

**ALGUNAS CONSIDERACIONES  
SOBRE LA EVOLUCIÓN RECIENTE  
Y PERSPECTIVAS DE LA DEUDA EXTERNA DE MÉXICO\***

---

Leopoldo Solís y Ernesto Zedillo

**I. Introducción**

Durante casi toda la primera mitad del presente siglo, México estuvo ausente de los mercados internacionales de capital. Desde los inicios de la Revolución Mexicana hasta la firma del Acuerdo Suárez-Lamont (1942), el país no pudo cubrir su deuda externa, habiendo fracasado repetidamente los intentos de renegociación con los acreedores. La reconstrucción del crédito internacional de México ocurrió durante los años cincuenta y sesenta. A lo largo de ese periodo el financiamiento exterior provino primordialmente de fuentes oficiales y su significación macroeconómica fue, si no deleznable, sí relativamente modesta. El punto de inflexión ocurrió en 1973: el flujo neto de la deuda pública externa, que en promedio había rebasado apenas los 200 millones de dólares anuales a lo largo de las dos décadas anteriores, aumentó a más de 1 600 millones de dólares sólo en 1973 y continuó creciendo rápidamente a partir de entonces.

En consecuencia, la totalidad de la deuda pública, que para fines de 1972 era de 6 800 millones de dólares, alcanzó la cifra de casi 21 000 millones de dólares al final del gobierno de Echeverría (1976) y se remontó hasta los 58 000 millones de dólares cuando terminó el régimen de López Portillo (1982). El total de la deuda exterior del país, incluyendo la de la banca comercial y la de empresas privadas, había llegado a los 27 300 millones de dólares para fines de 1976 y seis años más tarde llegaba a los 84 100 millones de dólares.

Si bien la totalidad del periodo que comienza en 1973 constituye, en diversos aspectos, un capítulo relativamente homogéneo de la historia de México como deudor internacional, el presente artículo se enfoca en el periodo correspondiente al gobierno de López Portillo (1977-1982). También

\* La versión en inglés de este artículo apareció, con el título de "The Foreign Debt of Mexico", en G.W. Smith y J.T. Cuddington, *International Debt and the Developing Countries (A World Bank Symposium)*, Washington, Banco Mundial, 1985. El trabajo refleja las condiciones prevalecientes a principios de 1984, debido a la época en que fue escrita su primera versión.

se ocupa, aunque superficialmente, del proceso de ajuste iniciado en diciembre de 1982, y de las perspectivas del problema de la deuda exterior mexicana por lo que resta de la actual década. Este trabajo puede considerarse como continuación de estudios anteriores que analizaron en detalle lo ocurrido hasta 1976 (Solís 1981 y Zedillo 1981).

## II. Antecedentes

Las perspectivas económicas para México eran muy desfavorables a principios de 1977. Unos cuantos meses antes había terminado la época de paridad fija del peso ante el dólar, que duró 22 años, con lo que se marcó el principio de lo que aparentemente constituía una profunda crisis financiera. Al tomar posesión el nuevo gobierno en diciembre de 1976, la situación económica se caracterizaba por la reducción en la producción industrial; la mayor tasa de inflación en muchas décadas; un déficit del sector público, que habiendo promediado 2.5% del PIB durante los cincuenta y sesenta llegó a 10% del PIB en 1976; un tipo de cambio del peso ante el dólar, que flotaba alrededor de un valor nominal de más del doble de lo que había sido unas cuantas semanas antes; y lo que es habitual en este tipo de escenario: un programa de estabilización sancionado por el FMI.

Los ajustes realizados durante 1977, si no traumáticos, fueron ciertamente sustanciales. El déficit del sector público como proporción del PIB cayó en más de 3 puntos porcentuales. La inversión real disminuyó en casi 7%, a partir de un nivel ya de por sí deprimido, y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se redujo en 60%. En consecuencia, no fue sorprendente que el crecimiento del PIB alcanzara su más baja tasa en más de dos décadas. Sin embargo, los temores de los primeros meses del sexenio respecto a la capacidad de continuar obteniendo préstamos en el exterior no fueron confirmados en la realidad. Sin mayor problema, el sector público logró conseguir los empréstitos previstos en el programa con el FMI. Este logro no fue algo excepcional. Poco después de la toma de posesión del nuevo gobierno, se comenzó a hablar abiertamente sobre las reservas petroleras del país, reconociendo que eran mucho mayores de lo que se pensaba. Así, las reservas probadas de hidrocarburos se incrementaron de 6 400 millones de barriles a fines de 1975, a 11 200 millones al final de 1976 y a 16 000 millones para fines de 1977.

