peso podría haber sido mayor si México no hubiera esterilizado 40% de las entradas de capital en 1991.

Más recientemente, el aumento en las presiones de los salarios reales (gráfica 10) ha contribuido a erosionar aún más la competitividad externa de México. Entre 1989 y mediados de 1992 el peso tuvo una apreciación de 16% en términos reales, si se utilizan como factores de deflación los índices de precios de producción de México y de Estados

Gráfica 7. El crecimiento de la producción manufacturera (desestacionalizado)

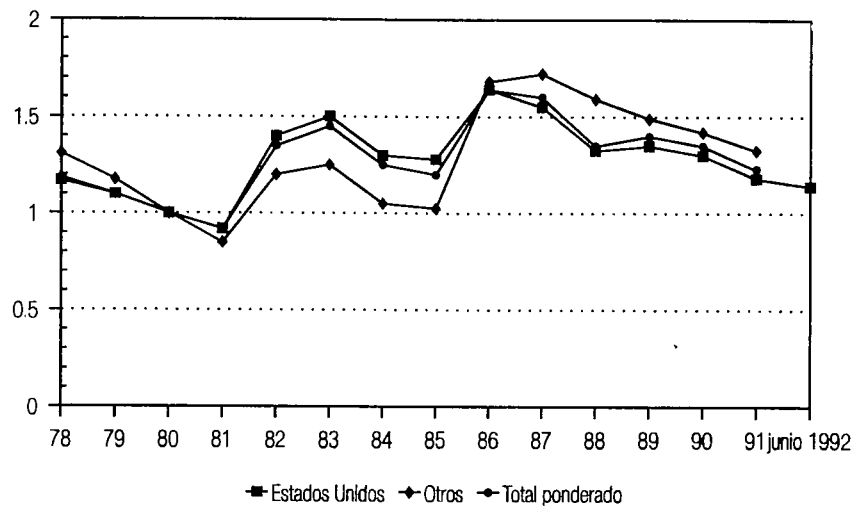


Unidos. No obstante, si se utilizan como factor de deflación los salarios por hora en el sector manufacturero en México y Estados Unidos, la apreciación real del peso entre 1989 y marzo de 1992 alcanza 39 por ciento.

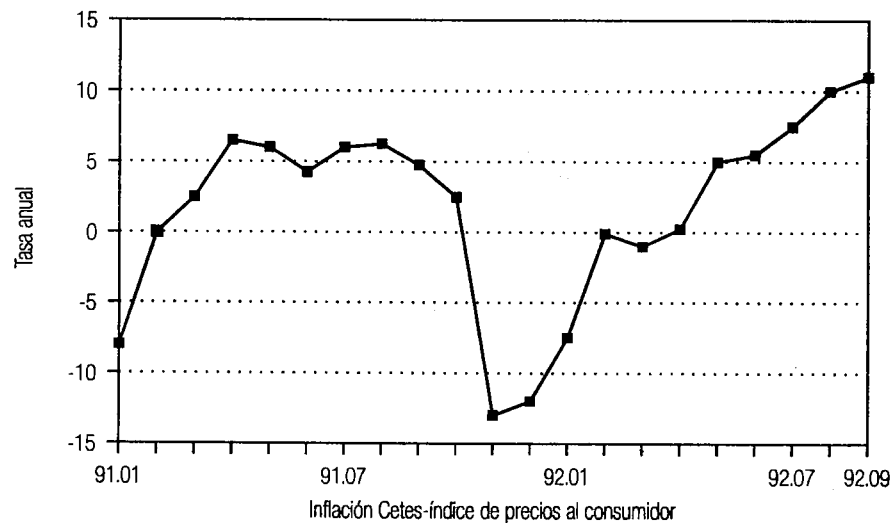
Las grandes entradas de capital pueden considerarse como parte de un mecanismo de ajuste de reservas (en cartera) que induce grandes entradas en un principio, que luego se van reduciendo. Según esta interpretación el tipo de cambio real se aprecia inicialmente y, si se espera esta situación, las tasas de interés reales también disminuyen. Sin embargo, a medida que se reducen las entradas de capital (y en cierto momento futuro posiblemente se reviertan) se requiere una depreciación real y se puede esperar que aumenten las tasas de interés. La reversión de la tendencia hasta hace muy poco a la baja en las tasas de interés, así como la fuerte contracción de la acumulación de reservas extranjeras, sugiere que una proporción cada vez mayor de las entradas de capital ya no recibe el impulso de factores exógenos, como son el programa de privatización, las reformas estructurales y la recesión en Estados Unidos.

Quizá uno de los motivos de la reciente contracción de las condiciones de crédito haya sido el notable deterioro del déficit de la cuenta corriente, de 2 500 millones de dólares en 1988 a 10 100 millones en el

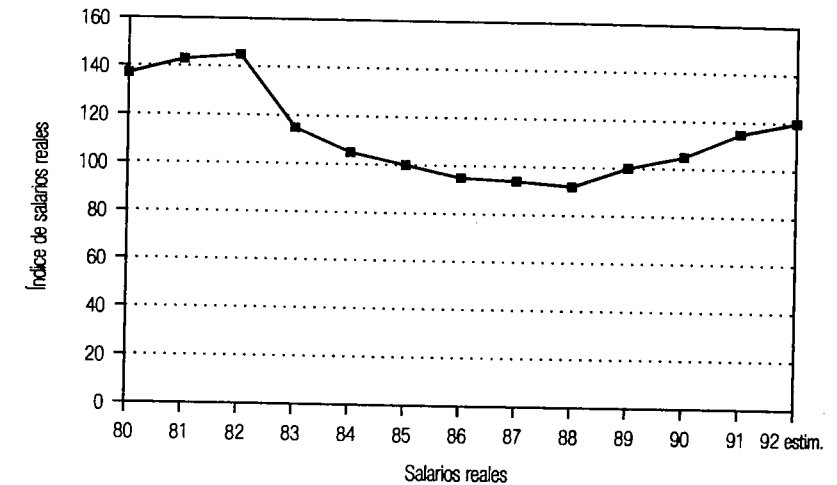
Gráfica 8. México: tipo de cambio real basado en el índice de precios al productor (base: 1980 = 1)



Gráfica 9. México: tasas de interés reales



Gráfica 10. México: salarios reales por manufactura (costo promedio por hora de trabajo)



primer semestre de 1992. El gobierno contribuyó a ello a principios de 1992, restringiendo el endeudamiento externo de los bancos comerciales a un máximo de 10% de sus obligaciones en pesos y creando una banda cambiaria para desanimar las entradas de capital en el corto plazo. El deterioro de la cuenta corriente tal vez haya causado temor entre los inversionistas y prestamistas extranjeros respecto a la sostenibilidad del crecimiento económico. Las preocupaciones sobre dicha sostenibilidad se justifican ante el hecho de que aproximadamente 60% del deterioro de la cuenta corriente entre 1985-1988 y 1991 fue causado por una reducción en el ahorro privado (el aumento en el ahorro público compensó aproximadamente la mitad de la disminución en el ahorro privado neto).

Una posible interpretación de la reducción del ahorro privado más reciente es que se trata de un fenómeno cíclico (véase la siguiente sección); un factor del ciclo de consumo podrían ser los grados variables de limitación de la liquidez durante el ciclo: durante la fase alta existe una liquidez abundante que permite que los consumidores se endeuden, apoyándose en ingresos futuros; mientras que durante la fase baja la liquidez se contrae y hace que las limitaciones de liquidez sean más restrictivas.⁹ Otro posible factor de la conducta cíclica de los consumi-

⁹ Ha y Oks (1992) encontraron recientemente pruebas que apoyan esta hipótesis.

dores es un excesivo optimismo durante la fase alta, seguido de un excesivo pesimismo durante la fase baja (que se discute con más detalle en la siguiente sección). Este tipo de conducta puede haberse visto fomentado por el tipo de conducta especulativa con los activos que recientemente se observó en los mercados de valores de México; por ejemplo, si los consumidores se sienten más ricos por sus ganancias de capital especulativas (y, por ende, transitorias), es más probable que gasten en exceso. Según esta interpretación de que el consumo es cíclico, una mejora en el ahorro privado podría exacerbar las presiones recesivas en un futuro cercano. Es posible que se esté dando ya una reducción considerable en el consumo privado y que ello constituya un factor importante en la actual desaceleración económica.

