

Déficit privado, financiamiento del desarrollo e inestabilidad en México

••••• ETELBERTO ORTIZ CRUZ*

¿CUÁL ES EL PROBLEMA?

El Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo, 1997-2000, pretende conjurar la presencia de crisis financieras similares a las del pasado, propósito que apunta a una de las cuestiones más importantes de las políticas de crecimiento adoptadas. El debate sobre las crisis financieras recientes no parece haber dejado satisfechos a todos los participantes. Para unos, el problema se reduce al manejo inadecuado de la tasa de cambio que llevó a los mercados de capital a pensar “que México no podría seguir recibiendo capitales del exterior”.¹ Para otros, el motor inicial de la crisis fue el flujo de capitales, invitado por tasas de interés muy atractivas. Así, el problema se reduce a una perturbación de corto plazo que no afecta los lineamientos esenciales de la política macroeconómica, los cuales se consideran compatibles con “fundamentos sanos”.² De esta manera, es impropio discutir si la crisis fue inducida por las altas tasas de interés o por la sobrevaluación, pues desde la óptica del modelo considerado ambos fenómenos son correlativos.

Otra explicación reconsidera las nuevas relaciones entre los sectores productivo y financiero, en la que destacan los siguientes elementos: el modelo económico en ejercicio hay que entenderlo por la forma en que se construye la relación entre los sectores real y financiero. Ello, evidentemente, no puede ser ajeno a factores externos como las características de la inserción produc-

1. Banco de México, *Informe Anual*, 1995.

2. Fundamentos sanos en alusión al término generalmente utilizado de *sound fundamentals*.

* Profesor de Economía, Universidad Autónoma Metropolitana-Xochimilco.

tiva-comercial y la forma en que éstas se vinculan a los procesos de financiamiento. Así, lo más significativo de las crisis recientes es su recurrencia, con uno u otro modelo de crecimiento, cuyas características en cuanto a la selección de ganadores es tan importante como la forma en que el modelo genera los recursos para su financiamiento. Estos rasgos se vuelven particularmente críticos para el modelo, pues necesariamente lo hacen frágil y, con ello, en extremo inestable e incapaz de proporcionar un marco adecuado de crecimiento de largo plazo.

Este artículo expone algunos elementos básicos de dicha concepción del problema. Primero se analizan los efectos del cambio estructural en los sectores productivos. Se parte de la presencia de sectores ganadores y perdedores, como cabe esperar de las políticas de cambio estructural. Con todo, lo fundamental es encontrar las causas, de que algunos sectores hayan crecido con mayor rapidez o generado un mayor impulso a las exportaciones. Así, en la primera sección se presenta un diagnóstico primario sobre la incidencia de los factores que suelen identificarse como responsables del crecimiento; se busca dar mayor claridad a la forma en que los sectores reaccionan de manera polarizada a los estímulos de las políticas de cambio estructural. Estos comportamientos conducen hoy día a una nueva estructura productiva dual en el sector industrial moderno. En la segunda parte se estudia el engarce financiero del modelo, cuyo concepto clave se denomina en este artículo *déficit privado*. En esta noción hay elemento crucial del modelo del “éxito exportador”, en particular, que los sectores ganadores del proceso de cambio estructural requieren generar una demanda por importaciones mayor que su oferta de divisas cuya operación exige un financiamiento por demás peculiar: financiar crecientes déficit comerciales mediante endeudamiento externo de uno u otro tipo. La acumulación de estos elementos conduce a la fragilidad del

sector financiero, al punto de quiebra en que se encuentra desde enero de 1995. Por último, en la tercera parte se revaloran las implicaciones para el modelo en su conjunto y se analizan algunas opciones de política.

CAMBIO ESTRUCTURAL: LA NUEVA ESTRUCTURA DUAL

Para nadie es novedad que en un proceso de cambio estructural hay ganadores y perdedores. Sin embargo, tanto para quienes deciden las políticas como para los analistas debería ser de gran interés identificar los elementos que en cada caso alimentan el proceso. Ello obedece al argumento de que los cambios en los parámetros de precios, vía la apertura del comercio, generan un vector supuestamente óptimo de asignación de recursos y productos. Dicho argumento puede resultar del todo insuficiente ante la diversidad de posibilidades que se ofrecen a las empresas en una economía compleja inmersa en un acelerado proceso de cambio estructural. En consecuencia, el primer paso es evaluar el alcance de las transformaciones mediante la identificación de al menos dos aspectos: a) las características de los sectores ganadores y los factores que parecen haber incidido en su éxito, y b) el costo de oportunidad de éste para el resto de la economía.

Los factores del éxito de los sectores ganadores

Los elementos determinantes del éxito de los sectores ganadores se suelen encontrar en los estudios sobre las “fuentes del crecimiento”, concepto que se deriva del examen neoclásico de las características estructurales de las funciones de producción. Sin embargo, dicho entramado teórico no parece particularmente adecuado para identificar las características de los cambios que han transformado la estructura productiva. En especial, la forma en que se plantea el problema significa que no es posible cumplir con ninguna de las condiciones de invarianza que Hall postula como indispensables para lograr una identificación aceptable de los parámetros relevantes de las funciones de producción estándar.³ Por ello, en este trabajo se formula un procedimiento para identificar la incidencia de diversos elementos que pueden afectar la asignación de recursos al interactuar de manera dinámica: en los precios relativos y las tasas de salarios, las exportaciones y las importaciones y los eslabonamientos productivos.

Este enfoque se basa en la problemática derivada de un entorno que resulta de un proceso muy complejo y dinámico que dificulta acotar el problema al mero análisis de la incidencia de las variables en la función de producción. El referente inicial del análisis son las políticas de cambio estructural basadas en una aproximación que privilegia dos ideas: la horizontalidad de los

3. Robert Hall, “Invariance Properties of Solow’s Productivity Residual”, en Diamond Peter (ed.), *Growth/Productivity/Unemployment. Essays to Celebrate Bob Solow’s Birthday*, The MIT Press, 1990.

instrumentos y la suposición de que los “ganadores”—las empresas que aprovecharon el nuevo entorno— por fuerza harían descansar su nueva posición competitiva en el manejo óptimo de los recursos disponibles. En un modelo ortodoxo ello puede entrañar la idea de que para un país como México lo anterior represente el uso más intensivo de trabajo en detrimento de un factor escaso, una posición exportadora cuya ventaja comparativa radicaría en el empleo de los factores productivos más baratos en términos relativos. Sin embargo, los instrumentos de política y predicciones así formulados omiten la operación de lo que se han denominado *ventajas competitivas dinámicas o creadas*, como las que genera la introducción de cambio tecnológico, los componentes de la ciencia y la tecnología y capital humano, en la actualidad determinantes de los flujos de comercio y del proceso de reasignación de inversiones en el mundo.⁴ Estos elementos conducen a un proceso de selección de los “ganadores” en el comercio internacional que no necesariamente debiera apegarse al modelo neoclásico puro.

Ortiz avanza en el análisis de los cambios en la estructura productiva a partir de un análisis factorial de las cuentas nacionales.⁵ Aquí tan sólo se refieren de manera muy sintética algunos de los resultados. En particular, se puede sostener que los elementos que explican la diversidad de comportamientos de crecimiento de la economía mexicana muestran dos polos opuestos:

i) Los sectores líderes en crecimiento exportador deben su éxito más al cambio de los precios relativos y del flujo de las importaciones que a las ganancias de productividad; ello explica por qué pueden pagar salarios más altos, pero son más sensibles a tasas de cambio reales subvaluadas.⁶

ii) y en el otro extremo, los sectores no muy vinculados con el exterior cuya rentabilidad se asocia en mayor medida a salarios bajos y al crecimiento del producto y del mercado interno. Los incrementos en productividad propia de este grupo parecen mayores que los de otros sectores, incluido el exportador.

Este resultado es esencial para establecer que los efectos detectados de las políticas de cambio estructural no se explican por completo con ninguno de los dos enfoques sobre comercio referidos; más bien se tiene un panorama dual en que el desempeño en un amplio sector se asemeja a las predicciones del modelo ortodoxo, en tanto que el de mayor dinamismo en crecimiento y exportaciones se parece más al modelo fundado en factores

4. Paul Krugman, *Rethinking International Trade*, The MIT Press, 1990, y Paul Romer, “Endogenous Technological Change”, *Journal of Political Economy*, 1990.