Ya para el cierre de 1977, las expectativas respecto de las posibilidades económicas de México eran muy alentadoras. Aun cuando a ello contribuyeron circunstancias tales como el éxito inicial del programa de estabilización y la reconciliación entre el gobierno y el sector privado, fueron indudablemente los anuncios sobre las reservas petroleras y los planes para exportar crudo, los principales factores que produjeron la rápida recuperación de la economía en 1978. Esta recuperación marcó el inicio de un periodo de cuatro

CUADRO 1

## Algunos indicadores básicos de la economía mexicana

	PIB crecimiento real (%)	Inflación (%)		Inversión						Tipo de cambio			Petróleo	
		Promedio	Dic-dic	Pública		Privada		Total		Nominal C	Real D	Reservas E	Producción F	
				A	B	A	B	A	B					
Promedio														
1973-1976	6.7	16.3	16.4	16.2	8.9	6.1	11.7	9.0	20.6	14.4	90.7	7 175.8	513.9	
1976	4.2	15.8	17.1	(6.9)	7.9	5.6	13.1	0.4	21.0	19.9	99.3	11 160.0	578.4	
1977	3.4	27.2	27.4	(6.0)	8.9	(7.3)	10.7	(6.7)	19.5	22.7	102.8	16 001.6	981.1	
1978	8.2	17.5	16.2	20.9	10.0	10.5	11.1	15.2	21.1	22.7	99.1	40 194.0	1 212.6	
1979	9.2	18.2	20.0	27.8	11.0	22.4	12.4	20.2	23.4	22.8	93.9	46 803.6	1 471.0	
1980	8.3	26.3	29.8	12.4	10.1	17.1	13.3	14.9	23.4	23.3	84.1	60 126.3	1 936.0	
1981	7.9	28.0	28.7	15.8	10.8	13.9	14.1	14.7	24.9	26.2	76.9	72 008.4	2 313.0	
1872	(0.5)	58.9	98.9	(14.2)	9.3	(17.3)	11.7	(15.9)	21.0	96.5	145.3	72 008.4	2 748.2	
1983	(4.7)	101.9	80.8	(28.6)	7.0	(22.6)	9.5	(25.3)	16.5	143.9	115.7	n.d.	n.d.	

n.d. No disponible.

A: Cambio porcentual en inversión real.

B: Proporción del PIB.

C: Tipo de cambio al cierre de diciembre de cada año; para 1982 y 1983 es el tipo controlado. Pesos por dólar.

D: Índice de tipo de cambio real calculado según se describe en el apéndice A. Valor del índice al cierre de diciembre de cada año. La base es el promedio de 1978.

E: En millones de barriles; incluye crudo y gas natural.

F: Producción diaria en miles de barriles.

Fuentes: Banco de México, *Indicadores Económicos*, Subdirección de Investigación Económica, varios números. Banco de México, *Índice de Precios*, Subdirección de Investigación Económica, varios números. Secretaría de Programación y Presupuesto, *Sistema de Cuentas Nacionales de México*, varios números. Pemex, *El sector petrolero mexicano, 1979-1982: estadísticas seleccionadas*, Gerencia de Análisis y Evaluación del Mercado Internacional, Coordinación de Comercio Internacional (1983).

años de una prosperidad sin precedente que, paradójicamente, antecedió a la peor crisis de la historia económica de México en cincuenta años.

Las cifras del cuadro 1 hablan por sí solas. Durante 1978-1981 el crecimiento del PIB promedió 8.4%. A diferencia de lo que había ocurrido en el gobierno anterior, no sólo creció rápidamente la inversión pública, sino que otro tanto sucedió con la inversión privada. La inversión fija total, que había alcanzado menos de 20% del PIB en 1977, llegó a casi 26% de la misma variable en 1981. A la luz de cualquier indicador, el mercado laboral se convirtió en un mercado de oferentes. Por otra parte, las reservas probadas de petróleo continuaron creciendo y su explotación evolucionó rápidamente. La exportación de crudo, que en 1977 sólo era de 200 000 barriles por día, rebasó el millón para fines de 1980. El momento de explotar la riqueza petrolera pareció especialmente afortunado: los precios del crudo se incrementaron más de dos veces entre fines de 1975 y finales de 1980.

Por algún tiempo, los indicadores de la deuda externa fueron muy positivos. La deuda pública externa creció en forma más bien conservadora durante 1977-1980 (cuadro 2). El flujo neto del agregado sólo llegó a un promedio de 3 200 millones de dólares, cantidad menor que el promedio de más de 4 000 millones registrado en los últimos tres años del régimen de Echeverría. Hubo otros componentes de la deuda exterior del país que crecieron con mayor celeridad. La deuda del sector privado —incluyendo tanto a las empresas como a la banca—, que para finales de 1977 había alcanzado la cifra de 6 800 millones de dólares, llegó a casi 17 000 millones a fines de 1980. Sin embargo, el total de la deuda externa, medido contra la magnitud de la economía, decreció paulatinamente hasta 1980. La relación entre la deuda total y PIB se redujo de 35.8% en 1977 a 31.3% en 1980 (cuadro 2)<sup>1</sup> aunque el flujo neto de la deuda externa total en relación con la inversión fija total y con el ingreso en cuenta corriente comenzó a aumentar justo después de 1978, como lo muestra el cuadro 3.