Un problema básico de la conducta cíclica del consumo, además de su mayor variabilidad, es el grado insuficiente de flexibilidad de los salarios a la baja, particularmente en lo que respecta al actual régimen cambiario casi fijo de México.¹⁰ Con un tipo de cambio casi fijo y una inflexibilidad en los salarios a la baja, una reducción en el crecimiento del consumo no conduce a una reducción en los salarios, lo que, a su vez, dificulta más la sustitución de la demanda externa por demanda nacional (haciendo que los productores mexicanos sean más competitivos); es decir, con un tipo de cambio casi fijo e inflexibilidad en los salarios es más difícil salir de una recesión. Entre enero y abril de 1992 y el mismo periodo en 1991, los salarios reales por hora en el sector manufacturero aumentaron 7.3%, mientras que la productividad laboral bruta en el sector manufacturero mejoró sólo alrededor de 2.5%. A pesar de la reducción en el empleo en el sector manufacturero y la tendencia a la baja que se observó en la inflación, el límite inferior de las negociaciones salariales (anuales) para el segundo trimestre de 1992 ha permanecido más o menos constante en 13-14% (con una inflación mensual de 0.6-0.7%). Esta rigidez puede en parte ser consecuencia de un problema de credibilidad respecto a las políticas cambiarias, como lo sugiere ahora el alto diferencial en los intereses entre pesos y dólares (gráfica 5). Tal vez los trabajadores temen que haya altas posibilidades de una devaluación y que ésta (según sus ideas) conduzca a una mayor inflación, con lo que se erosionaría el valor real

¹⁰ El régimen cambiario actual de México consiste en una banda cuyo límite inferior se fijó en el nivel del tipo de cambio de noviembre de 1991 y cuyo límite superior se deprecia 20 centavos por día (el equivalente a una devaluación anual de 2.4%). Actualmente, la anchura de la banda es de aproximadamente ± 1.5 por ciento.

de sus salarios futuros. Por temor de que esto ocurra, no aceptan menos en los contratos salariales nominales y, mientras no se presenta una devaluación, acaban por contar con salarios reales más altos de lo esperado.

La recesión en Estados Unidos tuvo un efecto negativo en la balanza comercial de México. La consecuencia de la desaceleración estadounidense sobre las exportaciones manufactureras de México se compensó hasta cierto punto con el debilitamiento del dólar ante los competidores de México en los mercados estadounidenses (véase la siguiente sección).

En resumen, los mismos factores que dieron fuerza a la recuperación en 1989-1991 (aumento de la liquidez, inflación de los activos) pueden operar de manera inversa ahora que la economía y las entradas de capital se han empezado a desacelerar. Dentro de este contexto, una combinación de altas tasas de interés reales, rigidez de los salarios a la baja y desaceleración cíclica del consumo (y posiblemente de la inversión), el crecimiento podría crear fuertes presiones recesivas. Estas presiones serán difíciles de manejar con una política cambiaria rígida.

Podría resultar tentador comparar la situación actual con la situación de México a principios de los años ochenta. No obstante, a diferencia de esa época, el déficit de la cuenta corriente proviene, totalmente, de un aumento del gasto privado (en lugar del público). Y la porción de la inversión extranjera directa y del financiamiento de las inversiones en cartera, donde el riesgo lo corren los extranjeros, es ahora mucho mayor de lo que era entonces (aproximadamente dos terceras partes en 1991 en comparación con una tercera parte a principios de los años ochenta). De no presentarse choques externos, el mayor riesgo que corre México es una prolongada desaceleración o recesión, no una crisis en la balanza de pagos. A continuación analizaremos la sostenibilidad del crecimiento de la producción.

¿Es sostenible el crecimiento en el mediano plazo?

¿La desaceleración actual refleja debilidades estructurales en la economía mexicana, como un ahorro privado relativamente bajo o un bajo crecimiento de la productividad, que pudieran afectar negativamente las perspectivas de éste en el mediano plazo de México? La sostenibilidad del crecimiento de la producción seguirá dependiendo en gran medida de las entradas de capital. Sin embargo, las entradas de

capital no pueden seguir financiando para siempre déficit externos crecientes, en particular si estos déficit provienen en su mayor parte de un ahorro nacional menor. En el mediano plazo, la sostenibilidad del crecimiento económico dependerá menos de las entradas de capital y más de factores fundamentales, como el ahorro nacional, el nivel de eficiencia de la inversión y, en consecuencia, de la competitividad externa de México.

El ahorro privado

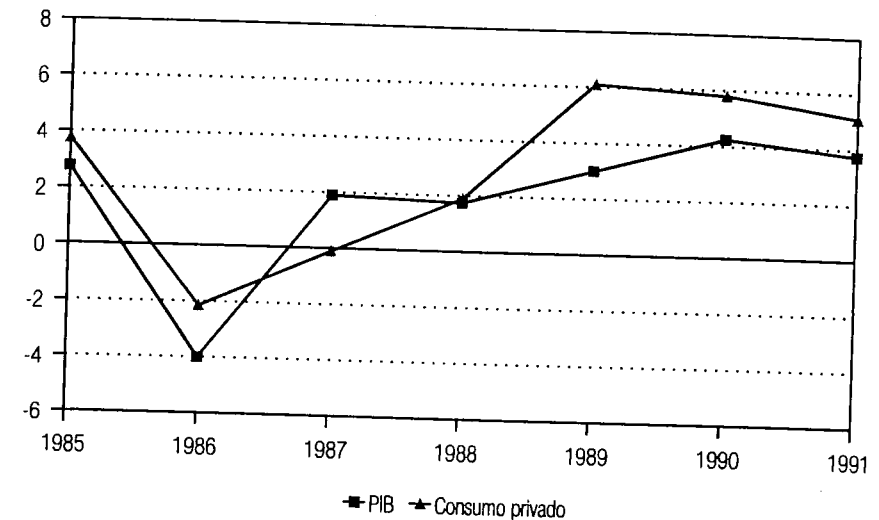
La relación entre el PIB y el ahorro privado¹¹ ha bajado de 13% en 1985-1988 a 8% en 1991. Existen varias explicaciones, no necesariamente excluyentes, para esta disminución. Es posible que el reciente descenso del ahorro privado haya sido resultado de una revisión a la alza del ingreso permanente. Según esta interpretación, es posible que la reducción en el ahorro privado no sea causa de preocupación, ya que puede indicar que, por mejoras de eficiencia, se puede esperar que la economía crezca con mayor rapidez y que haya oportunidad para algo de consumo adicional sin sacrificar el crecimiento. No obstante, el hecho de que el consumo privado haya crecido en promedio 1.9 puntos porcentuales del PIB más rápidamente que el PIB en el periodo de 1988 a 1991 sugiere que puede haber otros factores en juego (gráfica 11).

Se puede argumentar que gran parte del incremento en el consumo fue provocado por un aumento en las compras de bienes duraderos. En ese caso, como el flujo de servicios proveniente de estos bienes duraderos se puede extender más allá del periodo de la compra, podría no ser adecuado contar todas las compras de bienes duraderos como parte de la baja registrada en el ahorro privado. Sin embargo, incluso el consumo privado de bienes no duraderos creció 1.6 puntos porcentuales más rápido que el PIB durante el periodo de 1988 a 1991.

Por supuesto, es posible que un rápido crecimiento del consumo (en relación con el crecimiento del PIB) provenga de expectativas sobre el ingreso permanente basadas en un crecimiento futuro de los ingresos (en relación con el crecimiento del PIB). A su vez, esto podría haberse derivado de grandes ganancias de capital sobre los activos; por ejemplo, el mercado de valores y las propiedades. Sin embargo, las ganancias

¹¹ El ahorro privado se obtiene residualmente como la diferencia entre la inversión, por un lado, y el ahorro extranjero y público (ajustado para la inflación), por el otro.

Gráfica 11. Producción y consumo privado
(tasas de crecimiento anuales)



de capital no están garantizadas por las tendencias en los fundamentos implícitos: las llamadas burbujas en los activos. El salto reciente de los precios en la bolsa mexicana no fue muy bien explicado por los "fundamentos", es decir, las ganancias en el mercado de valores pueden haber sido resultado de conductas especulativas (apéndice 1). Con base en esta interpretación, las revisiones a la alza de los ingresos permanentes pueden haber sido demasiado optimistas, es decir, pueden haberse basado en un optimismo falso en los mercados de activos.