5. Etelberto Ortiz, “El cambio estructural en México y las empresas pequeñas y medianas”, *Comercio Exterior*, vol. 47, núm. 1, México, enero de 1997, pp. 16-26.

6. Se consideran ramas líderes en crecimiento aquellas cuya tasa de crecimiento del PIB y las exportaciones es superior a la media: cerveza y malta, otros productos químicos, vidrio, cemento, industrias básicas de metales no ferrosos, maquinaria y aparatos eléctricos, aparatos electrodomésticos, equipos y aparatos electrónicos, automóviles y carrocerías, motores y autopartes. La misma evaluación según las Cuentas Nacionales de 1988-1995 incluiría también abonos y fertilizantes, petróleo y derivados y molinero de trigo.

competitivos dinámicos. Sin embargo, lo más importante, lo característico de la situación actual —al menos para la economía mexicana— no se reduce a la dualidad de ambas propuestas teóricas; comprende también una serie de componentes derivados, unos productivos y otros financieros, que resultan de los efectos complejos de ambas, que recrea una situación por demás inestable.

Con todo, con base en la estimación referida, el efecto más importante en el plano productivo, independientemente de los factores que lo generan, consiste en una conducta de creciente segregación de las ramas líderes de la exportación. La imagen de desarticulación entre los sectores productivos se refuerza al observar el comportamiento de los coeficientes de eslabonamiento total de la economía. En el cuadro 1 se estiman los coeficientes de eslabonamiento total de 1950 a 1995 de algunos sectores críticos de la presente evaluación. La trayectoria de dichos coeficientes a partir del inicio del proceso de cambio estructural es a todas luces descendente, al grado en que incluso en promedio, a partir de 1985, el debilitamiento de la trama de interdependencia para toda la economía es considerable.

C O E F I C I E N T E S D E E S L A B O N A M I E N T O T O T A L D E L A E C O N O M Í A M E X I C A N A , P O R S E C T O R E S , 1 9 5 0 - 1 9 9 5

	1950	1960	1970	1980	1985	1988	1990 ^a	1995 ^a
Agricultura	1.48	1.56	1.85	1.82	1.77	2.29	1.99	1.99
Petróleo y gas	1.29	1.92	2.62	1.68	1.67	2.79	1.58	1.58
Industria alimentaria	1.2	1.33	1.29	1.27	1.13	1.76	1.16	1.16
Cerveza	—	—	1.13	1.10	1.05	1.06	1.06	1.05
Vidrio	—	—	1.91	1.85	1.77	1.77	1.62	1.49
Cemento	—	—	2.12	1.98	1.92	2.08	1.82	1.81
Petroquímica	—	—	3.28	2.94	4.45	4.06	2.66	2.61
Automovilístico	—	1.18	1.12	1.12	1.08	1.06	1.04	1.02
Autopartes	—	—	2.23	2.17	1.60	1.37	1.44	1.28
Electricidad	1.11	2.02	2.24	2.39	2.49	2.86	2.49	2.63
Transportes y comunicaciones	1.17	1.51	1.52	1.44	1.49	1.20	1.41	1.40
Hoteles y restaurantes	1.00	1.15	1.21	1.22	1.22	1.17	1.22	1.25
Servicios	1.22	1.35	1.37	1.32	1.33	1.51	1.44	1.46
Comercio	1.17	1.34	1.47	1.31	1.34	1.45	1.32	1.35
<i>Promedio</i>	2.31	1.69	1.80	1.75	1.71	1.84	1.63	1.61
<i>Desviación estándar</i>	1.74	0.47	0.65	0.61	0.67	0.80	0.57	0.57

a. Estimaciones preliminares para 1990 y 1995. STATMAT, México, 1990.

Fuente: Etelberto Ortiz, *Competencia y crisis en la economía mexicana*, Siglo XXI Editores, México, 1994, p. 139.

Sin embargo el resultado más notable radica en que la caída de dichos coeficientes es mucho más acentuada en las ramas líderes exportadoras que en el resto de la economía, lo cual era previsible a raíz del reacomodo provocado por la apertura de la economía. Sin embargo, se esperaba que el efecto fuese temporal

por las expectativas de que el cambio estructural mismo generaría una nueva trama de interdependencia productiva que descansara en la mayor eficiencia tecnológica y productiva. En el cuadro 1 se observa el nuevo patrón de estructuración interno y externo: a) los sectores líderes ejercen pocos efectos en el resto de la economía, y b) el crecimiento de éstos necesariamente descansa en un aumento considerable de las importaciones. Estos comportamientos exigen avanzar en un análisis de costo-beneficio sobre la naturaleza del nuevo modelo.

CAMBIO ESTRUCTURAL Y DÉFICIT PRIVADO

Esta sección parte de dos hechos indudables: a) en el nuevo modelo, los sectores líderes en crecimiento y exportación son los principales generadores del déficit externo, y b) la dinámica de crecimiento de éstos les impide crecer sin generar ese déficit, el cual de una u otra manera se convierte en deuda externa, parte privada y en su mayoría pública. Así pues, se examinan esos comportamientos en términos de una apreciación

general de sus costos y beneficios. Entre los beneficios figuran: a) las ganancias de esos sectores líderes en crecimiento y productividad, así como en exportaciones, y b) las ganancias en integración a la economía mundial, en tanto componentes de las cadenas dinámicas del comercio mundial. Del lado de los costos de los sectores líderes se encuentran tres aspectos: a) logran ganancias con base en un diferencial de precios en los insumos importados; parte de su ventaja competitiva se funda en la importación de insumos subvaluados debido a la sobrevaluación; b) generan un eslabonamiento externo determinante en términos de calidad y costos que conduce a que sus compras de insumos locales se reduzcan cada vez más; su mayor relación radica en la compra de mano de obra, insumos naturales baratos como agua y energía, y c) su modelo de crecimiento no ha provocado un aumento de sus requerimientos de fuerza de trabajo (véase el cuadro 2).

El único aspecto no considerado en el cuadro 2 es el efecto de la sobrevaluación cambiaria en el valor agregado y, por tanto, en las ganancias de los sectores líderes. Para ello se elaboró una estimación de los efectos de la sobrevaluación: en el valor tanto de los insumos importados como en

el de las importaciones de bienes de consumo final. En ambos casos el procedimiento consiste en observar la diferencia de valor entre la tasa de cambio nominal y aquella en equilibrio de haberse mantenido la tasa de cambio real de 1986-1987, período elegido por cumplir con dos requisitos: la balanza comercial se

COSTOS Y BENEFICIOS DEL NUEVO MODELO DE CRECIMIENTO DE LOS SECTORES MANUFACTUREROS Y LÍDERES, TASAS DE CRECIMIENTO ANUALIZADAS E INDICES, 1988-1995 (1980 = 100)

	Beneficios			Costos	
	PIB ¹	PIB/ trabajador ²	Exportacio- nes netas ³	Empleo ⁴	Eslabo- namiento ⁵
Total	2.54	126.64	-	110.2	-
Primario	1.68	122.71	-15.67	99.3	-
Extractivo	1.0	145.83	199.1	84.5	=
Alimentario	3.72	139.01	0.063	106.7	=
Industria ligera	1.34	123.93	-42.52	103.6	=
Industrias metálicas	2.42	137.84	-4.81	95.0	-
Automóviles y electrónica	3.60	123.92	-204.2	112.9	-
No comerciables	2.66	114.97	-0.43	114.0	+

1. Tasas de crecimiento promedio anual. 2. Índice de productividad por trabajador. 3. Exportaciones menos importaciones sectoriales respecto al saldo total de la balanza comercial. 4. Índice de ocupación. 5. Signo de cambio en el eslabonamiento según el cuadro 1.

encontraba razonablemente en equilibrio y comenzaba una época de política comercial hasta cierto punto homogénea. Se utilizaron las estimaciones de la tasa de cambio real de Raúl Morales que cumplen adecuadamente con ambos requisitos.⁷ No se consideran los efectos de las tasas de protección efectiva y de protección efectiva real, pues a partir de la apertura comercial dichas tasas se redujeron de manera significativa, por lo que cabría esperar que desaparecieran los efectos redistributivos mayores. Este criterio estaría sujeto a revisión en la medida en que operaran otros recursos (excluidas las tarifas) de intervención en el comercio.

