

## LOS RETOS MACROECONÓMICOS DE LA ACTUAL ADMINISTRACIÓN: SOBREVALUACIÓN CAMBIARIA, ALTAS TASAS DE INTERÉS Y ESTANCAMIENTO ECONÓMICO

José Luis Calva

La estrategia económica neoliberal desplegada con especial celo y energía a partir del Pacto de Solidaridad Económica (PSE), decretado en 1987, erigió la estabilización de los precios como su prioridad principal, utilizando como instrumentos centrales de política económica: la apertura comercial unilateral y abrupta, la cuasi fijación del tipo de cambio (deslizamiento inferior a la inflación) y la eliminación del déficit fiscal, a través de la severa reducción de la participación del Estado en la promoción del desarrollo económico.

Dentro de su propia lógica interna, esta estrategia ha desembocado en un nudo trinitario: sobrevaluación cambiaria en condiciones de economía abierta, altas tasas de interés y estancamiento económico.

Romper este nudo constituye el principal reto que la economía mexicana deberá vencer para alcanzar la expansión superior al 5 por ciento anual requerida para otorgar empleo a 1.2 millones de jóvenes que cada año se incorporan a los mercados laborales. De no ser resuelto por el actual gobierno, este

nudo será una de las pesadas herencias que el modelo neoliberal dejará a la próxima administración (junto con la profundización de la desarticulación y la desigualdad en el desarrollo del aparato productivo, con el deterioro de la infraestructura y del sistema educativo y de investigación, el enorme desempleo abierto y encubierto, el empeoramiento de la distribución del ingreso, el incremento de la pobreza y de la desnutrición infantil severa, cuya contraparte es la entronización de 23 mexicanos en la lista de los hombres más ricos del mundo, todo lo cual ha exacerbado la discordia social, que ya ha desembocado en la primera insurrección).

### SOBREVALUACIÓN CAMBIARIA Y APERTURA COMERCIAL

Para calcular la paridad real del peso mexicano frente al dólar de Estados Unidos, país que es el principal socio comercial de México, del cual proviene el 71.2 por ciento de las importaciones mexicanas y al que se destina el 83 por ciento de las exportaciones (o frente a la canasta de monedas del FMI), es inexacto tomar como paridad de equilibrio

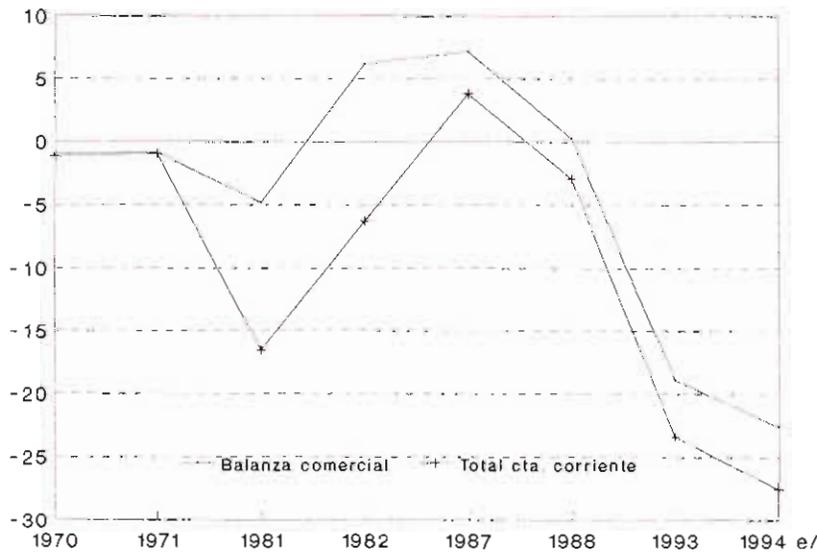
el tipo de cambio de 1970, como hace el Banco de México.

No significa que tal equilibrio no existiera entonces; pero éste se daba en condiciones de una economía mexicana que se desarrollaba bajo una estrategia sustitutiva de importaciones, caracterizada por un fuerte proteccionismo comercial (arancelario y, sobre todo, no arancelario: permisos previos de importación y precios oficiales).

En cambio, la economía mexicana de hoy es una economía comercialmente abierta. Por ello, un cálculo de la paridad más congruente con la realidad actual debe tomar como tipo de cambio de equilibrio aquel bajo el cual, en la nueva configuración de la economía mexicana, se observen balanzas comercial y de cuenta corriente más o menos equilibradas.