La capitalización en el mercado de valores (aproximadamente 120 000 millones de dólares a fines de 1991) representa una porción relativamente pequeña de la riqueza total estimada del sector privado. Por ejemplo, según algunos cálculos,¹² el valor total de viviendas es de 5 a 6 veces mayor. En ese sentido, es poco probable que los cambios en el mercado de valores expliquen el comportamiento global de los consumidores. Es posible, empero, que los precios del mercado de valores hayan servido como señal para otros mercados y hayan influido en la confianza en general.

¹² La metodología y los datos empleados para construir las series de valor del total de viviendas se describen en Ha y Oks (1992).

En particular, el aumento en los precios de la vivienda en años recientes (gráfica 12) implica también cambios considerables a la alza en el valor total en viviendas que podrían haber tenido un impacto potencialmente grande sobre el consumo. Según cálculos recientes, alrededor de 20% de los cambios en el consumo privado durante el periodo de 1980 a 1991 podrían haber sido causados por cambios en la riqueza familiar.¹³ No queda claro si en los mercados de viviendas se puede encontrar el mismo tipo de conducta especulativa que se observa en los mercados de valores, es decir, si el optimismo excesivo se podría haber alimentado también de los incrementos en los precios de la vivienda. Con una prueba similar (de "burbujas") no se pudo detectar la existencia de conducta especulativa (apéndice 1). Sin embargo, la medida de los "fundamentos" utilizada, las rentas publicadas por el banco central, podría verse influida en un nivel desproporcionado por las rentas controladas.¹⁴

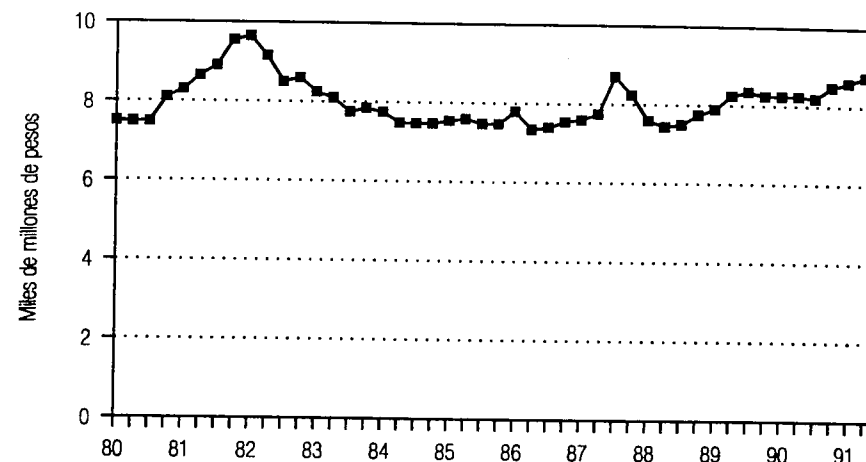
Entre otros factores (incluidos elementos demográficos), el rápido desarrollo de los mercados hipotecarios cooperó para que se dispararan los precios de la vivienda. Las hipotecas comerciales representan ahora aproximadamente 20% de los activos de los bancos comerciales, en comparación con alrededor de 3 a 4% en 1988. El aumento en los préstamos hipotecarios para la compra de casas existentes (viejas), así como el rápido desarrollo de préstamos residenciales, fomentaron el incremento en la liquidez de las viviendas. Las presiones a la alza sobre los precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios pueden haberse visto exacerbadas por las distorsiones existentes en el sector de viviendas.¹⁵ Como señala la segunda mejor opción en la literatura existente, la eliminación de una distorsión (sobre el sistema financiero) podría intensificar el daño operado por otras distorsiones (en la vivienda). El resultado podría haber sido un aumento injustificado en los precios de la vivienda que, a su vez, promovió el alza en el consumo. Una desaceleración en el crecimiento de las hipotecas causado, por ejemplo, por una baja en los precios de la vivienda (que se observó ya en 1992) fácilmente

¹³ Véase Ha y Oks (1992).

¹⁴ El control de las rentas ha perdido importancia gradualmente desde 1987. De cualquier manera, sólo alrededor de 15% de las viviendas son rentadas; por ello, los precios de arrendamiento son relativamente poco representativos. No existen datos sobre los ingresos por rentas imputados a las viviendas ocupadas por sus propietarios.

¹⁵ Las deducciones de intereses (en términos reales) no compensadas por los ingresos por rentas imputados a los propietarios ocupantes y a un régimen de rentas todavía sesgado (aunque cada vez menos) en favor de la ocupación por los propietarios podría afectar el efecto de la apertura financiera sobre los precios de las viviendas ocupadas por sus propietarios.

Gráfica 12. Valor del total de viviendas (estimado en pesos constantes de 1980)



podría convertir el optimismo en pesimismo, provocando así cambios abruptos en la conducta de los consumidores.

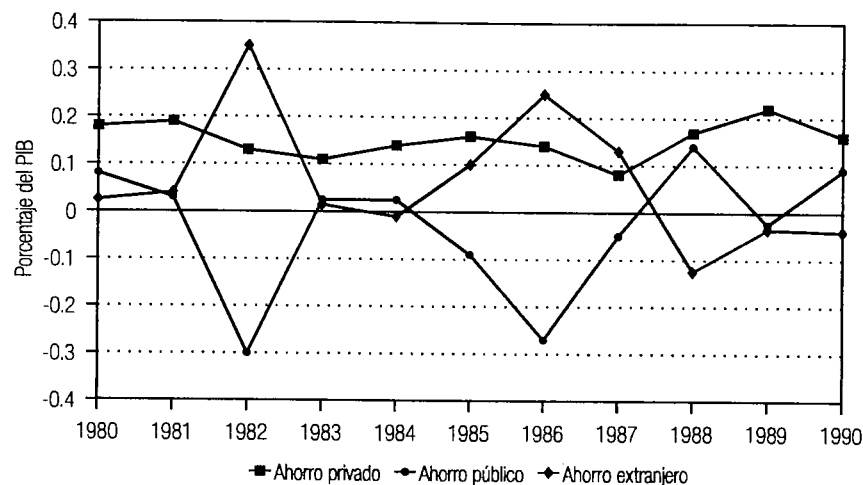
Otra posible explicación de la reducción en el ahorro privado es que los agentes económicos actuaron ultrarracionalmente, es decir, que internalizaron el sector público, de manera que la reducción en el ahorro privado podría en gran medida ser resultado del incremento en el ahorro del sector público observado en años recientes (gráfica 13).¹⁶ En este caso, es poco probable una mejora futura del ahorro privado en vista de que la austeridad fiscal muy probablemente siga siendo una característica clave de la política macroeconómica de México en los próximos años. Sin embargo, los datos son conflictivos respecto a la compensación del ahorro público con el desahorro privado.¹⁷

Una tercera hipótesis acerca de la disminución en el ahorro privado es que hubo un efecto de puesta al corriente en el consumo, facilitado por la relajación de las restricciones de liquidez producida por la apertura financiera y un mayor acceso al crédito para los consumidores. Existen ciertos datos que apoyan la hipótesis de que los consu-

¹⁶ De Arrau y Oks (1991).

¹⁷ Por ejemplo, mientras que según Ha y Oks (1992) el sector privado no considera la deuda pública nacional como activo, Van Wijnbergen y Arrau (1991) encuentran por lo menos cierto grado de neutralidad de la deuda.