En todo caso, la deuda externa del sector público, que en 1976 había sido el dolor de cabeza de los banqueros internacionales, evolucionó muy razonablemente hasta 1980. Su flujo neto con respecto a varios agregados macroeconómicos se mantuvo en proporciones bastante modestas durante

<sup>1</sup> Debe procederse con cuidado al comparar cifras de deuda externa (que se mide en dólares) con variables que se calculan en la moneda nacional. El procedimiento usual consiste en convertir las cifras denominadas en pesos a dólares mediante el tipo de cambio promedio observado. Este método da resultados muy distorsionados cuando el periodo analizado se caracteriza por altas tasas de inflación y un tipo de cambio insuficientemente ajustado. Otra distorsión más que se introduce en este tipo de comparaciones puede darse en periodos en que se produjeron fuertes devaluaciones del tipo de cambio. Para allanar —si no evitar por completo— estas dificultades, se calcularon todos los coeficientes de este capítulo, que se refieren a una variable denominada en pesos y a otra denominada en dólares, con un “tipo de cambio de equilibrio”. Este último se calculó con base en un método de paridad del poder adquisitivo (PPP) que se explica en el apéndice.

CUADRO 2

**Evolución reciente de la deuda externa total**

	<i>Saldo de deuda externa<sup>a</sup></i>				<i>Deuda externa como % de PIB<sup>b</sup></i>	
	<i>Pública</i>	<i>Privada</i>	<i>Bancos comerciales</i>	<i>Total</i>	<i>Pública</i>	<i>Total</i>
1976	20 846.4	4 900.0	1 600.0	27 333.7	24.9	32.6
1977	23 833.7	5 000.0	1 800.0	30 633.7	27.8	35.8
1978	26 422.5	5 200.0	2 000.0	33 622.5	25.7	32.7
1979	29 757.2	7 900.0	2 600.0	40 257.2	23.2	31.4
1980	33 872.7	11 800.0	5 100.0	57 772.7	20.9	31.3
1981	52 156.0	14 900.0	7 000.0	74 056.0	27.6	39.1
1982	58 145.6	18 000.0	8 000.0	84 145.6	29.8	43.1
1983	62 632.4	17 500.0	7 500.0	87 632.4	36.2	50.7

<sup>a</sup> Millones de dólares; valor de fin de año. Estos datos incluyen sólo pasivos con instituciones financieras. Los datos para 1973 están sujetos a revisión.

<sup>b</sup> Para el cálculo de estas proporciones se utilizó un tipo de cambio de "equilibrio" según se describe en el apéndice A.

Fuentes: Banco de México, *Indicadores Económicos*, Subdirección de Investigación Económica, varios números. Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *México: estadísticas económicas y financieras*, diciembre, 1983.

dos tercios del régimen de López Portillo, después del ajuste inicial de 1977. Dicho flujo neto promedió 2.5, 7.5 y 35.1 por ciento, respectivamente, del PIB, del gasto público y del déficit del sector público durante 1978-1980.

El ajuste relativo de la deuda pública externa durante ese periodo, junto con las expectativas creadas por la nueva riqueza petrolera, explican en gran medida el buen nombre de que gozaba México en los mercados internacionales de capital. Una competencia casi feroz entre los prestamistas extranjeros por conceder nuevos empréstitos al gobierno mexicano y a las empresas del sector público, marcó los años del auge. En cosa de días, y en ocasiones en horas, se podía disponer de fuertes líneas de crédito. El reunir sindicaciones de eurocréditos no resultaba tarea difícil; siempre había un exceso de demanda para suscribirse a ellas. No cabe duda de que las dificultades de muchos prestamistas extranjeros para colocar nuevos créditos en el sector público ayuda a explicar la facilidad con que el sector privado mexicano pudo financiarse en el exterior durante la misma época.