En 1988 se registró prácticamente un equilibrio comercial (superávit de 272 millones de dólares) y un moderado déficit de cuenta corriente (2,924 millones de dólares), lo cual significa que la competitividad del aparato productivo mexicano era efectiva con ese tipo de cam-

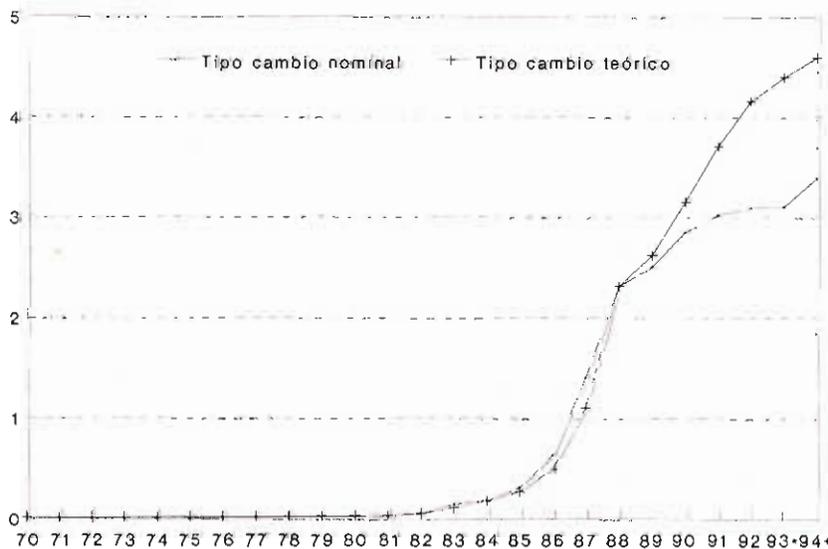
SALDOS EN LA BALANZA COMERCIAL Y EN LA DE CUENTA CORRIENTE  
 1970-1993  
 (miles de millones de dólares)



e/ Estimaciones propias con base en las variaciones de enero-abril de 1994/1993, elaboradas por la Dirección de Análisis Macroeconómico, DGPH, SHCP, con información de BANXICO, en Gustavo Lomelín, "Creciente desequilibrio en balanza de pagos: BANXICO", *El Financiero*, 26 de julio de 1994.

FUENTE: Banco de México, Indicadores Económicos, y Carlos Salinas de Gortari, Quinto Informe de Gobierno, Anexos Estadísticos, México, 1993. Para 1992 y 1993, Banco de México, Informe Anual 1993; para 1994 nota.

TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y REAL  
 1965-1993  
 (pesos por dólar)



\* Correspondiente al mes de diciembre.  
 + Correspondiente al mes de julio.

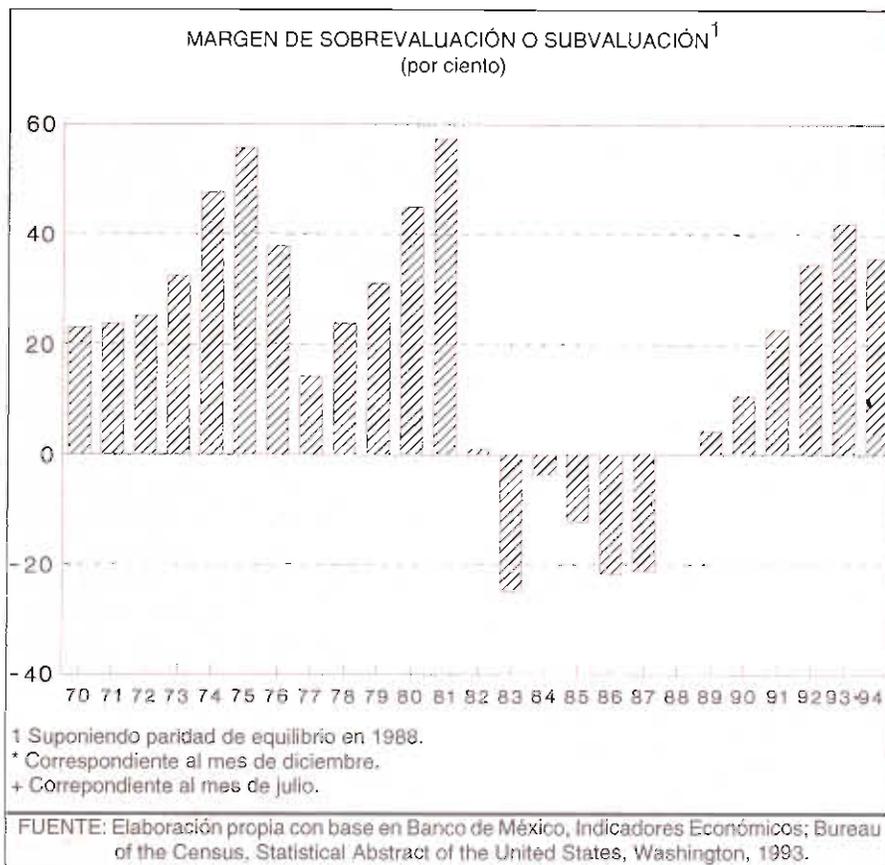
FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, Indicadores Económicos; Bureau of the Census, Statistical Abstract of the United States, Washington, 1993.