Gráfica 13. El ahorro privado, público y extranjero (en pesos de 1980 como porcentaje del PIB)



midores se vieron sujetos a serias restricciones de liquidez durante el periodo de 1980 a 1991 y que, al inicio de la apertura financiera en 1989-1990, han podido llevar el consumo más cerca de sus niveles deseados.¹⁸

No sólo la apertura financiera interna fomentó el acceso al crédito por parte de los consumidores, también lo hizo el restablecimiento del acceso a los mercados internacionales de capital después de la puesta en marcha de la reestructuración de la deuda externa basada en el plan Brady. Un mayor acceso de las compañías privadas a los mercados de capital externos, la apertura financiera interna y un endeudamiento interno negativo del sector público se combinan para explicar, en lo que se refiere a la oferta, el rápido endeudamiento de los consumidores desde 1989. El activo de mayor crecimiento en el sistema bancario comercial nacional fue, de hecho, el crédito a los consumidores. Entre marzo de 1989 y abril de 1992 éste aumentó 236% en términos reales (aproximadamente 50% de crecimiento por año en términos reales); en

¹⁸ Véase Ha y Oks (1992). Según el análisis que se presenta en este artículo, se ha dado un cambio en el nivel de restricción de la liquidez en el primer trimestre de 1992; este cambio coincidió con la puesta en marcha del plan Brady para la reestructuración de la deuda externa (incluida una reducción sustancial).

el mismo periodo, el crédito de los bancos comerciales al sector público se redujo a la mitad.

Según algunas estimaciones, la elasticidad del ahorro privado de México con respecto a las tasas de interés es relativamente baja.¹⁹ Esto también es congruente con la hipótesis de que los consumidores no tuvieron un acceso adecuado a los mercados de crédito formales; es decir, que sufrían restricciones de liquidez. Si los consumidores no ajustan su nivel de gasto cuando las tasas aumentan de interés en el sistema bancario formal, por ejemplo, porque su tasa de interés sombra (o la tasa que enfrentan en los mercados informales) de todas maneras es más alta, lo más probable es que el ajuste sea inducido por una compresión de la liquidez, una brusca revisión a la baja de la riqueza percibida o una combinación de ambas. De cualquier manera, los consumidores con liquidez limitada muestran patrones de gasto más volátiles que aquellos cuya liquidez no está restringida, pues gastan relativamente más durante el periodo alto, cuando la liquidez típicamente es alta, y relativamente menos durante la época baja, cuando los ingresos tienden a contraerse y se reduce el crecimiento del crédito.

¿Cuáles son las implicaciones de las restricciones a la liquidez y la inestabilidad de los mercados de activos para la conducta del ahorro privado en el futuro? Una implicación de las restricciones a la liquidez es que, a la larga, al expandirse la apertura financiera, el efecto de puesta al corriente en el consumo debe desaparecer, con lo que mejoraría el ahorro privado. De manera similar, si los precios de los activos están determinados por conductas especulativas, una vez que se rompe la burbuja especulativa debe seguir una mejora en el ahorro privado, es decir, el auge de los consumidores que genera la inflación de los activos debe ir seguido, a la larga, por una mejora por deflación de los activos en el ahorro privado.

La reciente reducción de 30% en los precios del mercado de valores (entre junio y septiembre de 1992), así como ciertas pruebas de reducción en los precios de la vivienda (en términos reales) y en los precios de los bonos, sugiere que tal vez ya se esté dando una deflación de los activos, es decir, que tal vez ya se rompió la "burbuja". Lo más probable

¹⁹ La elasticidad intertemporal de sustitución obtenida en Ha y Oks (*op. cit.*) resultó significativamente menor que uno; esto implica que los efectos ingreso prevalecen sobre los efectos sustitución. Sin embargo, es concebible que, con una deuda pública nacional mucho menor en 1991 y 1992, el efecto sustitución se pueda haber vuelto relativamente más fuerte.

sería que esto condujera a sustanciales revisiones de la riqueza a la baja y, por ende, a una mejora en el ahorro privado. Además, resulta más difícil evaluar cuánto terreno existe para una mayor puesta al corriente en el consumo por la relajación de las restricciones a la liquidez. De todas maneras es muy probable que se dé una reducción en el crecimiento del crédito a los consumidores a causa de: *i*) la reducción observada en las entradas de capital; *ii*) la reducción del valor de los activos colaterales; *iii*) la continua desaceleración económica; y *iv*) los incrementos en la proporción de deudas bancarias incobrables (cartera vencida).

Para resumir, es muy probable que los mismos factores que condujeron a la disminución en el ahorro privado en años recientes provoquen una mejora subsecuente en el mediano plazo. Existen pocas dudas, dada la actual situación de la balanza de pagos, de que este tipo de recuperación sea una condición previa para un crecimiento económico sostenible en el mediano y largo plazos.

La inversión privada

La respuesta de la inversión privada a la estabilización y al ajuste estructural ha sido impresionante hasta ahora. El meollo del asunto es si las tasas actuales de crecimiento de la inversión privada son sostenibles en el mediano plazo en vista de la constante desaceleración y del marcado deterioro del déficit en la cuenta corriente. También resulta importante preguntar si la composición de la inversión es adecuada. ¿Existe el riesgo de que la inversión se traslade en forma desproporcionada al sector de artículos no comerciables, creando así un riesgo de futuras dificultades en la balanza de pagos? ¿Se destina la inversión, en su mayoría, a los sectores con un rápido crecimiento en la productividad?

La posible ratificación del TLC el año próximo podría llegar a ser el factor más importante para el crecimiento a mediano plazo de la inversión privada en México. El TLC no sólo hará menos irreversibles las reformas estructurales del pasado, sino que también eliminará la mayoría de los obstáculos restantes al comercio y a la inversión entre México, Canadá y Estados Unidos. Aunque ciertos sectores y empresas se verán desplazados por una mayor competencia del extranjero, otros invertirán y competirán más, extendiendo sus mercados a otros territorios. Globalmente hablando, es muy probable que una mayor inte-

gración dé lugar a mayor inversión. No obstante, es posible que la ratificación del TLC ya haya sido descartada en gran medida por los inversionistas.

Dentro del contexto del TLC, a menudo se afirma que los salarios bajos en México serán la clave para la inversión masiva en este país (incluyendo posiblemente la reubicación de muchas empresas estadounidenses). Sin embargo, mientras que en 1990 la razón sin ajustes del promedio de los salarios en el sector manufacturero de Estados Unidos y México fue de 4.7, la razón ajustada por la productividad en el mismo año fue de 1.04, es decir, el diferencial pertinente entre los salarios es en realidad bastante bajo o prácticamente inexistente y posiblemente en favor de los salarios en Estados Unidos en 1992.²⁰ Esto implica oportunidades de inversión en maquinaria y equipo que traen consigo considerables mejoras en las habilidades laborales. También implica que hay campo para la inversión en capital humano en general.

Además del TLC y de los factores cíclicos de inversión que se discutieron en la tercera sección, el crecimiento de la inversión privada en el mediano plazo dependerá en gran medida de una continua macroestabilidad. En vista del sorprendente historial de México en lo que respecta a manejo fiscal y reformas estructurales, es probable que en el mediano plazo este país pueda consolidar la macroestabilidad y crear así las condiciones para niveles altos y constantes de inversión. Una menor inflación y posiblemente una reducida volatilidad de la inflación en el mediano plazo promoverán la inversión al reducir la incertidumbre. Es probable que la menor volatilidad de los precios relativos en el mediano plazo en general acelere el ingreso de nuevas empresas a diferentes sectores e industrias y, simultáneamente, reduzca los costos asociados a un rezago en su salida.

No obstante, la consolidación de la macroestabilidad en el mediano plazo probablemente requiera también un grado sustancial de flexibilidad del tipo de cambio real en el mediano plazo. Como mencionamos antes, el hecho de que México hiciera más estrictas sus políticas cambiarias para perseguir objetivos de estabilización mientras que la apertura comercial requería lo contrario, sugiere que probablemente en el futuro sea necesaria una depreciación del tipo de cambio real. De manera similar, las entradas masivas de capital que recibió México se

²⁰ Los salarios ajustados por la productividad se obtienen dividiendo la razón de los salarios por hora en el sector manufacturero de Estados Unidos y de México (4.7361) entre la razón de la producción por empleado de Estados Unidos y de México (4.5538), esto es, 1.04.

pueden considerar como parte de un mecanismo de ajuste accionario (de la cartera) que induce grandes entradas en un principio, junto con las presiones de apreciación real del peso, que se reducen posteriormente, punto en el cual se puede requerir un ajuste del tipo de cambio real. Así pues, existen buenas razones para creer que el sector privado pudo haber considerado parte de la apreciación real del peso como fenómeno transitorio. Como se discutió en la tercera sección, una apreciación real transitoria del peso puede haber impulsado a algunas compañías a aumentar la inversión en bienes de capital importados por temor a una futura depreciación real del peso. No puede descartarse la posibilidad de que ocurra una desaceleración en la inversión en este rubro.