Debe señalarse que los negociadores mexicanos aprovecharon hábilmente el optimismo del mercado para mejorar el perfil de vencimientos y el costo de la deuda del país (Zedillo 1981, pp. 58-89). Lo que para 1976 había sido una deuda muy onerosa, con los vencimientos fuertemente concentrados en el mediano plazo, había sido reprogramada dos años más tarde a plazos y márgenes muy convenientes, comparables a los que pagaban los clientes preferentes de los países industrializados de Occidente. La compañía petrolera nacional (PEMEX) resultó de vital importancia para mejorar el costo y el perfil de la deuda, habiéndose aplicado su atractivo financiero con plenitud

CUADRO 3

## Flujos de la deuda externa

	Flujos netos <sup>a</sup>		Pagos de intereses <sup>a</sup>		Flujo neto de la deuda externa total como porcentaje de: <sup>b</sup>	Ingresos en cuenta corriente	Flujo neto de la deuda pública externa como porcentaje de: <sup>b</sup>	Déficit del sector público	Exportaciones de mercancías	Pagos de intereses de la deuda externa como porcentaje de: <sup>b</sup>	Ingreso en cuenta corriente
	Deuda externa total	Deuda pública externa	Deuda externa total	Deuda pública externa							
Promedio	4 770.0	3 506.4	1 195.2	874.9	33.6	69.0	5.1	16.4	58.0	41.1	17.3
1973-1976	3 287.3	2 987.3	1 973.9	1 542.3	19.5	35.8	3.5	11.3	51.8	42.5	21.5
1978	2 988.8	2 588.8	2 571.6	2 023.1	13.8	25.6	2.5	7.8	37.8	42.4	22.1
1979	6 634.7	3 334.7	3 709.3	2 888.4	22.1	40.8	2.6	7.8	35.3	42.1	22.8
1980	10 515.5	4 115.5	5 476.7	3 957.6	26.9	42.2	2.5	7.1	32.3	36.2	22.0
1981	23 283.3	18 283.3	8 287.8	5 476.0	48.0	75.6	9.7	22.8	66.0	43.2	27.2
1982	10 089.6	5 989.6	11 264.0	8 400.4	23.2	52.8	3.1	6.4	17.4	51.8	35.4
1983	3 486.8	4 486.8	9 861.4	7 346.2	22.4	12.3	2.5	6.1	29.2	46.1	34.9

<sup>a</sup> Millones de dólares.<sup>b</sup> En todas las proporciones que implican variables denominadas en pesos y dólares, se utilizó el tipo de cambio de "equilibrio" calculado según el apéndice A.Fuentes: Banco de México, *Indicadores Económicos*, Subdirección de Investigación Económica, varios números. Secretaría de Programación y Presupuesto, *Sistema de Cuentas Nacionales de México*, varios números.

para tal fin. La participación de PEMEX en los grandes empréstitos del sector público mexicano crecieron de 14.5% en 1977 a casi 40% en 1979.

Hasta 1980 el endeudamiento en el exterior continuaba siendo relativamente barato. La tasa de interés nominal implícita, obtenida de las cifras pertinentes de la balanza de pagos (posiblemente subestimadas) promedió 10% durante 1977-1980. La tasa real promedio, basada en la inflación del precio de las importaciones, fue negativa (-5%) en el mismo periodo.

El escenario de la deuda exterior cambió radicalmente en apenas un año. Para fines de 1981, el total de la deuda exterior del país había rebasado la marca de los 74 000 millones de dólares, o sea un incremento nominal de 40% sobre el año anterior. No sólo había aumentado mucho el nivel de la deuda; también se había deteriorado su perfil de vencimientos y su costo.

La pregunta que viene al caso es la relativa a las causas de este fenómeno. Al respecto, es de particular importancia el discernir los factores internos y externos subyacentes en la evolución de la deuda *supra* descrita. Para el caso, el análisis se divide en dos partes. Primero, el crecimiento de la deuda entre 1978 y 1981 se desagrega en varios componentes. El propósito principal de este ejercicio consiste en aislar y cuantificar las perturbaciones externas que puedan haber influido en el comportamiento de la deuda. Segundo, y en la medida en que los resultados del ejercicio nos apuntan más hacia los factores internos que a los externos para explicar el incremento de la deuda, se hace una descripción más detallada de la política económica y de sus resultados durante esos años.

### III. Fuentes del crecimiento de la deuda exterior, 1979-1981

#### III.1 Metodología

La metodología consiste en aplicar un marco contable muy simple, mediante el cual los incrementos de la deuda entre 1979-1981, por encima de lo que pudo haberse esperado razonablemente en 1978, se desglosan en varios componentes. Algunos de éstos reflejan perturbaciones externas, mientras que el resto es atribuible a factores internos. Esta metodología es básicamente la misma que usa Balassa (1979). Los resultados que aquí se reportan son comparables a los de un trabajo similar sobre una época anterior de la economía mexicana (Zedillo, 1981).

El marco contable se puede explicar en términos muy simples. Considérese la siguiente identidad de la balanza de pagos:

$$NF_t = p_t^m M_t - P_t^x X_t + r_t D_{t-1} - FI_t - OF_t + \Delta R_t \quad (1)$$

donde:

$NF_t$  Flujo neto de la deuda externa total en dólares corrientes.