bio en condiciones de economía abierta.

A partir de entonces, como resultado del deslizamiento del peso mexicano frente al dólar estadounidense a una tasa menor al diferencial de tasas inflacionarias de ambos países, se ha producido una progresiva sobrevaluación de la moneda mexicana, hasta alcanzar 41.9 por ciento en diciembre de 1993 (tomado 1988 como base de equilibrio); al mes de julio de 1994, después de que en febrero el dólar casi alcanzó el techo de la banda de flotación, se registró una sobrevaluación de 35.6 por ciento.

Aun si se toma como base de equilibrio cambiario la relación peso/dólar de 1970, la sobrevaluación ascendía al 19.3 por ciento a diciembre de 1993 y al 10.9 por ciento a julio de 1994. Sin embargo, este margen de sobrevaluación sólo sería real si la política comercial fuera la misma de 1970.

La sobrevaluación progresiva del peso mexicano ha sido posible mantenerla por la entrada de capitales externos que equilibraron la balanza de pagos. Sin embargo, la afirmación oficial de que este ingreso de capitales explica el déficit comercial, en el sentido de que se trata de recursos de inversión física que requieren bienes de capital e insumos importados, no corresponde a la realidad. En primer lugar, por la composición del capital externo ingresado en los últimos años, predominantemente orientado a la espe-



culación bursátil y al mercado de títulos de deuda pública. En segundo lugar, porque las importaciones de bienes de capital se encuentran aún por debajo del nivel alcanzado en 1981, tanto en cifras absolutas (11,056 millones de dólares en 1993, contra 12,206.1 millones en 1981, en dólares constantes de 1993) como en porcentaje del PIB (4 por ciento en 1981, contra 3.3 por ciento en 1993).

Además, la atracción de capital externo se ha realizado en los últimos meses mediante la brusca elevación de las tasas internas de interés. Y aun así, la balanza en cuenta de capital arroja un saldo dramáticamente decre-

ciente: el superávit de cuenta de capital declinó de 12,529 millones de dólares en enero-abril de 1993 a 3,628 millones de dólares en enero-abril de 1994 (Gustavo Lomelín, *El Financiero*, julio 22, 1994), de modo que se ha tornado insuficiente para financiar el creciente déficit de cuenta corriente. Éste se incrementó 17.9 por ciento entre enero-abril de 1993 y el mismo lapso de 1994 (*idem*), provocando la progresiva disminución de la reserva del banco central, de 25,332.5 millones de dólares en marzo de 1994 a 17,065 millones de dólares en abril (*ibídem*).