Además de lo que puede ocurrir con el nivel de inversión, existe la interrogante en torno a si la inversión se está distribuyendo eficientemente. Alrededor de tres cuartas partes de la inversión fija en el periodo de 1989 a 1991 fue del sector privado (en comparación con la mitad, aproximadamente, a principios de los años ochenta). Eso sugeriría que existe menos margen para la distribución ineficiente de la inversión que a principios de la década de los ochenta. Sin embargo, existe el riesgo de que la considerable apreciación real del peso pueda haber inclinado la balanza de inversión hacia el sector de artículos no comerciables. Un estudio del Banco de México²¹ muestra que la formación de capital fijo en el sector manufacturero se redujo (en términos reales) entre 1987 y 1990. Este estudio muestra también que la inversión en todas las divisiones del sector manufacturero fue menor en 1990 que en 1980 y 1981; en comparación con 1987 solamente dos divisiones han aumentado su nivel de inversión, los metales básicos y los alimentos, bebidas y tabaco. Esto puede estar relacionado con una apreciación real del peso y podría tener implicaciones negativas para el mejoramiento de la balanza comercial manufacturera de México en el mediano plazo (véase la siguiente sección).

Incluso dentro de la manufactura, la nueva inversión se ha ido acumulando asimétricamente. Aunque esto en sí no necesariamente implica ineficiencia, una alta proporción de la inversión se dirigió a sectores que siguen contando con una protección sustancial antes del TLC (y en los cuales, de cualquier manera, es probable que el TLC se aplique gradualmente por fases), por ejemplo, el sector automovilístico.

Otro estudio reciente²² ofrece evidencias que muestran que en el

²¹ Véase Fernández Morán-Villalpando (1991).

²² SHCP (1992).

periodo de 1987 a 1990 una parte considerable de la inversión no se ha dirigido a sectores donde el crecimiento de la productividad sea rápido. Este estudio divide los sectores económicos en cuatro grupos: el grupo 1, el más dinámico, donde el crecimiento de la productividad del total de los factores (PTF) fue de 8.2% y el crecimiento promedio de la inversión fue de 6%; el grupo 2, los sectores en transición, donde el crecimiento de la PTF fue de 8.6% y el crecimiento de la inversión fue de sólo 3.1%; el grupo 3, cuyo crecimiento de la PTF fue de -16.2%, aunque el crecimiento de la inversión fue de 9%; y el grupo 4, donde el crecimiento de la PTF fue de 0.5% y el crecimiento de la inversión fue de 2.4 por ciento.

No obstante, a pesar de que en promedio la inversión puede no haberse dirigido a los sectores con un rápido crecimiento de la productividad total de los factores, tal vez se requiera más tiempo para que se puedan evaluar los resultados reales en lo que respecta a productividad. A causa de los rezagos naturales que implica la puesta en marcha de nuevas tecnologías y procesos organizacionales y del tiempo que se requiere para llegar a nuevos mercados, quizá sea demasiado pronto para evaluar el efecto en la productividad de la nueva inversión. Además, es posible que gran parte de la nueva inversión sea en capital humano que no se captura en las cifras de inversión de la cuenta nacional; en ese caso, una baja inversión puede estar relacionada aún con altas tasas de crecimiento de la productividad en el futuro.

En resumen, las fuertes posibilidades de ratificación del TLC implican que siguen firmes las perspectivas de inversión en general en el mediano plazo. Sin embargo, es probable que se presente una desaceleración temporal del crecimiento de la inversión. Ésta podría verse asociada a una posible depreciación del tipo de cambio real. Tal vez se requiera una depreciación real del peso en el mediano plazo para inducir un incremento en la porción de la inversión dirigida al sector manufacturero.

Independientemente de que las necesidades de inversión de México requerirán una inyección masiva de capital en los próximos años, resulta importante preguntar si, de hecho, se requerirá una depreciación real para mejorar la competitividad externa del país. Durante varios años, la estrategia de México para mejorar su competitividad se basó en reformas estructurales dirigidas a incrementar su productividad e impulsar a las compañías a aumentar su eficiencia. ¿Cuáles son los factores cíclicos y estructurales que pueden conducir al mejoramiento de la competitividad de México en el exterior en el mediano

plazo? Será necesario mejorar la competitividad externa de México si las entradas de capital llegan a reducirse.

La competitividad externa de México

Los resultados de la balanza de pagos del sector manufacturero de México (sin incluir productos petroleros) han sido decepcionantes. Mientras que las exportaciones de manufacturas han aumentado de aproximadamente 2 000 millones de dólares en 1980 a 16 000 millones en 1991, tan sólo el déficit comercial en el sector manufacturero entre 1987 y 1991 se ha deteriorado alrededor de 15 000 millones (incluidas las maquiladoras). Sólo parcialmente puede atribuirse este deterioro a las importaciones de bienes de capital: estos artículos representaron únicamente 25% de las importaciones. A pesar de un crecimiento anual promedio de más de 10% (en dólares actuales) en las exportaciones de manufacturas, la balanza comercial anual del sector manufacturero, excluidas las importaciones de bienes de capital, se ha deteriorado 7 000 millones de dólares entre 1987 y 1991. Durante el primer semestre de 1992 se sufrió un déficit comercial de 4 100 millones de dólares, excluidas las importaciones de bienes de capital (que en el mismo periodo fueron de 5 300 millones de dólares).

El deterioro de la balanza comercial del sector manufacturero de México ha sido consecuencia de varios factores. En nuestro análisis, que cubre el periodo de 1980 a 1991 (apéndice 2), distinguimos entre factores del corto plazo (cíclicos) y factores del largo plazo (estructurales) de la balanza comercial manufacturera, excluidos los productos petroleros (con y sin maquiladoras). De los factores del corto plazo, los siguientes han tenido un efecto significativo sobre la balanza comercial manufacturera en el periodo de 1980 a 1991: aprovechamiento de la capacidad instalada, demanda extranjera (importaciones de Estados Unidos) y tipo de cambio real (con base en un índice de precios en dólares de las exportaciones manufactureras de México y en los salarios del sector manufacturero). Los dos factores del largo plazo que resultaron significativos fueron: el crecimiento de la productividad (la productividad total de los factores)²³ y la apertura comercial (capturada

²³ La productividad total de los factores se obtuvo de Enrique Hernández Laos, "Evolución de la productividad total de los factores en la economía mexicana (1970-1989)", México, informe inédito, mayo de 1992. Sin embargo, puesto que los cálculos incluidos en este estudio solamente

por las cuotas sobre las importaciones de capital y de productos intermedios).²⁴ En seguida se analiza el efecto real y simulado de estos factores.

Algunos de los factores que influyen en la balanza comercial manufacturera son estrictamente cíclicos, como el nivel de aprovechamiento de la capacidad instalada. Calculamos que si este aprovechamiento en el sector manufacturero hubiera permanecido en su nivel de 1987, en 1991 la balanza comercial del sector (excluidas las maquiladoras) habría sido 10% menor. A pesar de una fuerte recuperación de la inversión privada desde 1988, las restricciones de la capacidad instalada pueden ser limitantes (aparte de la obvia razón de que se ha presentado una recuperación) por: *a*) una rápida obsolescencia tecnológica provocada por la apertura comercial; y *b*) periodos de "gestación" largos para nuevo equipo de capital (en parte a causa de escasez de mano de obra calificada).

A menudo se acusa a la debilidad de la demanda extranjera, captada por el total de importaciones de Estados Unidos, de los crecientes desequilibrios de la balanza comercial de México. Sin embargo, incluso hasta hace poco las exportaciones manufactureras de México han tenido buenos resultados, a pesar de la recesión en Estados Unidos. Nuestro análisis indica que si el crecimiento de las importaciones de Estados Unidos hubiera permanecido en los niveles que tenía antes de la recesión, la balanza comercial manufacturera de México (incluidas las maquiladoras) sólo habría sido 20% menor que la existente en 1991.