$M_t$  Vector columna cuyos componentes son diferentes rubros de egre-

sos de la cuenta corriente, con exclusión de los pagos por intereses sobre la deuda exterior, expresados en términos reales.

$P_t^m$  Vector renglón de precios de importación.

$X_t$  Vector columna cuyos componentes son los diferentes rubros de exportaciones de la cuenta corriente, expresados en términos reales.

$P_t^x$  Vector renglón de precios de exportación.

$r_t$  Tasa de interés nominal sobre la deuda exterior.

$D_t$  Deuda exterior total en dólares corrientes.

$$D_t = D_{t-1} + NF_t$$

$FI_t$  Flujo neto de la inversión extranjera directa en dólares corrientes.

$OF_t$  Otros flujos de la cuenta de capital en dólares corrientes.

$\Delta R_t$  Cambio en reservas internacionales en dólares corrientes.

Enseguida, introdúzcanse valores para las mismas variables, bajo el supuesto de que las tendencias esperadas en el año base se hubiesen cumplido. Más específicamente, los valores de tendencia de los componentes de  $X_t$  se referirán a lo que se habría observado si la tendencia esperada de la demanda exterior se hubiese cumplido y si el país hubiera mantenido sin variación su participación en los mercados correspondientes.<sup>2</sup> Los valores de tendencia de las  $M_t$  se calculan suponiendo que la elasticidad ingreso de la demanda de importaciones y la tasa de crecimiento de la economía se hubiesen comportado de acuerdo con su tendencia histórica.<sup>3</sup> Los valores de

<sup>2</sup> Sea  $\bar{g}_t^{x,i}$  la tendencia o tasa esperada de crecimiento de las exportaciones mundiales para el renglón  $i$ ; entonces:

$$X_t^{T,i} = X_0^i \left(1 + \bar{g}_t^{x,i}\right)^t \quad t = 1, 2, 3$$

<sup>3</sup> Sea  $E_j^m$  la elasticidad ingreso de tendencia del renglón  $j$  para las importaciones y  $\bar{g}$  la tasa de crecimiento de tendencia del PIB; entonces:

$$M_t^{T,j} = M_0^j \left(1 + E_j^m \bar{g}\right)^t \quad t = 1, 2, 3$$

Nótese que la elasticidad ingreso de las importaciones simplemente se define como

$$E_j = \left(\Delta M_t^j / M_{t-1}^j\right) / (\Delta GDP / GDP_{t-1}).$$

Ya que el valor de tendencia de esta variable se tiene que estimar para un periodo en el que el tipo de cambio real haya sido prácticamente constante, podemos considerar esta elasticidad de "tendencia" del ingreso sin introducir explícitamente una



tendencia de los precios y demás variables del lado derecho de la ecuación se derivan de las "mejores" suposiciones —ya sean estadísticas o de criterio— que pudiesen haberse hecho, razonablemente, en el año base.

Las  $P$  denominan los precios de tendencia, en tanto que una  $T$  se utiliza para indicar los valores de tendencia del resto de las variables. En consecuencia, el valor tendencial de  $NF$  es:

$$NF_t^T = \bar{P}_t^M M_t^T - \bar{P}_t^X X_t^T + r_t^T D_{t-1}^T - FI_t^T - OF_t + \Delta R_t^T \quad (2)$$

A continuación, se introducen los valores hipotéticos de las exportaciones e importaciones reales. En el caso de las exportaciones, los valores hipotéticos se refieren a lo que se hubiese observado si el país hubiera conservado su participación en los mercados mundiales pertinentes, independientemente de las fluctuaciones en la demanda externa.<sup>4</sup> A su vez, las importaciones hipotéticas se derivan de la tasa de crecimiento del PIB realmente observada, bajo el supuesto de que la elasticidad ingreso de las importaciones permaneciera igual a su valor tendencial.<sup>5</sup> Supóngase que los precios hipotéticos son iguales a los observados. Se usa una  $H$  para indicar los valores hipotéticos.

Restando (2) a (1) y suponiendo que

$$FI_t = FI_t^T, \quad OF_t^T = 0, \quad \Delta R_t = \Delta R_t^T;$$

e introduciendo ciertos arreglos y simplificaciones (definimos el vector suma como  $\bar{1} = [1, 1, \dots, 1]$ ) se puede obtener la ecuación:

Renglón

$$\begin{aligned} 1. & NF_t - NF_t^T \\ 2. & = \bar{1} \left( X_t^T - X_t^H \right) \end{aligned}$$

elasticidad precio. Aún más, las desviaciones de la elasticidad ingreso observada respecto a su valor de tendencia, deberían indicar que también cambiaron otras variables tales como el tipo de cambio real.