Por otra parte, en el actual modelo comercial los principales efectos se presentan en las relaciones básicas de precios. Así, para ilustrar tan sólo uno de los rubros en los cuales se incurre en costos sociales que no aparecen en la contabilidad privada, se evalúa el efecto de la sobrevaluación cambiaria, debido a su gran importancia en la formación de precios en la economía mexicana. El cuadro 3 muestra el coeficiente de la diferencia entre los valores nominal y real de las importaciones respecto del valor agregado de los insumos intermedios y los bienes de consumo final y de capital. Para cada uno de éstos se presentan datos de los sectores líderes y de la economía en su conjunto. Asimismo, se destacan algunos promedios cuya comparación se considera relevante.

De esta evaluación resalta que las políticas comerciales supuestamente "homogéneas" a partir de 1988, lejos de reducir las diferencias entre los precios de mercado y de equilibrio, los han aumentado de manera constante, sobre todo en favor de los

7. Raúl Morales, "México: valuación de la moneda y sostenibilidad del tipo de cambio", *Comercio Exterior*, vol. 46, núm. 4, abril de 1996.

sectores líderes de crecimiento exportador, dada su peculiar inserción externa e interna. Esas diferencias no habrían ocurrido de haber operado con parámetros de precios externos de equilibrio.

Lo esencial es que esas diferencias entonces podrían haber sido pérdidas reales para esos sectores, aunque no lo fueron debido a la sobrevaluación del peso. Desde luego, esas diferencias se registraron como ganancias en la contabilidad privada, pero en la social no hay duda que representan un déficit, el citado *déficit privado*. Éste no debe confundirse con un déficit público ya que, a pesar de que termina por afectar una contabilidad social —la de la balanza de pagos— y se traduce en deuda pública, su origen se encuentra sin duda en las características de la actividad productiva privada. Hacia 1993 ese déficit significaba alrededor de 7 % del PIB, casi equivalente al total del déficit externo en ese momento. Lo más destacable es que con cualquier criterio los sectores líderes en crecimiento parecen haber sido los principales beneficiarios de esa diferencia y que es en el modelo actual de crecimiento —supuestamente orientado a cerrar todo tipo de flujos de transferencias— en el que el *déficit privado* ha aumentado más que nunca.

Lo singular de la situación actual no se reduce a que en cuanto la economía empieza a crecer las importaciones lo hacen con mayor velocidad; el punto medular es que uno de los principales argumentos para criticar y desechar el anterior modelo de crecimiento —la sustitución de importaciones— fue su incapacidad para romper la rigidez del coeficiente de las importaciones, en particular su inflexibilidad en el crecimiento. Ello alimentó la necesidad de mantener el modelo con base en subsidios públicos; por eso, en su momento con razón se puntualizó su incapacidad para permitir un proceso de crecimiento de largo plazo. Los costos asociados al nuevo modelo demuestran que esa

DÉFICIT PRIVADO DE LAS RAMAS LÍDERES ATRIBUIBLE A LA TASA DE CAMBIO: IMPORTACIÓN NOMINAL MENUS IMPORTACION A LA TASA DE CAMBIO REAL COMO PROPORCIÓN DEL PIB SECTORIAL Y AGREGADO, 1970-1993 (1986 = 100)

	Bienes de consumo final y de capital			
	Insumos intermedios		y de capital	
	Ramas líderes	Total de la economía	Ramas líderes	Total de la economía
1970	8.01	2.33	5.49	1.60
1975	10.90	3.15	6.45	1.86
1980	9.54	2.83	6.12	1.81
1985	7.24	2.32	3.65	1.17
1988	4.99	1.04	1.68	0.44
1989	7.88	1.93	3.69	0.91
1990	8.37	1.89	4.83	1.09
1991	13.10	2.99	8.22	1.88
1992	19.59	4.33	13.34	2.95
1993	21.73	4.32	13.90	2.76
Promedios anuales				
1970-1981	8.33	2.35	5.20	1.47
1982-1987	2.93	0.93	1.60	0.50
1988-1993	12.44	2.74	7.61	1.67

Fuente: elaboración propia a partir de las Cuentas Nacionales.

situación no sólo no se ha corregido, sino que ha empeorado; lo único que ha cambiado es la forma en que operan las transferencias.

Lo más importante es destacar que aunque no apareció en la contabilidad privada el déficit así generado en el sector privado sí lo hizo en la pública, puesto que así fue financiado; apareció como el desequilibrio de la balanza de pagos: el déficit se ha transferido como deuda a la sociedad mediante el respectivo endeudamiento externo.

FINANCIAMIENTO DEL CRECIMIENTO Y DEL DÉFICIT PRIVADO

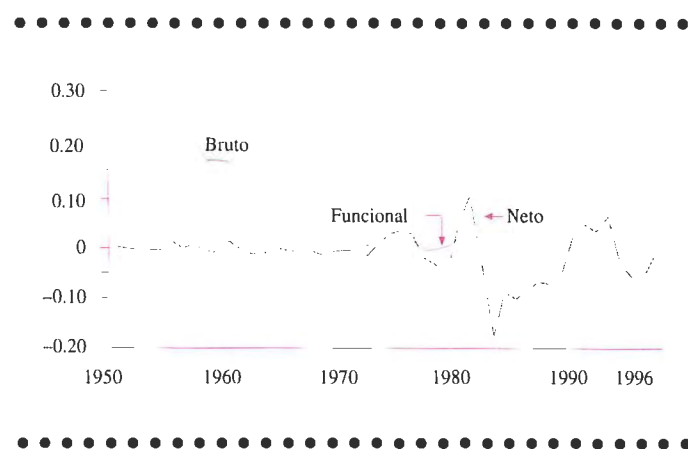
Son conocidos los diversos mecanismos de financiamiento de los déficit públicos. Por contra, no está claro por qué los déficit privados se convierten en deuda pública. El aspecto más evidente se presenta en la tradicional igualdad de las cuentas nacionales, en que un déficit en cuenta corriente equivale a un déficit de ahorro, con el supuesto de que el déficit público sea igual a cero. Así, el déficit de ahorro equivalente se traduce en endeudamiento externo de uno u otro tipo. Lo que en absoluto es evidente son las razones por las que ese déficit de ahorro se tenga que traducir en déficit de ahorro a cargo de la sociedad. Una parte del mecanismo radica, al parecer, en que la emisión de deuda externa privada termina siempre por recibir el respaldo del gobierno, situación criticable desde las ópticas de justicia y equidad por su evidente efecto regresivo en la distribución de la riqueza y el ingreso.

Sin embargo, desde un punto de vista analítico es inaceptable pensar que el financiamiento externo de la transferencia de ingresos que representa el déficit privado pudiera pasar de manera neutral por el sistema financiero interno. Se destaca el mecanismo que opera mediante los flujos de ahorro. Se parte de la observación del dominio público de que a medida que el modelo se desarrolla se presentan tres fenómenos: a) el déficit de cuenta corriente se acrecienta; b) el flujo de ahorro externo desplaza el ahorro interno, y c) la economía empieza a presentar características recesivas evidenciadas por la caída de la tasa de crecimiento del producto.

Habida cuenta de que es rica la literatura respecto al primer elemento, en lo que sigue se abunda en el segundo y el tercero. Para evaluar el comportamiento del ahorro se siguió un procedimiento de contabilidad preciso sobre cada componente. El ahorro externo se evalúa por dos vías: a) el saldo de los ingresos menos los egresos externos considerando el flujo de ingresos y egresos no factoriales, y b) el flujo bruto de endeudamiento más los flujos de inversión extranjera directa y de cartera, con lo que se define un flujo bruto de ahorro externo al que se le resta el servicio de la deuda externa y se obtiene un flujo neto. La diferencia entre el concepto definido en a) muestra los flujos que repercuten en las reservas del Banco de México y las fugas de capital. El ahorro público por el saldo de ingresos y gastos primario más el ahorro inflacionario deflactado. El ahorro interno es producto de restar al ahorro total (igual a la formación bruta de capital fijo) el ahorro externo. El ahorro privado se obtiene

al sustraer del ahorro interno el ahorro público. Se han considerado los diversos deflactores para cada cuenta, de conformidad con la metodología sugerida por las Naciones Unidas, en particular por la necesidad de deflactar dichas series. Los resultados se presentan en las gráficas 1-3. La gráfica 1 muestra que el flujo bruto de ahorro externo tiende a aumentar entre 1980 y 1997, a pesar de las caídas que se presentan en los dos períodos de crisis considerados. El flujo neto de ahorro externo revela dos grandes oscilaciones, una de 1982 a 1990 y otra en 1995-1996, ambas mayormente atribuibles al aumento en el servicio de la deuda externa y a la disminución en los flujos de ahorro externo.