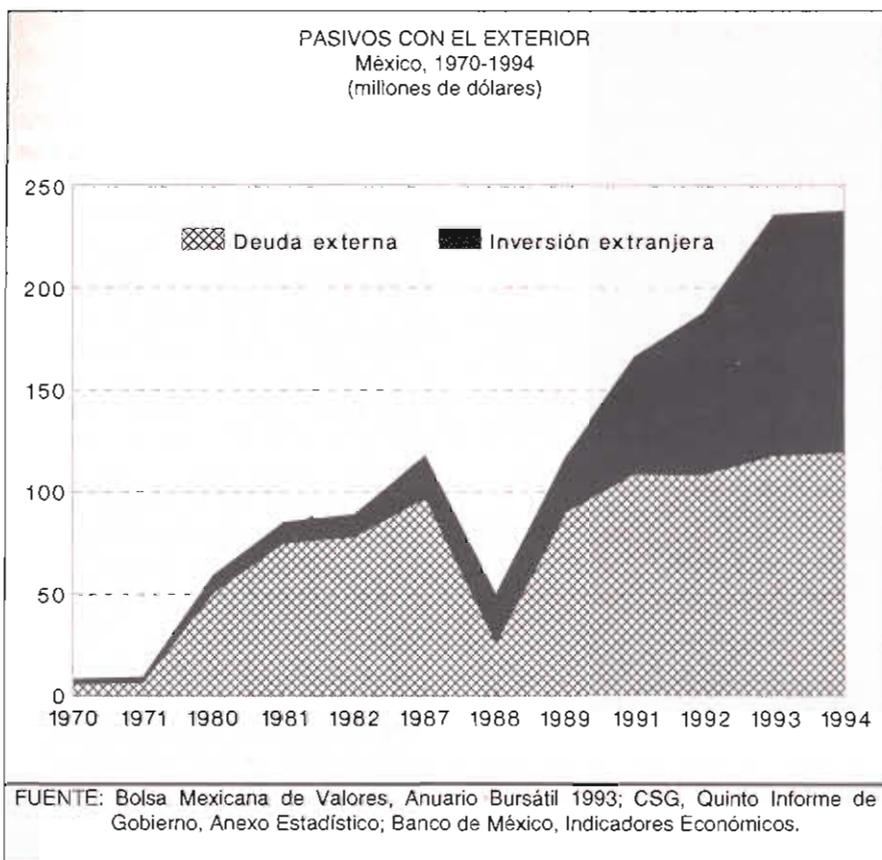
De esta manera, la sobrevaluación cambiaria bajo las actuales condiciones de

apertura comercial, que provoca el abultado déficit de cuenta corriente, y, por tanto, la necesidad de magnitudes crecientes de ahorro externo, subordinó las tasas internas de interés al mantenimiento de la propia paridad cambiaria sobrevaluada, sacrificando el crecimiento económico interno.

### CRECIMIENTO DE LOS PASIVOS EXTERNOS DE MÉXICO

La apertura comercial unilateral y abrupta, conjuntamente con la progresiva sobrevaluación cambiaria, elevaron los requerimientos de ahorro externo a niveles superiores a los observados durante el año previo al colapso financiero de 1982. El déficit comercial pasó de 4,853 millones de dólares en 1981 a 18,890 millones de dólares en 1993 (y en 1994 superará los 22,000 millones de dólares); el déficit de cuenta corriente pasó de 16,564 millones de dólares en 1981 a 23,393 millones de dólares en 1993 (y en 1994 superará los 26,000 millones de dólares); simultáneamente, el ahorro interno se desplomó del 12.8 por ciento del PIB en 1981 al 5.3 por ciento del PIB en 1993; y el ahorro externo pasó del 34.1 por ciento del ahorro total en 1981 al 55.8 por ciento del ahorro total en 1993, no obstante que la inversión fija bruta descendió del 26.4 por ciento del PIB en 1981 al 21.8 por ciento del PIB en 1993.

Así, la estrategia del cambio estructural o modernización económica, que se pro-



aun después de resuelta la sucesión presidencial.

### TASAS INTERNAS DE INTERÉS Y ESTANCAMIENTO ECONÓMICO

Las presiones sobre el sector externo (que se agravaron en el primer cuatrimestre de 1994, al descender el saldo positivo en cuenta de capital a sólo 3,627.7 millones de dólares contra 12,528.9 en el mismo lapso de 1993), empujaron al alza las tasas internas reales de interés, como una estrategia para retener el ahorro externo y atraer capital adicional para financiar el déficit de cuenta corriente y, de esta manera, mantener el tipo de cambio como ancla primordial de los precios.

puso "elevar el ahorro interno y fortalecer la competitividad de las exportaciones, so pena de depender nuevamente en el futuro de recursos externos en forma excesiva" (Miguel de la Madrid, Quinto Informe de Gobierno, México, 1987) arrojó resultados exactamente contrarios a los esperados. Los pasivos globales de México con el exterior se elevaron de 88,768 millones de dólares en 1982 a 237,797 millones de dólares en 1993, mientras que la economía mexicana sólo creció 16.5 por ciento en ese lapso.