Sin embargo, la mayor proporción del reciente deterioro de la balanza comercial manufacturera de México se explica por la apreciación del tipo de cambio real de México (que se obtiene comparando los salarios de México y de Estados Unidos). Según nuestro análisis, si los salarios en dólares de México hubieran aumentado a la tasa de inflación de Estados Unidos desde fines de 1988 (un tipo de cambio real constante), la balanza comercial manufacturera de México (incluidas las maquiladoras) habría sido 50% menor de lo que fue en 1991.

llegan a 1989, para el subperiodo de 1990 a 1991 utilizamos una medida de la productividad bruta de la mano de obra en el sector manufacturero basada en los indicadores del Banco de México, utilizando un índice de la producción manufacturera y el empleo en el sector manufacturero.

²⁴ Los demás factores del corto plazo que se probaron no resultaron estadísticamente significativos: inversión pública, tasas de interés reales internas y del PIB de Estados Unidos. La razón entre los precios de los productos manufacturados de México, excluidos los productos petroleros, y el índice de precios de todas las importaciones de Estados Unidos, resultó apenas parcialmente significativa (con un margen de confianza de 85 por ciento).

Un argumento que a menudo se invoca en favor de la competitividad externa de México es que el tipo de cambio real basado en los salarios de México se ha depreciado mucho más de lo que sugiere el tipo de cambio basado en el índice de precios al consumidor y en el índice de precios al productor. Es cierto que el tipo de cambio real basado en los salarios mexicanos (y el índice de precios al consumidor en Estados Unidos) se ha depreciado mucho más que el tipo de cambio real basado en el índice de precios al consumidor (46% entre 1980 y mediados de 1992, en comparación con 7.4% según un tipo de cambio ponderado para el comercio que se basa en el índice de precios al consumidor). Sin embargo, una medida del tipo de cambio real basada en los salarios tanto de México como de Estados Unidos, ajustados ambos a los cambios en la productividad bruta de la mano de obra, muestra que en 1990 el peso se depreció apenas 20.4% más que en 1980;²⁵ esto representa apenas ligeramente más que la depreciación real de 7.4% que arroja el tipo de cambio real basado en el índice de precios al consumidor.

El rápido crecimiento de las exportaciones manufactureras mexicanas, a pesar de la apreciación real del peso y de la desaceleración en Estados Unidos, es resultado en gran medida de una reestructuración y modernización sustanciales facilitadas por la apertura comercial. Sin embargo, la depreciación del dólar estadounidense ante las monedas de otros exportadores hacia Estados Unidos, con los cuales compite México, muy probablemente desempeñó también un papel importante. Una implicación de esto es que si en el futuro se presenta una apreciación del dólar en comparación con las monedas de los competidores de México en Estados Unidos, las exportaciones mexicanas a Estados Unidos se verán afectadas negativamente.

Asimismo, existen factores estrictamente estructurales (de largo plazo), como la apertura comercial que influyen en la balanza comercial manufacturera. Basándonos en nuestro análisis, la reducción de las cuotas sobre los productos intermedios tuvo un efecto negativo en la balanza comercial, y la reducción de las cuotas sobre los bienes de capital tuvo un efecto positivo en la balanza comercial. Una explicación del primer efecto es la sustitución de productos intermedios nacionales por extranjeros. Una posible explicación del efecto positivo sobre la

²⁵ Nótese que en 1980 los salarios reales alcanzaron niveles históricamente muy altos y que el tipo de cambio real de ese año a menudo se considera sobrevaluado (por lo menos para las políticas expansionistas de aquella época).

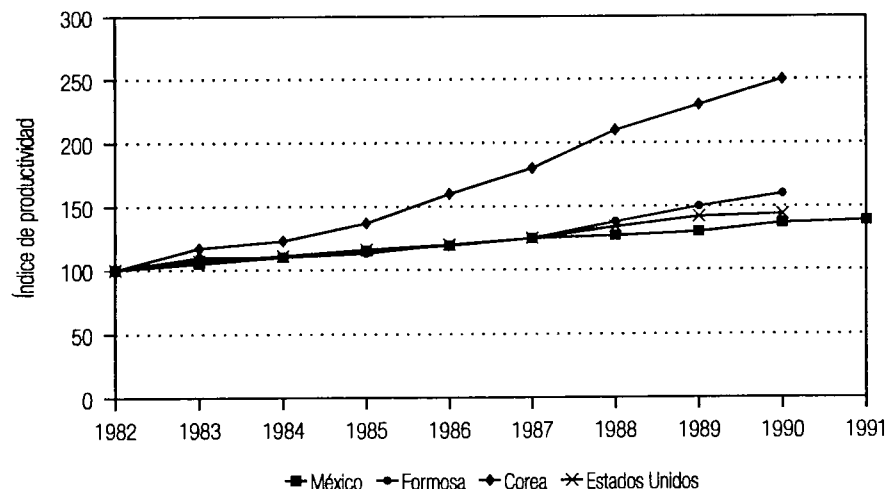
balanza comercial de la reducción de las cuotas sobre los bienes de capital es que la eliminación de las cuotas benefició a los exportadores y exportadores potenciales. Según nuestro análisis, la reducción adicional de los dos tipos de cuotas que implica el TLC conduciría a una mayor ampliación del déficit comercial manufacturero, ya que el efecto potencial de la eliminación de las cuotas restantes sobre los productos intermedios es mayor que el efecto potencial de la eliminación de las cuotas restantes sobre los bienes de capital.

El crecimiento de la productividad, el factor clave estructural o de largo plazo para la balanza comercial manufacturera de México, ejerció el efecto positivo esperado sobre la balanza comercial. La aceleración del crecimiento de la productividad total de los factores desde mediados de los años ochenta sugiere que la apertura comercial, que se inició en 1985, ha desempeñado un papel importante.²⁶ Sin embargo, aunque la medida de la productividad que aquí empleamos sugiere un rápido crecimiento en la productividad total de los factores, 5.15% en promedio en el periodo de 1983 a 1989, otras medidas presentan una imagen menos optimista. Por ejemplo, el crecimiento en la productividad bruta de la mano de obra resultó bajo cuando se comparó con los países del sureste de Asia, los competidores más importantes de México en los mercados estadounidenses.²⁷ Incluso las comparaciones con los países desarrollados no muestran una imagen optimista: durante el periodo posterior a la apertura comercial, entre 1985 y 1990, el crecimiento de la productividad bruta de la mano de obra en México alcanzó un promedio de 3.7%, igual que el de Estados Unidos, pero menor que la tasa promedio de 4.1% del Reino Unido o de 4.5% de Japón (gráfica 14). Si la productividad hubiera aumentado al doble de la velocidad durante los años ochenta, el déficit comercial manufacturero de México (excluidas las maquiladoras) habría sido 19% menor en 1991.

Para resumir, es poco probable que los factores estructurales ayuden a revertir las recientes tendencias de la balanza comercial manufacturera de México, por lo menos en el corto y en el mediano plazos. Mientras que la consolidación de las reformas y la maduración de las inversiones recientes probablemente mejoren el crecimiento promedio de la productividad, una mejora en la balanza comercial manufactu-

²⁶ Véase Tybout-Westbrook (1992).

²⁷ Nuestra medida de la productividad bruta de la mano de obra se basa en horas trabajadas en el sector manufacturero según datos de la Secretaría del Trabajo y el índice de producción manufacturera del Banco de México.

Gráfica 14. Productividad en el sector manufacturero (1982 = 100)

raera de México tendrá que provenir, en el corto y en el mediano plazos, de factores cíclicos: una baja de la demanda nacional con respecto a la demanda extranjera o una mejora en el tipo de cambio real. La implicación es que si se materializa, de hecho, una reducción de las entradas de capital, entonces, a menos de que se dé una depreciación real del tipo de cambio, se requerirá una recuperación muy fuerte en Estados Unidos o una severa desaceleración en México para restablecer el equilibrio externo.

Conclusiones

La experiencia de México con los mercados de capital ha sufrido una notable serie de transformaciones en las últimas dos décadas. Un periodo estable de alto crecimiento, baja inflación y endeudamiento externo prudente llegó a su fin cuando los ingresos petroleros y los líderes populistas provocaron una carrera de expansión fiscal muy por encima de los límites establecidos por las nuevas restricciones en los ingresos. Esta expansión se detuvo repentinamente en 1982 en un choque que claramente preveían los individuos privados en México: la fuga de capitales se inició de hecho mucho antes que la crisis de la deuda. Es sor-

prendente que los bancos comerciales siguieran otorgando créditos mucho después de que probablemente se hubieran oído las alarmas: la deuda de México estaba aumentando mucho más rápido que el PIB, hacia 1980 las tasas de interés externas aumentaron repentinamente muy por encima de las tasas de crecimiento de México y los precios del petróleo, después de su salto inicial en 1979, cayeron casi de manera tan rápida como habían aumentado anteriormente.