G R Á F I C A 1
VARIANTES DEL AHORRO EXTERNO, 1950-1997 (PORCENTAJE DEL PIB)



En la gráfica 2 se observa que el ahorro interno guarda una relación razonablemente estrecha con la formación de capital hasta 1981-1982. En adelante, ambas variables muestran un movimiento opuesto que se evidencia por la brecha que se abre entre 1983 a 1991 y entre 1996 a 1997. Ello podría ser indicativo de que el ahorro interno es superior a la formación bruta de capital, en el primer caso atribuible al servicio de la deuda externa y en el segundo a la crisis de 1995. El período intermedio, 1992-1994, muestra un movimiento en el que la formación de capital es mayor que la del ahorro interno, aunque ambas variables muestran un acentuado movimiento descendente de 1986 a 1994.

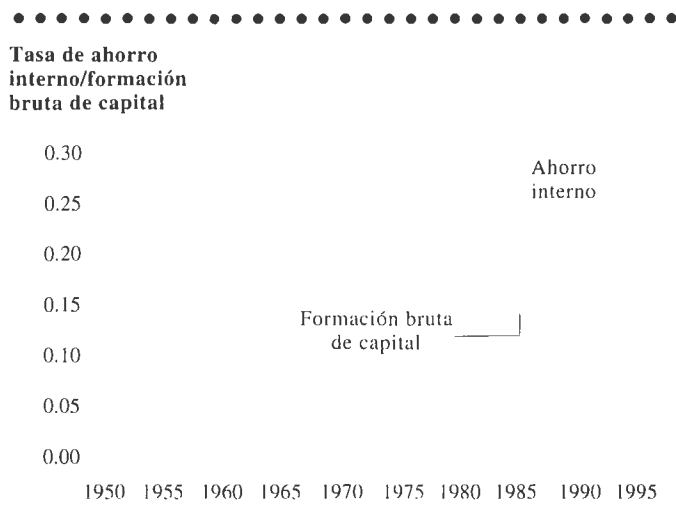
En la gráfica 3 el ahorro privado, con cualquier criterio de medición del ahorro externo, muestra un cambio drástico a principios de los ochenta, el súbito ascenso a partir de 1981-1982 asociado a las políticas financieras de estabilización y financiamiento del déficit externo entonces aplicadas. Con todo, destaca un marcado movimiento descendente a partir de 1990 que no cambia de tendencia a pesar del ajuste de 1994-1995.

Cuatro observaciones críticas resultan de estos datos:

1) A pesar de los importantes incrementos en la tasa de ahorro interno que se registran a partir de los ochenta, la tasa de for-

G R Á F I C O 2

AHORRO INTERNO Y FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL, 1950-1997
(PORCENTAJE DEL PIB)

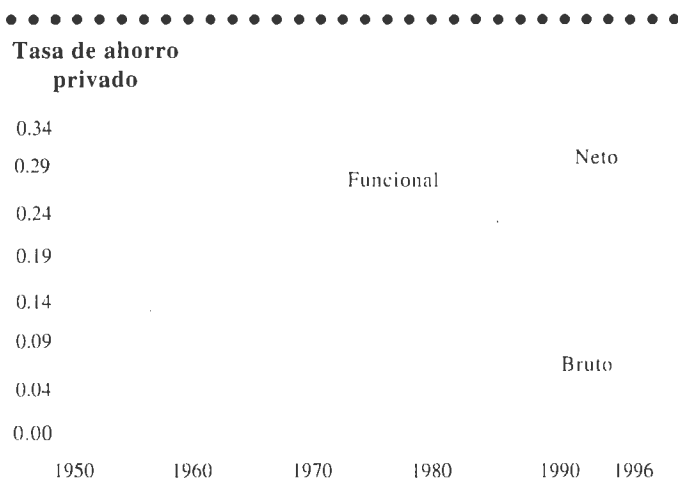


mación bruta de capital fijo no puede sostenerse de manera estable por encima de 20% del PIB. Cada intento por rebasar este límite de inmediato es seguido por una crisis.

2) La economía mexicana sigue siendo en extremo dependiente del ahorro foráneo, en particular para servir su deuda externa, como lo muestra la brecha entre el ahorro bruto y el neto. Peor aún, los escasos episodios de crecimiento a partir de 1988 descansan en el acceso a posibilidades de financiamiento externo significativo. No hay razón alguna por la cual el movimiento a partir de 1996 y 1997 no siga ese modo de comportamiento.

G R Á F I C O 3

AHORRO PRIVADO RESPECTO A VARIANTES DE AHORRO EXTERNO, 1950-1997
(PROPORCIÓN DEL PIB)



3) A partir de 1988 la reducción en la tasa de ahorro interno se vincula directamente al aumento en la tasa de ahorro externo. Sin embargo, la situación agregada implica una disponibilidad extraordinaria de ahorro total que parece haber desembocado en el estímulo a la tasa de consumo y no en el incremento de la tasa de formación de capital. Este comportamiento coincide con la instrumentación de las políticas de liberalización financiera concebidas a partir de la tesis de la “represión financiera”.⁸ Paradójicamente, para el conjunto de la economía hay una situación de exceso de ahorro y costos financieros demasiado altos que desembocan en la crisis de sobreendeudamiento interno y externo.

4) La operación de los tres fenómenos descritos se revierte en una presión recesiva en la economía, como lo evidencia la caída de la tasa de crecimiento del PIB de 1991 a 1994, desembocando en una crisis financiera de grandes proporciones en 1995.

Además, no se puede preterir que las acciones de esterilización de fondos externos fueron incapaces de evitar que el exceso de ahorro total se tradujera en una presión en el sistema financiero, lo que a su vez hizo viable un proceso de sobreendeudamiento interno, que desde 1993 repercutió en el aumento de las carteras bancarias vencidas.

Esa situación es general en los llamados mercados emergentes. La prueba es que en mercados de capitales aún muy “delgados” resulta imposible acomodar el efecto de los flujos de capital externo muy cuantiosos sin generar presiones que orillen al sistema bancario al sobreendeudamiento.⁹ En este apartado se puede adelantar una conclusión preliminar. Las políticas de liberalización del sector financiero se justificaron, en su momento, por su supuesta eficacia para romper con la “represión financiera” que estrangulaba la capacidad de financiamiento del desarrollo.

Dicha política parecería exitosa si sus resultados se evalúan por el pequeño aumento de 1991 a 1994 del ahorro financiero (M4 menos M1); pero si se mide por su efecto en el ahorro total e interno, así como en la formación de capital, resulta en extremo cuestionable. Más aún, si se evalúa por su instrumentación, manejo e inserción en el sector financiero, entonces se presencia un rotundo fracaso. De 1988 a 1995 el sector financiero más que duplicó su participación en el PIB, sin incrementar la capacidad de financiamiento interno del sector, empujándolo a una crisis de sobreendeudamiento sin precedente.

Si bien el acceso a fondos externos de manera extraordinaria permitió financiar el creciente *déficit privado* así como la insuficiencia de fondos de ahorro público en divisas para servir la deuda externa, ambos mecanismos arrastraron a las empresas y al sector bancario privado a aumentar sus pasivos externos por encima de su capacidad de endeudamiento. Es por

8. R. McKinnon y Pill Huw, “Credible Liberalizations & International Capital Flows”, mimeo., Department of Economics, Stanford, 1995.

9. Lee Jang-Yung, “Sterilizing Capital Inflows”, *Economic Issues*, núm. 7, Fondo Monetario Internacional, Washington, 1997.

demás curioso que la reacción microeconómica resultante se haya traducido en una situación recesiva. Por ello se destaca que la evidencia es que el flujo adicional de recursos externos no permitió elevar de manera significativa las tasas de formación de capital y de ahorro total.