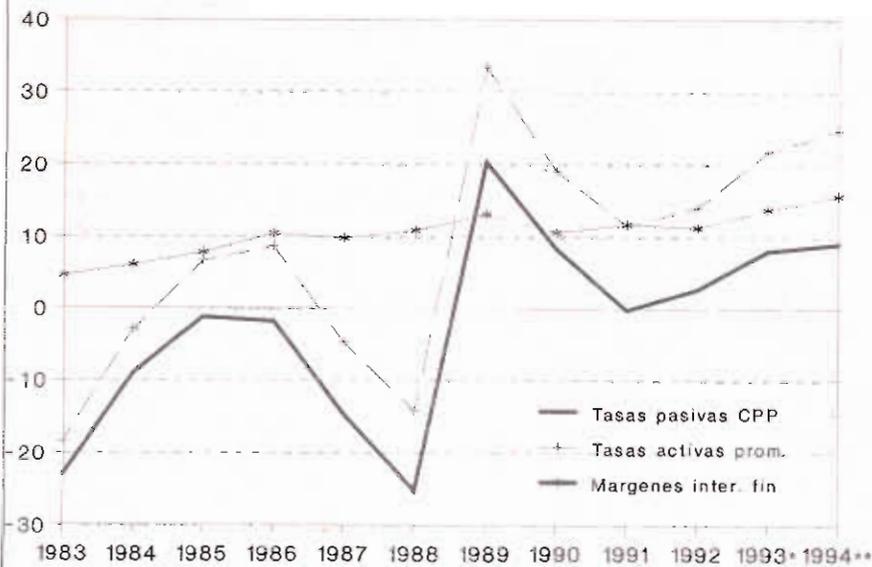
Los crecientes requerimientos de ahorro externo para financiar el déficit de cuenta corriente, y la necesi-

dad de retener en el país los flujos de capital previamente ingresados, están afectando las expectativas de que la paridad cambiaria actual pueda ser mantenida. Por eso, diversas firmas calificadoras estadounidenses (como Goldman Sachs y Standard & Poor) señalan que México no podrá pasar de su actual calificación de país con grado de especulación a país con grado de inversión mientras no disminuyan sustancialmente los enormes déficit comercial y de cuenta corriente.

Por tanto, la sobrevaluación cambiaria y las presiones del mercado para ajustar el tipo de cambio a su valor real, son de carácter estructural y, por ello, permanecen

Además, el alza de las tasas de interés en Estados Unidos observada a partir de marzo de 1994 (las tasas de los fondos federales pasaron de 3.25 por ciento en febrero a 3.5 por ciento en marzo, 3.75 por ciento en abril, 4.25 por ciento en mayo y 4.75 por ciento en agosto), también empujó al alza las tasas reales internas de interés (el costo porcentual promedio de la captación, se incrementó de 3.63 por ciento en marzo a 6.15 por ciento en abril y a 9.8 por ciento en julio; la tasa nominal de los Certificados de la Tesorería a 28 días saltó del 9.73 en marzo a 16.32 por ciento en mayo). Así, el descenso en las tasas internas de interés que se observaba en 1993 fue revertido en 1994.

TASAS DE INTERÉS Y MÁRGENES DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA  
México 1983-1994  
(por ciento)



\* Promedio

\*\* Corresponde al mes de julio.

FUENTE: Elaboración propia con base en información de 18 bancos y Banco de México, Indicadores Económicos.

Adicionalmente, la tendencia al incremento de los márgenes de intermediación financiera que se observó a raíz de la desregulación bancaria decretada en 1988, y se acentuó en 1993 y 1994 con la banca privatizada, elevó los márgenes promedio del 7.8 por ciento en el lapso 1983-1987, hasta 14.9 por ciento en los primeros siete meses de 1994, contra un margen de intermediación que oscila entre 3 y 4 por ciento en Estados Unidos.

Las repercusiones combinadas de estos fenómenos sobre los costos financieros de las empresas han sido dramáticas. No sólo se afectó su competitividad frente a las

empresas estadounidenses (mientras las tasas activas reales de interés en Estados Unidos ascendieron 4.25 por ciento en junio de 1994, en México alcanzaron 24.21 por ciento), sino también sus decisiones de inversión, sobre todo de largo plazo, bajo condiciones en que las altas tasas internas de interés se combinaron con la creciente sobrevaluación cambiaria.

El crecimiento vertical de las carteras vencidas de la banca, en prácticamente todos los sectores económicos, es una consecuencia natural de ambos fenómenos, causalmente vinculados de manera circular con la recesión observada desde 1993.

## ROMPER EL NUDO TRINITARIO

Hay que hacer los ajustes económicos antes de que la casa se nos venga encima, como ocurrió con el colapso financiero de 1982. Sería un error cargar todo el ajuste sobre una o dos variables solamente. Modificaciones combinadas en política comercial (para utilizar al máximo los márgenes de maniobra en el TLC y el GATT), tipo de cambio (ajuste moderado), tasas de interés, inversión pública y políticas de fomento industrial y agrícola, mediante un nuevo pacto económico concertado, constituyen el mejor camino para romper el nudo trinitario en que ha desembocado la estrategia neoliberal instrumentada desde el Pacto de Solidaridad Económica (PSE) de 1987.