<sup>4</sup> Sea  $g_t^{x,i}$  la tasa de crecimiento real de las exportaciones mundiales del renglón  $i$  durante el año  $t$ ;

entonces 
$$X_t^{H,j} = X_0^j \prod_{\ell=1}^t \left( 1 + g_{\ell}^{x,j} \right) \quad t = 1, 2, 3$$

<sup>5</sup> Sea  $g$  la tasa de crecimiento real del PIB durante el año  $t$ ; entonces

$$M_t^{H,j} = M_0^j \prod_{\ell=1}^t \left( 1 + E_j^M g_{\ell} \right)$$

CUADRO 4

**Balanza de pagos  
(Millones de dólares)**

	Cuenta corriente	Flujo neto de la deuda externa total	Inversión extranjera directa	Préstamos al exterior	Derechos especiales de giro	Otros flujos de capital y errores y omisiones	Cambio en reservas <sup>a</sup>
1977	(1 596.4)	3 300.0	326.0	(64.9)	—	(1 307.6)	657.1
1978	(2 693.0)	2 988.8	364.5	(15.8)	—	(201.4)	434.1
1979	(4 870.5)	6 634.7	742.6	17.6	70.7	(2 175.5)	418.9
1980	(7 223.3)	10 515.5	1 244.5	10.8	73.5	(3 470.1)	1 150.9
1981	(12 544.3)	23 283.3	1 188.7	(359.7)	69.6	(10 625.4)	1 012.2
1982	(4 878.5)	10 089.6	708.7	(117.3)	—	(10 468.7)	(4 666.2)
1983	5 454.7	3 486.8	373.8	(250.5)	—	(5 895.2)	3 260.6

<sup>a</sup> El signo positivo indica incremento en reservas netas; datos sujetos a revisión.  
Fuente: Banco de México, Subdirección de Investigación Económica, *Indicadores Económicos*, varios números.

$$\begin{aligned}
 & 3. + \left( P_t^x - \bar{1} \right) \left( X_t^T - X_t^H \right) \\
 & 4. + \left( P_t^m - \bar{P}_t^m \right) M_t^T - \left( P_t^x - \bar{P}_t^x \right) X_t^T \\
 & 5. - \left( P_t^x - \bar{P}_t^x \right) \left( X_t - X_t^H \right) \\
 & 6. - \left( P_t^m - \bar{P}_t^m \right) \left( M_t^H - M_t \right) \\
 & 7. - \left( P_t^m - \bar{P}_t^m \right) \left( M_t^T - M_t^H \right) \\
 & 8. + \left( r_t - r_t^T \right) D_{t-1}^T \\
 & 9. - \bar{1} \left( X_t - X_t^H \right) \\
 & 10. - \left( \bar{P}_t^x - \bar{1} \right) \left( X_t - X_t^H \right) \\
 & 11. - \bar{1} \left( M_t^H - M_t \right) \\
 & 12. - \left( \bar{P}_t^m - \bar{1} \right) \left( M_t^H - M_t \right) \\
 & 13. - \bar{1} \left( M_t^T - M_t^H \right) \\
 & 14. - \left( \bar{P}_t^m - \bar{1} \right) \left( M_t^T - M_t^H \right) \\
 & 15. + r_t \left( D_{t-1} - D_{t-1}^T \right) \\
 & 16. + OF_t
 \end{aligned} \tag{3}$$

Esta ecuación nos da el marco de referencia para medir las contribuciones relativas de los factores externos e internos a las desviaciones del endeudamiento respecto de su tendencia ( $NF_t - NF$ ).

El término del renglón 2, o sea la diferencia entre las exportaciones de tendencia y las hipotéticas, explica el efecto de los cambios en la demanda externa sobre las exportaciones reales del país. Se denomina *efecto volumen de las exportaciones*.<sup>6</sup> Su significado se comprenderá mejor si se recuerda que los valores de tendencia son aquellos que habrían prevalecido de haber resultado ciertas las expectativas originales. Los valores hipotéticos son aquellos que se habrían observado si el país hubiese mantenido inalterada su participación relativa en los mercados mundiales. Por ello, la diferencia entre los valores de tendencia y los hipotéticos miden el efecto sobre

<sup>6</sup> La terminología se conserva lo más semejante posible al estudio original de Balassa.

las exportaciones de los cambios en la demanda extranjera, a precios constantes. En consecuencia, es una medida de una perturbación externa "pura". Para obtener los efectos de la reducción de demanda externa a precios corrientes, hay que agregar un componente correspondiente a los incrementos de precios, el cual aparece en el renglón 3.