¿CUÁL ES EL MODELO REAL EN QUE OPERA LA ECONOMÍA MEXICANA?

A manera de conclusión, se podría adelantar una reflexión teórica a fin de revisar desde otra óptica el problema presentado. La idea es partir del modelo que parece inspirar las acciones de política adoptadas y, como primer paso, reconsiderarlo de manera crítica aunque sea desde la misma estructura lógica del modelo.

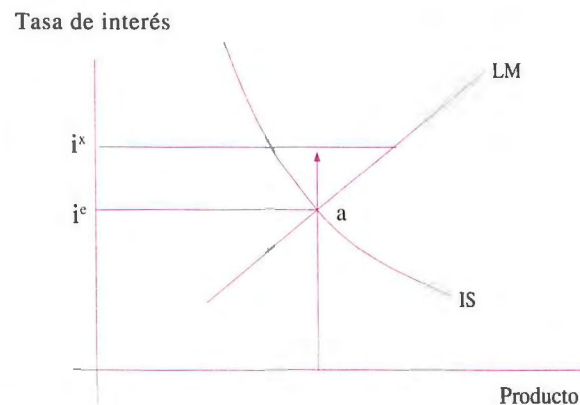
En su conjunto, la discusión de las políticas económicas emprendidas de 1990 a 1994 se derivan directa o indirectamente del modelo Mundell-Fleming.¹⁰ De manera general este modelo postula la posibilidad de financiar en el corto plazo un déficit comercial con flujos de capital externo. La propuesta significa que en el corto plazo no debería ser necesario afectar la tasa de cambio en tanto ésta estuviera cimentada en una política macroeconómica de “fundamentos sanos”. La idea es evitar en lo posible un ajuste cambiario innecesario que pudiera tener repercusiones inflacionarias y en la producción. Se ha dicho que los problemas de la economía mexicana a finales de 1994 podrían atribuirse a que el modelo operó durante un lapso demasiado largo y retrasó de manera innecesaria un ajuste que ya era indispensable. Aquí no se pretende retomar esa línea de crítica, sino destacar las características de estabilidad de dicho modelo. En efecto, el punto de partida de la operación del modelo es que el ajuste así generado permite a la economía volver a una situación de equilibrio general, es decir, en la que operaría con “fundamentos sanos”. Puesto así, el problema radica en las propiedades de estabilidad del modelo, ya que justamente los supuestos en torno de las condiciones de estabilidad que se le atribuyen parecen haber funcionado en sentido contrario, es decir, han profundizado los desequilibrios en lugar de propiciar una solución estable.

Esto se describe en un modelo IS-LM estándar como la imposibilidad de que la economía permanezca en el punto (a), como se ilustra en las gráficas 4 y 5. En una economía pequeña, abierta y con plena movilidad de capitales, la predicción sería que la apertura y el libre flujo de factores conduciría al punto (a) donde (i^x) coincide con la tasa de interés internacional. Un equilibrio de esta naturaleza con los supuestos clásicos sería de pleno empleo. La crítica más importante a este modelo es que la economía, sometida al flujo normal del mercado de capitales, estaría empujando hacia afuera tanto la tasa de interés como la tasa de cambio real, como lo muestran las flecha trazadas en ambos casos.

10. Eric Pentecost, *Exchange Rate Dynamics*, Edward Elgar Editors, Reino Unido, 1993, y R. Dornbusch, “Exchange Rate Expectations and Monetary Policy”, *Journal of International Economics*, núm. 6, 1976, pp. 231-244.

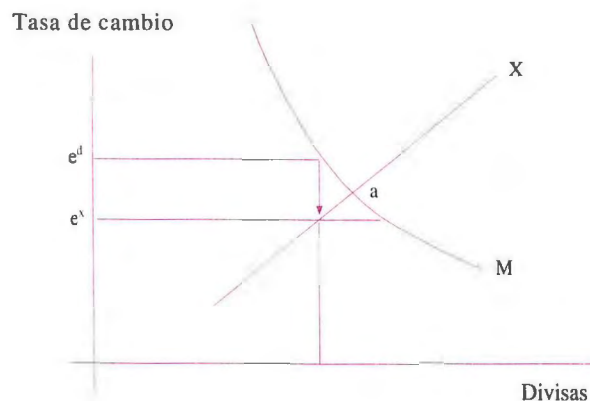
G R Á F I C A 4

MODELO IS-LM ESTÁNDAR. TASA DE INTERÉS



G R Á F I C A 5

MODELO IS-LM ESTÁNDAR. TASA DE CAMBIO



La crítica de Cornford y Kregel puntualiza que tal comportamiento no se reduce al de una “falla de mercado”, aun cuando su operación conduce a la sobrevaluación y al diferencial en la tasa de interés.¹¹ La dinámica real será impulsada por la naturaleza competitiva de los mercados de capitales, los que exigen por una parte un alineamiento de política de “fundamentos sa-

11. A. Cornford y J. Kregel, “Globalisation, Capital Flows and International Regulation”, Working Papers, The Jerome Levy Economics Institute, núm. 161, 1996.

nos”, pero también la generación de un diferencial en las tasas de interés para alimentar los flujos de capital, el cual no necesariamente es congruente con los parámetros del modelo local en condiciones de equilibrio. El problema que destacan es el de la conducta maximizadora de los asignadores de inversiones mediante todos los mercados de capital. Cuando éstos han incorporado una plaza en sus campos de asignación, una conducta minimizadora de riesgo conduce a asignar pequeñas porciones de capital en todos los mercados a fin de diluir los riesgos y la incertidumbre entre todos ellos. Esto origina que en un momento dado se asignen recursos por encima de las necesidades de una economía, al margen de las repercusiones que ello pudiera tener en ella. La conclusión de Cornford y Kregel es que los esfuerzos de política por mantener la economía dentro de parámetros de “fundamentos sanos” se destruyen sistemáticamente por la operación del mercado de capitales en condiciones estándar, conduciendo a crisis financieras recurrentes a pesar de sus esfuerzos por mantenerse dentro de parámetros ortodoxos.

Como primer paso en el desarrollo de una crítica formal al modelo de referencia, a continuación se elabora un modelo macroeconómico con un fundamento ortodoxo que permite incorporar las características de la economía mexicana teniendo en mente la crítica de Cornford y Kregel. Este modelo se concibe como un paso necesario en el desarrollo de una crítica desde la lógica interna del modelo en ejercicio y como un paso previo al desarrollo de conceptos alternativos.

La noción de la curva IS, ahorro-inversión del modelo Hicks-Hansen de base, es que ésta representa las combinaciones en tasa de interés y nivel del ingreso al cual se puede definir el equilibrio en el mercado de bienes. Esto significa que en cada punto de dicha curva se cumple la ley de Walras en los mercados de bienes y servicios.¹² Con todo, el cumplimiento de esa ley en tales términos no se hace extensiva al mercado de factores, en particular al de trabajo. Un elemento implícito en esta construcción es que para que se cumpla la ley de Walras uno se enfrenta a un solo vector de precios de equilibrio $[P^*]$, es decir, el que permite saldar todos los mercados.

Por otra parte, la desarticulación entre sectores líderes de crecimiento por exportaciones y el resto de la economía, orientada al mercado interno, hace dudar de la relación que guardan uno y otro respecto al vector de precios relevante. El mercado de trabajo probablemente es el más claro en este sentido; en el sector orientado a la exportación se aprecian incrementos congruentes en la tasa de salarios, en tanto que en el orientado al mercado interno descansa en salarios bajos y sin aumento durante todo el período. Por contra, para el primero una tasa de cambio sobrevaluada es fundamental para lograr precios internos más bajos, en tanto que para el orientado al mercado interno resulta en extremo dañina, pues representa una competencia desfavorable

frente a mercancías importadas debido a la sobrevaluación. Esta situación es tan importante que da lugar a la hipótesis de que esos dos sectores se enfrentan no a uno sino a dos vectores de precios por entero desvinculados entre sí: $\{P_d, P_x\} = [P^*]$, tal que en $[P^*]$ no existen elementos comunes entre $\{P_d\}$ y $\{P_x\}$ o son insignificantes. En consecuencia, el cumplimiento de la ley de Walras en cada sector, con su vector de precios propio $[P_d]$ y $[P_x]$, sería congruente con la existencia no de una sino de dos curvas IS.