Todo esto llegó a su fin durante la crisis de la deuda, una crisis que de hecho se inició con la suspensión del pago de intereses en agosto de 1982. En la siguiente década obviamente no quedó oportunidad alguna de seguir como hasta entonces. Hay que reconocer que los líderes mexicanos detectaron esta situación y emprendieron un programa de reforma difícil pero, a fin de cuentas, espectacularmente exitoso. Los mercados de capital internacionales no le dieron a México el tiempo necesario para avanzar del periodo de los costos directos del programa a los beneficios; entre 1982 y 1990, México tuvo que recurrir casi exclusivamente al financiamiento externo de instituciones internacionales como el Banco Mundial.

Esta situación cambió drásticamente en 1989 y 1990, cuando México se convirtió en el primer país en participar en el plan Brady. En contra de lo que dictaría la sabiduría común, la reducción de la deuda abrió las compuertas a los influjos de inversión al país. En este artículo hemos mostrado que la reducción de la incertidumbre respecto al futuro, más que la de las transferencias a futuro, explican el espectacular éxito del paquete de reducción de la deuda.

Las entradas masivas de capital a México en los años siguientes al plan Brady claramente incluyen un elemento de ajuste del mercado de las reservas. Destacan dos razones para este punto de vista. En primer lugar, gran parte de las entradas surgieron como respuesta al programa de privatización, en particular la venta de la compañía telefónica Telmex y de los bancos comerciales. Pero en su mayor parte este programa se ha completado ya (a fines de 1992). En segundo lugar, demostramos que una porción importante de la entrada de capital no se debía tanto a extranjeros que invirtieran en México, sino a mexicanos que volvían a traer su capital sacado del país. Y puesto que esto sólo puede hacerse una vez, la tasa actual de entrada debe considerarse temporal.

Ésta es una fuente potencial de preocupación, ya que al mismo tiempo la cuenta corriente de este país se ha deteriorado hasta un nivel sin paralelo en la historia de México. Una vez que el capital deje de

fluir, ¿debemos esperar que la cuenta corriente mejore o se dirige México a una crisis importante de su balanza de pagos? Para responder a esta pregunta analizamos las contrapartes macroeconómicas del deterioro de la cuenta corriente, el deterioro del ahorro privado y el auge de la inversión privada. Esto nos lleva a un optimismo prudente.

Es probable que en el futuro mejore el ahorro privado, que se ha reducido notoriamente en el periodo de 1988 a 1991. La repentina distensión de las restricciones de liquidez en 1989 y 1990 disparó algún tipo de demanda acumulada de los consumidores que probablemente se reduzca con el paso del tiempo; existen pruebas de que parte del auge del consumo se basa en lo que ha ocurrido con los precios de los activos no apoyados en elementos fundamentales implícitos ("burbujas"); puesto que de hecho estas burbujas se están esfumando ahora, es probable que el auge del consumo relacionado con ellas también desaparezca. Ambos argumentos conducen a un optimismo prudente respecto a las posibilidades de recuperación del ahorro privado.

En lo que se refiere a la inversión, las perspectivas en el mediano plazo también siguen siendo sólidas, pero es probable una desaceleración temporal en la inversión. Esta última tal vez podría verse asociada con una posible depreciación del tipo de cambio real que también podría requerirse para inducir un incremento en la inversión en lo que respecta a la manufactura. Todo esto se suma a una probable mejora en la cuenta corriente en un futuro cercano si se reducen los influjos de capital.

Por último, mientras que en el mediano plazo resulta deseable lograr el mejoramiento del ahorro privado, en un futuro cercano éste podría exacerbar las presiones en favor de la desaceleración. En presencia de cierta inflexibilidad de los salarios a la baja y de las políticas cambiarias relativamente rígidas de México, así como de una reducción cíclica en el consumo privado y, posiblemente, en la inversión privada, las presiones actuales por la desaceleración podrían dar lugar a una recesión. Como consecuencia del fuerte compromiso de México en contra de la inflación, parece poco probable que en el corto plazo se modifiquen las políticas cambiarias para hacerlas más flexibles. Sin embargo, al igual que en el pasado, la situación de México dependerá considerablemente, en última instancia, de sucesos externos. Las perspectivas de recuperación de Estados Unidos y, sobre todo, la ratificación del TLC por parte del Congreso estadounidense podrían servir como impulso adicional a las entradas de capital y a la inversión. Ante este probable escenario, se podría lograr una mejora gradual del ahorro

privado junto con un crecimiento moderado y una mayor consolidación de los avances en cuanto a la inflación.

Apéndice 1. Estabilidad del mercado de activos

Metodología

El enfoque consiste en comparar dos precios, el precio real P y el precio fundamental P' . Si los agentes son racionales, es fácil mostrar la relación entre estos dos precios,

$$P_t = E(P'_t | I_t) \quad (1)$$

La ecuación 1 señala que el precio actual es igual al precio fundamental esperado, dada la información disponible hasta la fecha t .

De la definición de P' se desprende que

$$P'_t = P_t + u_t \quad (2)$$

donde

$$E(u_t | P_t) = 0 \quad (3)$$

Ésta es la idea clave de las expectativas racionales, la base para la prueba de Shiller (1981). La diferencia entre el precio fundamental y el real no debe estar relacionada con el precio actual. Tomando las variaciones a ambos lados de la ecuación 2 obtenemos

$$V(P') = V(P) + V(u) \quad (4)$$

que implica

$$V(P') \geq V(P) \quad (5)$$

La ecuación 5 es la desigualdad inicialmente probada por Shiller. Señala que la varianza del precio fundamental debe ser mayor que la varianza del precio real. La intuición señala que puesto que P es un pronóstico de P' , debe variar menos que P' . Shiller utiliza datos de Estados Unidos y descubre que la desigualdad de la varianza resulta

dramáticamente infringida, a saber, que la relación estimada $VP/V(P')$ a menudo es mayor que cinco.

Resultados empíricos

Para calcular el precio fundamental utilizamos la fórmula

$$P'_t = \sum_{i=0}^{\infty} \frac{d_{t+i}}{(1+r)^{i+1}} \quad (6)$$

donde r es la tasa de interés real promedio de 1989 a 1991 y d son los dividendos en el caso de valores y la renta en el caso de la vivienda.

Al precio real se le aplica entonces la regresión sobre el precio fundamental con doce rezagos. El valor ajustado de la variable dependiente se considera entonces como el precio de los valores que depende de los elementos fundamentales. Se calcula la varianza (desviación estándar) tanto del precio real como del precio que depende de los elementos fundamentales. Si la razón entre la varianza del precio real y la varianza del precio que depende de los elementos fundamentales es mayor que dos, existe una "burbuja"; de no ser así, no la hay.

El análisis empírico en el caso de los valores mostró que la desviación estándar del precio real (43.027) fue más de dos veces mayor que la desviación estándar del precio que depende de los elementos fundamentales (21.474). Así pues, concluimos que los mercados de valores en México eran inestables, es decir, que los impulsaban conductas especulativas.

En el caso de la vivienda, la desviación estándar del precio real (36.411) fue muy cercana a la desviación estándar del precio que depende de los elementos fundamentales (32.467). Así pues, no hubo evidencias de conducta especulativa en lo que respecta a la vivienda.

Apéndice 2. Factores cíclicos y estructurales de la balanza comercial manufacturera de México

El historial de las exportaciones de productos manufacturados de México es impresionante: aumentaron de 3 000 millones de dólares en 1980 a 16 000 millones en 1991 (20 000 millones, si se incluyen las

maquiladoras). Sin embargo, durante el periodo de "recuperación" de 1988 a 1991 la balanza comercial manufacturera de México se ha deteriorado marcadamente de un déficit de 2 000 millones de dólares en 1987 a uno de 19 500 millones en 1991 (o, si se incluyen las maquiladoras, de un déficit de 400 millones a uno de 15 300 millones). La preocupación ante esta tendencia ha ido creciendo a causa de la reciente desaceleración del crecimiento de la producción manufacturera a aproximadamente 2% durante el primer semestre de 1992.