Los dos términos del renglón 4 constituyen los *efectos puros de términos de intercambio*. Aquí cabe señalar dos hechos. Primero, tales efectos se miden con respecto a los valores tendenciales de importaciones y exportaciones. Si se midieran contra los valores observados, las desviaciones sobre la tendencia de la brecha comercial podría deformar fácilmente la determinación de los efectos de los términos de intercambio.<sup>7</sup> Segundo, los cambios en los precios observados se miden contra los precios tendenciales, ya que la tendencia de la inflación internacional (que es algo esperado) no se debe considerar como una perturbación.

El término del renglón 8 muestra el efecto de las variaciones, respecto a sus valores de tendencia, en las tasas de interés pagadas sobre la deuda externa. Este efecto constituye una perturbación externa pura.

Todos los términos del renglón 9 al 16 son resultado de reacciones de política económica a las perturbaciones externas, o de perturbaciones internas que complicaron más la situación de la deuda. Es claro que este enfoque no permite una separación claramente definida de ambos fenómenos. En cada término podrían estar interactuando en diferentes sentidos: las reacciones de política reduciendo la necesidad de un endeudamiento externo adicional, al tiempo que las perturbaciones internas la incrementan.

Los términos del renglón 9 se refieren al *efecto promoción de las exportaciones*, que es la diferencia entre las exportaciones observadas y las hipotéticas, con un signo negativo. Si los valores observados llegaran a exceder los valores hipotéticos, implicaría que el desempeño del país en cuanto a exportaciones resultó mejor de lo que hacían esperar las condiciones de la demanda externa. En ese caso, según la metodología adoptada, existiría una reacción de política económica identificada como un efecto de promoción de exportaciones. Si por el contrario las exportaciones observadas no alcanzaran los valores hipotéticos, podría inferirse la existencia de un fenómeno interno que condujo a una contracción de la participación del país en el mercado mundial. Los renglones 5 y 10 muestran el impacto de la inflación sobre el efecto promoción de exportaciones. Este impacto se divide en componentes de choque y de tendencia. El primero, que se produce cuan-

<sup>7</sup> Por ejemplo, tomemos un caso de dos periodos, en el que  $M_0 = X_0$ , y  $(\Delta P_m) M_1 > (\Delta P_x) X_1$ , de manera que aparentemente hubo un efecto adverso de términos de intercambio. Sin embargo, tal juicio sería erróneo, si el mayor valor de las importaciones fuera el resultado de un aumento en el precio de las importaciones, inferior al aumento en el precio de las exportaciones, acompañado por un incremento mucho mayor de las exportaciones reales.

do los precios del exterior se desvían de sus valores de tendencia, también se debería considerar como perturbación externa.

El *efecto sustitución de importaciones* se explica en el renglón 11. Recuérdese que las importaciones hipotéticas se definen para la tasa observada del crecimiento del PIB. Si, por ejemplo, los valores hipotéticos llegaran a exceder los valores observados, ello se considerará como resultado de la reducción en la elasticidad ingreso de las importaciones con respecto a su valor tendencial. Lo contrario sugeriría la presencia de un choque interno que incrementa tal elasticidad. Los renglones 6 y 12 contienen los componentes precio del efecto sustitución de importaciones. Tal como ocurre en el caso del efecto de la promoción de las exportaciones, hay un choque externo, que aparece en el renglón 6.

El término que aparece en el renglón 13, o sea la diferencia entre las importaciones de tendencia y las hipotéticas, cuantifica el *efecto sobre las importaciones de las desviaciones de crecimiento del PIB en relación con su tendencia*. Así, una tasa de crecimiento del PIB inferior a su valor de tendencia implicaría que, *ceteris paribus*, se habría producido una reducción en las necesidades de financiamiento externo. Al igual que en los casos anteriores, este efecto se ajusta por el impacto de la inflación internacional, el cual se incluye como una perturbación externa en el renglón 7.

En resumen, los términos del 2 al 8 de la ecuación (3) constituyen los efectos de las perturbaciones externas sobre el endeudamiento externo. Todos los términos restantes deben asociarse con fenómenos internos; son resultado ya sea de reacciones de política económica a las perturbaciones del exterior, o de choques internos que complicaron más la situación del endeudamiento.

### III.2 Aplicación de la metodología

El ejercicio toma 1978 como año base por varios motivos. Primero, la economía mexicana guardaba cierto equilibrio macroeconómico, habiendo tenido una buena tasa de crecimiento del PIB y un déficit en cuenta corriente relativamente bajo. Variables tales como la tasa de cambio real también parecía hallarse cercana a sus niveles de equilibrio a largo plazo (como se argumenta en el apéndice) y también fue un año de caída de la inflación. Segundo, el crecimiento del PIB en países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) resultaba satisfactorio, y la economía mundial en general se había ya recuperado de los efectos del primer choque petrolero.