El argumento pudiera discutirse desde la óptica de que la teoría subyacente no surge, en lo esencial, de un modelo de oferta sino de demanda. En efecto la pendiente de la curva IS está determinada por parámetros de las funciones de demanda, sea de consumo o de inversión. Su posición relativa también cambia con variaciones en las magnitudes de la demanda. Sin embargo, su construcción de base está dada respecto a una y sólo una función de producción, misma que, dada la dotación de factores, significa que la maximización de los productores respecto a una magnitud de demanda determinada permite el cumplimiento de la ley de Walras sobre uno y sólo un vector de precios.

Sin embargo, se puede argumentar que en un proceso dinámico, una economía que se enfrenta a diversos vectores de precios termina por desarrollar diversos vectores de producción y demanda para responder a las condiciones que cada uno exige. En consecuencia, no es de extrañar que ahora para cada sector se haya formado una nueva función de producción. En la orientada a la exportación hay una utilización significativa de capital humano e insumos de tecnología específica, que por ello serán importados. En el otro, orientado al mercado interno, las ventajas pueden surgir de un precio bajo del trabajo, economías de escala y cambios en los precios relativos. De ser así, en realidad no podría decirse que se constituye una curva IS de la economía, sino dos: una para los sectores y factores de producción orientados al mercado interno y otra para los sectores orientados a la exportación. Las diferencias no se reducirían en lo esencial a características de la función de producción, sino a los elementos que entran en la restricción de presupuesto, en particular los precios e insumos que los constituyen. Esta propuesta puede parecer inaceptable en tiempos de globalización universal. Sin embargo hay una idea que en verdad resulta extraña: de los postulados de globalización y competencia perfecta se deriva la idea de que cualquier agente productivo en el mundo puede tener acceso a uno y sólo un mismo vector de precios universal. La conducta de los líderes de crecimiento en producción y comercio en la economía mundial no parecen comportarse de esa manera, según lo refieren autores como Krugman.¹³ La adopción de una estrategia de relocalización de la producción en escala mundial obedece justamente a la posibilidad de encontrar vectores de precios diferenciados.

Si además se trata de mercancías que pudieran enfrentar condiciones internas de discriminación de precios, los vectores de demanda tampoco serían congruentes con la realización de un solo vector de precios de equilibrio en los mercados de bienes.

12. La ley de Walras establece la posibilidad de que a un vector de precios $[P^*]$, que es aquel para el cual todos los mercados se vacían, es decir, las ofertas son iguales a las demandas en todos los mercados, las transacciones se podrían realizar en condiciones de equilibrio general.

13. Paul Krugman, *op. cit.*

Quizás en este aspecto pudiera surgir la principal objeción a nuestro argumento. La participación de algunas de las mercancías exportables en el mercado interno es una realidad. Por tanto, en su vector de precios confluyen elementos externos e internos, por lo que es posible argumentar que la separación de los vectores de precios no es tan drástica como para postular su separación. Esto da lugar a otra vía para aproximar la constitución de dos curvas IS a partir de una sola función de producción, en la que el productor se enfrenta a dos estructuras de mercado diferenciadas tanto por la función de utilidad del consumidor como por la prevalencia de condiciones de segmentación suficientes para desembocar en una situación de discriminación de precios. De esta forma, al maximizar ganancias, el productor podría optar por la constitución de una cartera de activos, mercancías y acciones diferente para cada mercado, por lo que de nuevo se encargaría la formación de dos estructuras de mercado y no una sola.¹⁴ En este artículo se toma la primera aproximación, es decir, aquella que encuentra la constitución de dos curvas IS debido a la prevalencia de dos vectores de precios diferenciados, lo que llega a constituir funciones de producción de distinta naturaleza.

Sea la función producción del sector de líderes exportadores (x) la siguiente:

$$Q_x = f_x(K_x, H_x, M)$$

sujeta a la restricción de presupuesto:

$$B_x = r K_x + w_h H + EMP^*, \text{ tal que:}$$

$$f'_x(K) > 0; f'_x(H) > 0; f''_x(K) < 0; f''_x(H) < 0$$

y la del sector orientado al mercado interno (d):

$$Q_d = f_d(K_d, L_d, Q_d)$$

sujeta a la restricción de presupuesto:

$$B_d = r K_d + wL + Q_d P_d, \text{ tal que:}$$

$$f'_d(K) > 0; f'_d(L) > 0; f''_d(K) < 0; f''_d(L) < 0.$$

Q representa mercancías sea como producto o como insumos; K' el capital; H, el capital humano; L, el trabajo; M, los insumos importados, y P, los precios. Los subíndices identifican a cada sector. Primeras derivadas con un apóstrofe y segundas derivadas con dos apóstrofes, respecto al término entre paréntesis.

Los vectores de demanda para uno y otro sector serán los que se describen a continuación.

Sector exportador:

14. Observación sugerida por Fernando Noriega, a quien el autor agradece sus comentarios críticos al respecto. Esta línea de aproximación sería más congruente con un modelo de la escuela de los nuevos keynesianos.

La demanda por bienes de consumo

$$D_{dx} = C_{cx}(Y_u, e); \text{ igual a: } c_{cx} Q_x + M_{xd}$$

la demanda por bienes de inversión:

$$I_x = I_x(Y_u, i^*) = M_{xi}$$

la demanda por exportables será:

$$X = X[Y_u, E(P^*/P)],$$

La demanda agregada del sector x será:

$$Y_x = P_x Q_x = D_x + I_x + X$$

Es decir:

$$Y_x = P_x Q_x = d_x[Y_u, Y_u, i^*, E(P^*/P)]$$

Y la oferta agregada del sector sería:

$$O_x = P_x Q_x + M_{xd} + M_{xi}$$

En el sector orientado al mercado interno:

La demanda por consumo

$$D_d = C_d(W/P);$$

la demanda por bienes de inversión:

$$I_d = I_d(Y, i_d)$$

La demanda agregada del sector d será:

$$Y_d = P_d Q_d = D_d + I_d$$

Es decir:

$$Y_d = P_d Q_d = d_d[Y_d, i_d, W/P]$$

Y la oferta agregada del sector sería:

$$O_d = P_d Q_d + M_{dc} + M_{di}$$

En donde: Y es el ingreso nacional en el país; i la tasa de interés; I la inversión; i* la tasa de interés internacional, Y_u el ingreso nacional en el resto del mundo (Estados Unidos); E(P*/P) la tasa de cambio real = e, M las importaciones y (W/P) el salario real.

La ecuación sobre el mercado de dinero se establece de la manera convencional a partir de la teoría de la preferencia por la liquidez: $M_o = M_d h[Y, i]$, con las propiedades usuales de:

$$h'[Y] > 0; \text{ y } h'[i] < 0.$$

Puesto que la diferenciación de las conductas de demanda

también desempeña un papel en el modelo, supuestamente las propensiones marginales al consumo serían distintas. Considerando la vigencia de la ley de Engels en el consumo, para cada sector:

$$0 < c'_x(Y) < 1 \text{ y } 0 < c'_d(W/P) < 1,$$

tal que sería de esperar que

$$c'_x(Y) < c'_d(W/P)$$

Si además se parte del supuesto de que

$$I'_x(i^*) < 0 \text{ y que } I'_d(i) < 0,$$

las pendientes de las curvas IS respectivas serían las siguientes, para una tasa de cambio determinada E:

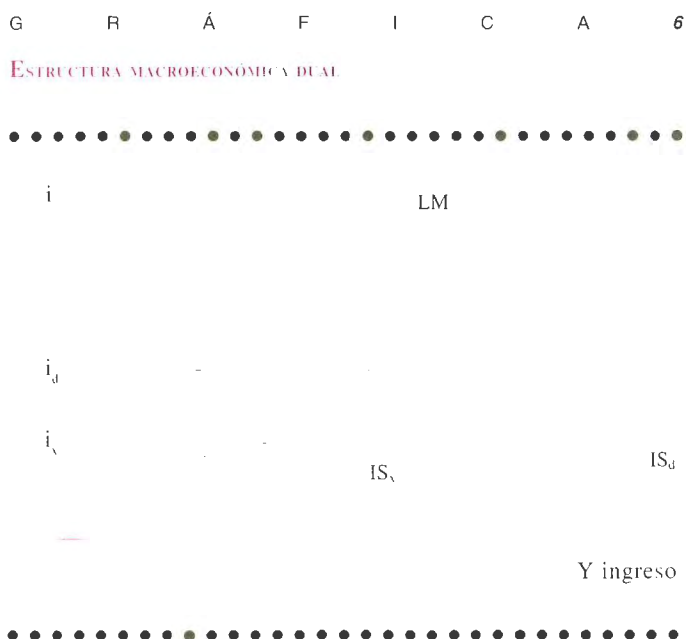
para el sector líder exportador x :

$$IS_x = \left[\frac{c_x i^* + I_x i^*}{1 - c_x} \right]$$

y para el sector interno, d :

$$IS_d = \left[\frac{I_d i}{1 - c_d} \right]$$

Se observa que con los supuestos establecidos cabría esperar que la pendiente de la curva del sector exportador fuese menor que la del sector interno. En consecuencia, con un perfil determinado de la política monetaria y de la curva de demanda por dinero, el modelo se podría representar como una estructura macroeconómica dual de la siguiente manera:



Evidentemente para cada IS se obtiene un nivel del ingreso distinto que corresponde a cada sector de la economía. Se supone que el sector interno es más grande y por el análisis anterior se evidencia una mayor elasticidad de la curva IS. La diferencia esencial es que para cada segmento de la economía hay, de hecho, una diferente tasa de interés, pero debido al tamaño y las características de elasticidad se esperaría que la tasa interna fuese mayor que la accesible al sector orientado al exterior. Esta última podría ser igual o no muy distinta que la del resto del mundo.

Es importante señalar que en un modelo como el planteado se observan múltiples aspectos teóricos que pueden ser de gran interés —como los relativos a trayectorias de crecimiento, análisis de productividad y crecimiento—, que pese a reconocer su importancia no se abordan en este momento. El análisis se centra más bien en el problema inicial de la inestabilidad del crecimiento.

Así, con base en la ecuación para la balanza de pagos, se pueden derivar las curvas de equilibrio interno y externo que permiten completar el esquema. Éstas se forman a partir de la ecuación de la balanza de pagos, que en este caso se integra por la agregación de las transacciones totales de la economía en dos aspectos: los que corresponden a la balanza comercial y los de la balanza de pagos, a saber:

$$BP = x(Y) + g(e) + s(i - i^*, e)$$

donde los dos primeros términos dan cuenta del efecto en la balanza comercial y el tercero en la balanza de capital.

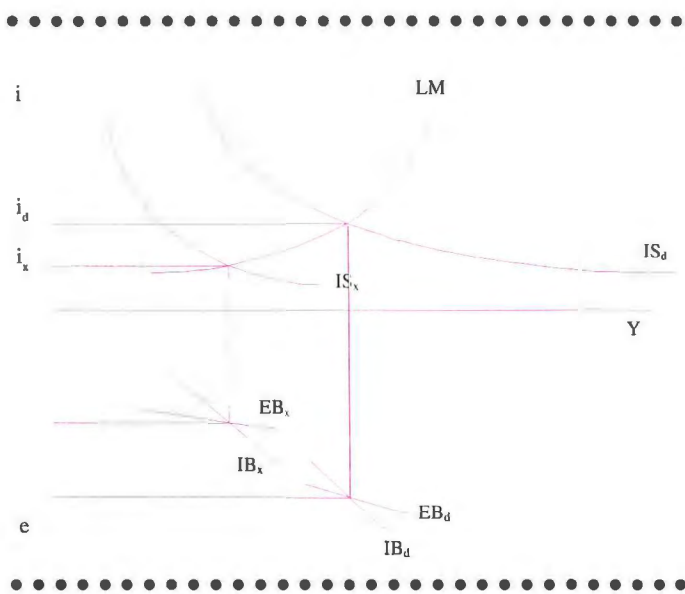
El problema esencial que introduce la posibilidad de un comportamiento dicotomizado en el llamado sector real, en la forma de dos IS, radica en las características dinámicas que esto impone para los dos sectores y en particular para las políticas cambiaria y monetaria.

La interpretación convencional es que en el área a la derecha de la IS encontramos un exceso de oferta, tal que $S > I$ en tanto que a la izquierda sería su opuesto: $S < I$. Por su parte en la curva LM el área a su derecha y abajo se entiende como exceso de demanda, es decir $M_d > M_a$. Sin entrar en consideraciones de otras discusiones sobre la dinámica en modelos de tasas de cambios,¹⁵ el problema que resta por analizar es la dinámica en el espacio entre las dos IS. La cuestión no se reduce a que a una determinada tasa de interés para un sector se encuentra un exceso de demanda que para el otro sector significaría un exceso de oferta. El problema central se representa en la gráfica 7, en la que el modelo estructural se ha extendido para analizar las condiciones de equilibrio externo (EB) e interno (IB) de los dos sectores en un segundo cuadrante en que se observa la relación e-Y.

Por la especificación de las curvas IS, se observan dos curvas de equilibrio interno y externo en el plano e-Y. Éstas, naturalmente, significan que las condiciones de equilibrio para cada sector requieren de dos tasas de cambio real diferentes y no una sola. Es claro que las diferencias en las tasas de interés y las de cam-

15. Por ejemplo los modelos de sustitución de divisas y los de composición de cartera. Eric Pentecost, *op. cit.*

DESEQUILIBRIO EXTERNO E INTERNO



bio son concomitantes, es decir, por fuerza se corresponden y sería inútil atribuir a una u otra la capacidad de ser “causa” de la situación. También se aprecia que la configuración básica presentada permite establecer una base “real” para el comportamiento de los diferenciales en tasas de interés y en la presión que a esa tasa se establece a la sobrevaluación de la tasa de cambio.

El problema dinámico estriba en el área entre las dos curvas de manera que habría presión para mover hacia los dos puntos de equilibrio. Pero la situación no se soluciona en términos de que el equilibrio se resolviera hacia uno u el otro punto. La interpretación del autor es que en tanto prevalezcan las condiciones estructurales de integración-desintegración señaladas y de segmentación en los mercados financieros a los que tienen acceso unos y otros agentes, la dinámica en las dos estructuras de mercado conduce a abrir cada uno hacia un equilibrio diferente y así a reforzar las condiciones de segmentación. Se tiene entonces que los dos puntos de equilibrio existen con diferentes tasas de interés, i^* , i_d . Sin embargo, coexisten con una sola tasa de cambio, pero ¿cuál?: la tendencia que imponen los mercados de capitales es que la ganadora sea e^* .

Desde esta perspectiva es posible recuperar un componente que suele omitirse en el análisis de este problema (y que por cierto en buena medida ha motivado toda esta discusión): ¿por qué es imposible que la economía mexicana logre un crecimiento mínimo sin verse obligada a recurrir al mercado externo de capitales? A juicio del autor hay tres causas fundamentales:

1) México requiere anualmente de alrededor de 10 a 12 por ciento del PIB para servir su deuda externa. Estos recursos se obtendrán de las exportaciones excedentes o de nuevos créditos. Sin embargo, se debe recordar que el servicio de la deuda consiste en pagos por amortizaciones e intereses causados sobre la deuda a la vista. Es evidente que en la medida en que el

saldo comercial sea muy reducido o incluso negativo, la situación impone la presión para acudir al mercado de capitales a fin de, al menos, recircular la deuda. Ello parece condicionar con severidad las condiciones en que se acude al mercado de capitales externo. En lenguaje llano: México sigue en una situación comprometida por las necesidades de cubrir un servicio de la deuda externa cada vez mayor.

2) La necesidad de disponer de divisas para convertir ahorro interno en formación de capital con bienes importados.

3) La necesidad de financiar los déficit privados que se generan por el modelo.

Estos tres componentes establecen una presión inmanejable por obtener fondos extraordinarios de ahorro externo, condicionando poderosamente la solución por el lado del mercado de capitales, pues el país, ante la presión de sus obligaciones, ha tenido que acudir dispuesto a cubrir una diferencia en costo muy importante. En la medida en que en el mercado de capitales predomina la presión a una tasa de interés más alta que la internacional —sea por la segmentación del mercado interno como por los componentes de diferenciales de inflación, de riesgo y condiciones adversas de selección del mismo alimentadas por las expectativas devaluatorias—, la atracción de flujos importantes de capitales no descansa en la solución común del mercado, sino que establece una presión adicional que refuerza la dicotomización en la solución, en particular si por encima de las necesidades de refinanciamiento de la deuda es preciso obtener recursos adicionales para financiar el déficit en balanza comercial.