La expansión de la inversión pública anunciada por Ernesto Zedillo es una medida necesaria pero no es factor suficiente para expandir la economía de manera sostenida a las tasas requeridas para otorgar empleo a las nuevas generaciones.

Se requiere, además, aumentar la inversión privada, para lo cual es necesario bajar las tasas internas de interés, disminuir la prima de riesgo cambiario (lo que presupone abatir el déficit de cuenta corriente mediante los ajustes indicados) y reducir los márgenes de intermediación financiera bajo un pacto concertado (la experiencia internacional indica que la mayor apertura financiera no asegura una baja

pronta en las tasas internas de interés), que disminuya la desventaja competitiva en costos financieros de las em-

presas, sin poner en riesgo la sobrevivencia de los bancos (recuérdese que el problema de las carteras vencidas y el

alto porcentaje de créditos riesgosos no es responsabilidad exclusiva de la banca, sino también de los ajustes macroeconómicos adversos a las empresas).

Adicionalmente, una política activa de fomento industrial y agrícola, al aumentar la oferta interna de mercancías y elevar la eficiencia microeconómica de las empresas, eliminaría presiones sobre la cuenta corriente y, por consiguiente, los requerimientos de ahorro externo para equilibrar la balanza de pagos, permitiendo el acceso de México al círculo virtuoso del crecimiento económico sostenido. •

# EL TRIMESTRE ECONOMICO



COMITÉ DICTAMINADOR: Carlos Bazdresch P., Alejandro Castañeda, Benjamin Contreras, Raúl Livas, John Scott, Lucía Segovia, Rodolfo de la Torre. CONSEJO EDITORIAL: Edmar L. Bacha, José Blanco, Gerardo Bueno, Enrique Cardenas, Arturo Fernandez, Ricardo French-Davis, Enrique Florescano, Roberto Frenkel, Ricardo Hausmann, Albert O. Hirschman, David Ibarra, Francisco Lopes, Guillermo Maldonado, José A. Ocampo, Luis Angel Rojo Duque, Gert Rosenthal, Fernando Rosenzweig (†), Francisco Sagasti, Jaime Jose Serra, Jesus Silva Herzog Flores, Osvaldo Sunkel, Carlos Tello, Ernesto Zedillo.

Director: Carlos Bazdresch P. Subdirector: Rodolfo de la Torre  
 Secretario de Redaccion: Guillermo Escatante A.

Vol. LXI (2)

México, Abril-Junio de 1994

Núm. 242

## ARTICULOS

Fausto Hernández Trillo	<i>Estimación endógena del repudio en mercados soberanos de crédito</i>
Daniel Villavicencio y Rígas Arvanitis	<i>Transferencia de tecnología y aprendizaje tecnológico. Reflexiones basadas en trabajos empíricos</i>
Marta Bekerman	<i>La integración en el Cono Sur y sus ventajas económicas potenciales para la economía brasileña</i>
Luis Cabezas Vega y Ann Veiderpass	<i>Eficiencia y cambio de la productividad en la industria cementera del Perú. Aplicación de un método no paramétrico</i>

NOTAS Y COMENTARIOS: Adolfo Figueroa, *La naturaleza del mercado laboral*. RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS: Carlos Javier Maya Ambia: Christopher Colclough y James Manor (compiladores), *States or Markets? Neo-liberalism and the Development Policy Debate*. DOCUMENTOS: Declaración del Consejo InterAcción

El Trimestre Económico aparece en los meses de enero, abril, julio y octubre. La suscripción en México cuesta N\$100.00. Número suelto N\$35.00. Índices de números 1-200 (por autores y temático) N\$7.50

### Precio de suscripción por un año, 1994

	<i>España, Centro y Sudamérica (dólares)</i>	<i>Resto del mundo (dólares)</i>
Personal	35.00	42.00
Número suelto	12.00	18.00
Índice de números 1-200	20.00	50.00
Universidades, bibliotecas e instituciones	42.00	120.00
Número suelto	30.00	42.00

Fondo de Cultura Económica, carretera Picacho Ajusco 227, Col. Bosques del Pedregal, 14200 México, D.F. Suscripciones y anuncios: teléfono 227-46-70, señora Irma Barrón.