Se siguió un enfoque econométrico para analizar los resultados comerciales en el sector manufacturero durante el periodo de 1980 a 1991. Se llevaron a cabo regresiones utilizando el método de mínimos cuadrados ordinarios; se emplearon datos trimestrales. Las regresiones finales, obtenidas después de eliminar secuencialmente todos los regresores estadísticamente insignificantes son (los estadísticos t se muestran entre paréntesis):

$$BCMAN = -16.711 - 0.616 \times AC + 36.897 \times PTF + 54.787 \times QINT \quad (1)$$

(-0.79) (-5.99) (2.80) (3.21)

$$- 29.001 \times QCAP + 0.377 \times RER - 0.569 \times W$$

(-2.40) (2.31) (-7.87)

$$R^2 = 0.96 \quad DW = 2.09 \quad \text{Estadístico } F = 162.2 \quad (A1)$$

$$BCMM = 25.044 - 0.722 \times AC + 15.866 \times QINT - 30.138 \times IEU - 0.584 \times w$$

(2.17) (-6.91) (4.96) (-4.65)

(-13.58)

$$R^2 = 0.95 \quad DW = 2.08 \quad \text{Estadístico } F = 212.5 \quad (2)$$

Siglas

AC	Aprovechamiento de la capacidad instalada en manufactura
BCMAN	balanza comercial manufacturera, sin excluir productos petroleros (en dólares constantes)
BCMM	BCMAN más el balance de la cuenta de maquiladoras

<i>C</i>	Término constante
<i>IEU</i>	Importaciones de Estados Unidos en dólares constantes
<i>PTF</i>	Productividad total de los factores
<i>QINT</i>	Cuotas de importación para productos intermedios
<i>QCAP</i>	Cuotas de importación para bienes de capital
<i>RER</i>	Razón entre el índice de precios de importación en Estados Unidos y el índice de precios en dólares de las exportaciones manufactureras de México
<i>W</i>	Tipo de cambio real deflacionado por el índice de precios en dólares de las exportaciones manufactureras de México y por el índice de los salarios manufactureros nacionales

Se hace una distinción entre los factores de corto plazo (cíclicos) y los de largo plazo (estructurales) de la balanza comercial manufacturera, excluidos los productos petroleros (con y sin maquiladoras). De los factores cíclicos, los siguientes han tenido un efecto significativo en la balanza comercial manufacturera durante el periodo de 1980 a 1991: el aprovechamiento de la capacidad instalada, la demanda externa (importaciones de Estados Unidos) y el tipo de cambio (basado en un índice de precios en dólares de las exportaciones manufactureras de México y los salarios del sector manufacturero de México).²⁸ Los dos factores estructurales significativos fueron: el crecimiento de la productividad (la productividad total de los factores)²⁹ y la apertura comercial (captada por las cuotas para importaciones de bienes de capital y de productos intermedios). El efecto simulado de estos factores se discute a continuación. Todas las simulaciones caen dentro de simulaciones de muestra en las que el valor real de uno de los regresores se sustituye con un valor hipotético (que se discute en seguida), mientras que los otros regresores mantienen su valor real. El efecto estimado sobre la variable dependiente de los cambios hipotéticos en los regresores se resume en el cuadro A1.

²⁸ Otros factores de corto plazo probados (la inversión pública, las tasas de interés reales internas y el PIB de Estados Unidos) no resultaron estadísticamente significativos. La relación entre los precios de los productos manufacturados sin incluir productos petroleros de México y el índice de precios de todas las importaciones de Estados Unidos resultó apenas parcialmente significativa (con un margen de confianza de 85 por ciento).

²⁹ La productividad total de los factores se obtuvo de Enrique Hernández Laos, "Evolución de la productividad total de los factores en la economía mexicana (1970-1989)", México, informe inédito, mayo de 1992. Sin embargo, puesto que los cálculos incluidos en este estudio solamente llegan hasta 1989, para el subperiodo de 1990 a 1991 utilizamos una medida de la productividad bruta de la mano de obra en el sector manufacturero basada en los indicadores del Banco de México, usando un índice de la producción manufacturera y el empleo en el sector manufacturero.

Cuadro A1. El efecto simulado de los cambios hipotéticos en los regresores

Porcentaje de cambio de la <i>BCMAN</i> a fines de 1991	Hipótesis sobre el regresor
-10%	El <i>AC</i> permanece en el nivel que tenía a fines de 1987
-19%	El <i>PTF</i> crece al doble de la velocidad
Porcentaje de cambio en la <i>BCMM</i> a fines de 1991	Hipótesis sobre el regresor
-20%	El <i>IEU</i> permanece en el nivel que tenía en 1989
-58%	El <i>W</i> permanece en el nivel que tenía a fines de 1988

De ahí se deduce que el crecimiento de la productividad en sí mismo no revertirá las recientes tendencias en la balanza comercial manufacturera de México entre el corto y el mediano plazos. Mientras que la consolidación de las reformas y la maduración de las inversiones recientes muy probablemente mejore el crecimiento promedio de la productividad, una mejora en la balanza comercial manufacturera de México entre el corto y el mediano plazos tendrá que provenir de factores cíclicos: una baja en la demanda interna con respecto a la demanda externa o una mejora en el tipo de cambio real de México. De ello se deduce que, si llegara a materializarse una reducción de las entradas de capital en un régimen de tipo de cambio fijo y sin que cambie la flexibilidad de los salarios, se requerirá una fuerte recuperación de Estados Unidos o una severa desaceleración en México para restablecer el equilibrio externo.

Referencias bibliográficas

- Arrau, P. y D. Oks (1992), "Private Saving in Mexico, 1980-90", Banco Mundial, Working Paper 861, febrero.
Arrau, P. y S. van Wijnbergen (1991), "Intertemporal Substitution, Risk

- Aversion, and Private Savings in Mexico", Banco Mundial, Working Paper 682, mayo.
- Bradford de Long, J. y B. Eichengreen (1991), "The Marshall Plan: History's Most Successful Structural Adjustment Program", CEPR Discussion Paper, núm. 634, Londres.
- Brideaux-Hall, R., H. Eggerstedt y S. van Wijnbergen (1992), "Measuring Capital flight in Mexico", Banco Mundial, octubre (mimeografiado).
- Claessens, C., D. Oks y S. van Wijnbergen (1992), "Interest Rates, Growth and External Debt: The Macroeconomic Impact of Mexico's Brady Deal", Banco Mundial, agosto (mimeografiado).
- Ha, Jiming y D. Oks (1992), "Private Saving and Liquidity Constraints in Mexico, 1980-91", Banco Mundial, agosto (mimeografiado).
- Van Wijnbergen, S. (1991), "The Mexican Debt Deal", *Economic Policy*, abril, pp. 13-56.

La inversión extranjera directa en América del Norte: intersecciones del libre comercio

Michael J. Twomey

Este trabajo analiza las experiencias de Canadá, México y Estados Unidos con la inversión extranjera directa. Si bien la perspectiva de un acuerdo sobre el Tratado de Libre Comercio para América del Norte motiva este tipo de estudio comparativo, existen también varios paralelos insospechados entre los casos de México y Canadá, no sólo por los efectos que causa en ellos su vecino común sino también por la importancia de las materias primas en la estructura de producción de estos países.

La organización del trabajo es relativamente sencilla. Después de una breve revisión de la teoría apropiada, se presentan las experiencias históricas de Estados Unidos y Canadá en términos de la inversión extranjera directa (IED) que ingresa y la que sale de estos países, seguida de un resumen más corto del caso mexicano. Como uno de los principales problemas en Canadá ha sido la interacción entre las corporaciones multinacionales (CMN) y la investigación y el desarrollo tecnológico (ID), se efectúa una revisión de la bibliografía sobre este tema, seguida de comentarios sobre su pertinencia en el caso de México.

Universidad de Michigan, Dearborn. Gran parte de esta investigación fue efectuada mientras el autor era profesor visitante en el Centro de Estudios Económicos del Colegio de México, con los auspicios de una beca Fulbright. Una versión preliminar de este trabajo apareció como Documento de Trabajo núm. II, 1992, de la CEE. Traducción del inglés de Nora A. de Allende.