Un aspecto que puede resultar complejo es el relativo al nivel de los precios. Que el vector de éstos se componga de dos subestructuras inconexas no impide que se puedan agregar en un solo índice de precios \hat{p} , el cual resulta de agregar las tasas de inflación de los dos vectores sectoriales [${}^{\circ}P'$ y ${}^{\circ}P^*E$]. Es evidente que cuanto mayor sea la influencia de ${}^{\circ}P^*$ se supone que hay una mayor presión para controlar la inflación interna en P' . Sin embargo, la dificultad teórica es la valuación del saldo monetario real (M/P), ya que no es evidente la composición del vector de precios relevante: sea \hat{p} , o P' . Si P^* incide, entonces una devaluación del tipo de cambio implica un incremento en P^*E y en consecuencia en \hat{p} . El efecto en las IS depende no sólo de las condiciones Marshall-Lerner,¹⁶ sino también de los diversos efectos de E en cada curva de demanda. En particular, puede haber elementos para sustentar que una devaluación tendría repercusiones limitadas en las importaciones del sector orientado a la exportación en la medida en que se trata de empresas integradas, de alguna manera, a sus casas matrices. Por contra, el efecto de la devaluación en el sector nacional depende fundamentalmente de las condiciones Marshall-Lerner, por lo que la baja de las importaciones afecta sobre todo por la disminución del ingreso en este sector. Así, la política de “anclar” el nivel de precios internos mediante la tasa de cambio contiene una contradicción intrínseca. A una tasa inicial de equilibrio en E' ,

16. Las condiciones Marshall-Lerner establecen los requisitos de elasticidad ingreso y precio de importaciones y exportaciones para que una devaluación pueda lograr un ajuste en la balanza de pagos.

se puede observar que el tipo de cambio de equilibrio para cada sector no se mueve igual, pues están expuestos a tasas de inflación diferenciadas, el externo a ${}^{\circ}P^*$ y el interno a ${}^{\circ}P'$, tal que ${}^{\circ}P^* < {}^{\circ}P'$. En consecuencia, la tasa real de equilibrio para los dos sectores necesariamente se movería a tasas diferentes. Si una predomina en el mercado, por ejemplo la e^* , debido a la política de “anclaje” y por la protección que se extendiera a la función de costos de los sectores exportadores, entonces la otra acumula una tensión creciente de sobrevaluación.

Si la política monetaria se estuviese guiando por el propósito de reducir la inflación por medio del acomodo de los flujos de entrada de capitales y de la presión para fijar (W/P) y E' , entonces tendrá un efecto necesariamente diferenciado. Por un lado, de estímulo para los sectores líderes exportadores con baja integración, los que tendrán acceso a mejores condiciones de crédito y una tasa de cambio que no presiona sus costos. Por contra, opera de manera restrictiva en los precios de competencia de sectores exportadores con mayor integración de insumos nacionales (por ejemplo cerveza o vidrio). Asimismo, el aumento de los precios internos permitirá que la tasa de salario se reduzca al parejo de toda la economía. Por otra parte, es indudable que el efecto será recesivo para el resto de la economía orientada al mercado interno debido a la mayor presión inflacionaria, la consecuente caída de los salarios reales —por la presión competitiva debida a la sobrevaluación cambiaria— y las mayores tasas de interés que tienen que cubrirse en el mercado interno.

Los cuestionamientos planteados en la literatura actual objetan el proceso dinámico que impulsa el mercado de capitales con los siguientes argumentos. 1) Por una parte imponiendo una exigencia para que la economía se alinee a los postulados básicos de “fundamentos sanos”: cero déficit público, crecimiento sustentado en aumentos de la productividad, libre flujo de capitales y mercancías, ausencia de restricciones al libre comercio en todas sus formas, políticas de desregulación y privatización y políticas destinadas a frenar la inflación. 2) Por otra, la pugna competitiva desde el mercado de capitales exige que los receptores de los flujos de éstos admitan tasas de interés atractivas —por encima de una tasa representativa en el mundo— y, además, la de garantía de una tasa de cambio estable, a pesar de la presión inflacionaria.

Contra los postulados de equilibrio general insertos en la primera condición, la segunda opera en realidad en sentido opuesto a la posibilidad de sostener las condiciones de equilibrio que se persiguen de modo persistente a un gran costo social.

Sin embargo, hay otra conclusión de mayor alcance: de ser cierto que el modelo de crecimiento de largo plazo funciona en realidad en una estructura macroeconómica dual, simplemente no existe una política monetaria capaz de ser congruente con los objetivos que se le han fijado, es decir, estabilidad de precios con estabilidad financiera y crecimiento real positivo. Con el modelo de mayor autonomía para el banco central que al parecer será impulsado, agregarle la responsabilidad del manejo de la política cambiaria en apariencia podría estar acorde con el objetivo de una política de estabilidad de precios. Sin embargo, de operar la economía mexicana en una estructura macroeconómica dual, será

imposible alcanzar esos dos objetivos con una tasa de crecimiento satisfactoria y difícilmente se logrará mantener una situación sana para el sector financiero. En lenguaje llano: en el corto plazo el banco central podría reducir la inflación, pero tendrá que hacerlo en detrimento del crecimiento de la economía sin poder abatir la alta exposición del sector financiero.

Los problemas de política económica suelen discutirse a partir de consideraciones normativas. En el actual modelo ello significa la aceptación, casi sin cuestionamiento, de la prudencia de adoptar los llamados “fundamentos macroeconómicos sanos”, a saber: déficit público cero, políticas por la estabilidad de precios, financiamiento del crecimiento con base en ahorro interno y estabilidad cambiaria.

Sin embargo, es imposible sustentar que con esos lineamientos de política se pueda lograr una tasa de crecimiento satisfactorio sin desembocar en crisis financieras. El cuestionamiento esencial radica en la insuficiencia de esas políticas, no en la necesidad de una política fiscal sin déficit. El problema es que ello no elimina la generación de déficit, sobre todo en la esfera privada, cuyos efectos inducen una creciente inestabilidad.

Por tanto, no se puede dejar de considerar que como parte de un conjunto de políticas destinadas a lograr un crecimiento que no desemboque en crisis financieras deban figurar, además de las ya referidas, aquellas que, incluso desde la misma perspectiva teórica, cumplan con los siguientes requisitos.

a) Las que impidan el uso de fondos públicos para el financiamiento directo o indirecto de lo que aquí se ha denominado *déficit privados*. De lo contrario se tendría que impulsar una reforma fiscal coherente, la cual tendría que incorporar una orientación que permitiera el financiamiento de transferencias a las actividades productivas, tales como: financiamiento del déficit externo, rescate de empresas como bancos, carreteras, etc. Esto exigiría reconocer las nuevas necesidades de gasto y transferencias en ingresos fiscales consecuentes.

b) Las que eviten la segmentación de la economía, es decir, las que propicien su integración productiva y comercial. En este sentido es esencial considerar tanto los aspectos normativos como los de intervención directa mediante los sistemas educativo, científico y tecnológico. Si éstos se pasan por alto, se tendría que revalorar el costo de la segmentación de la economía, por ejemplo, en materia de empleo formal, incapacidad de crecimiento e insuficiencia del cambio estructural, de acuerdo con sus objetivos expresos.

c) Las que permitan recuperar la posibilidad de estimular el ahorro por medio del estímulo a la inversión productiva y no a la especulación financiera. Es preciso revisar las políticas de liberación financiera, en la medida en que han generado un sistema financiero insuficiente para elevar la capacidad de ahorro interno además de haber aumentado la inestabilidad del propio sistema. En muchos países desarrollados ya están en marcha políticas orientadas a un mayor control y supervisión y ciertamente pueden ser parte de una reorientación de políticas hacia el sector. Sin embargo, dadas las características del mercado de capitales en México, ellas no se pueden dejar al arbitrio de la calificación como mercado. 