El periodo de análisis se limita a 1979-1981. Para conservar el sentido de conceptos tales como las exportaciones de tendencias e hipotéticas, es necesario aplicar el método a un periodo no muy largo. Dado que 1982 fue un año de serios ajustes (si bien *ex-post*), conviene analizarlo por separado.

Debe advertirse que la selección de variables tales como los índices de

precios y de la demanda mundial es una tarea engorrosa y hasta cierto punto arbitraria. Por lo tanto, las mediciones de los efectos comprendidos en la ecuación (3) no deben tomarse como cuantificaciones exactas. Sólo son sugestivas de órdenes de magnitud de ciertos fenómenos interesantes que no se cuantifican en las estadísticas oficiales.

Las exportaciones se subdividen en:

- exportación de productos primarios no petroleros;
- exportación de bienes manufacturados;
- exportación de petróleo y sus derivados;
- turismo;
- transacciones fronteras.<sup>8</sup>

Las importaciones comprenden:

- importación de bienes de uso corriente (de consumo e intermedios);
- importación de bienes de capital;
- turismo (gastos por viajes de mexicanos al extranjero);
- transacciones fronteras.

Para los rubros restantes de la cuenta corriente, con la sola excepción de los pagos por intereses, se supone que son iguales los valores observados, de tendencia e hipotéticos. Este supuesto, nada dañino para el análisis, nos permite excluirlas, reduciendo la necesidad de datos y cálculos. En las notas al pie de página aparecen todas las fuentes pertinentes de datos.

### III.3 Resultados

Los resultados numéricos se presentan de modo detallado en el cuadro 5 y se resumen en el cuadro 6. Las cifras del cuadro 5 aparecen en el orden sugerido por la ecuación (3).

Un primer resultado que llama la atención se refiere a la deuda externa adicional ( $NF_t - NF_t^T$ ), que aparece en el renglón 1. Alcanzó los 4 400 millones de dólares en 1979 y continuó creciendo en los dos años siguientes, hasta alcanzar la impresionante cifra de 19 100 millones en 1981. En consecuencia, durante 1979-1981 la deuda externa del país creció un poco más de 31 000 millones de dólares por encima de lo que razonablemente se hubiese estimado en 1978; sin embargo, dos tercios de este crecimiento adicional se produjeron en 1981.

<sup>8</sup> Las transacciones fronteras se refieren al comercio de bienes y servicios entre ciudades localizadas a lo largo de la frontera México-Estados Unidos. El contenido de inflación de todos los fenómenos asociados con la "exportación" de turismo y transacciones fronteras se excluyen de las variables de choques externos, ya que sus incrementos de precio pertinentes se determinan mucho por la inflación interna. (Nota: después de concluirse este artículo, el Banco de México publicó datos revisados sobre transacciones fronteras, los cuales no fue posible incorporar al presente estudio).

CUADRO 5

**Fuentes del crecimiento de la deuda externa, 1979-1981**

<i>Renglón</i>	<i>Concepto</i>	<i>1979</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>
1	Deuda externa adicional	4 381.9	7 833.1	19 104.2
2	Efecto volumen de las exportaciones	32.2	993.0	1 094.8
	Productos primarios no petroleros	15.3	286.8	240.8
	Manufacturas	36.3	105.7	55.6
	Mercancías no petroleras	51.6	392.5	296.4
	Petróleo y derivados	(21.8)	527.9	786.8
	Mercancías totales	29.8	920.4	1 083.2
	Turismo	(22.6)	(10.5)	(19.6)
	Transacciones fronterizas	25.0	83.1	31.2
3	Efecto de inflación internacional en el efecto volumen de exportaciones	(5.2)	783.2	1 290.4
	Productos primarios no petroleros	2.0	30.1	81.4
	Manufacturas	2.7	17.8	12.3
	Mercancías no petroleras	4.7	47.9	93.7
	Petróleo y derivados	(9.9)	735.3	1 196.7
4	Efecto puro de términos de intercambio	465.5	734.9	1 199.1
	Bienes de uso corriente	44.1	211.6	618.9
	Bienes de capital	1 138.2	2 710.4	3 010.7
	Total mercancías	1 182.3	2 922.0	3 629.6
	Turismo	7.5	37.5	64.3
	Transacciones fronterizas	84.5	225.9	304.9
	Total importaciones	1 274.3	3 185.4	3 998.8
	Productos primarios no petroleros	38.4	386.1	331.6
	Manufacturas	(66.0)	(184.9)	(190.3)
	Mercancías no petroleras	(27.6)	201.2	141.3
	Petróleo y derivados	(781.2)	(2 651.7)	(2 940.9)
	Mercancías totales	(808.8)	(2 450.5)	(2 799.6)
5	Choque de inflación en efecto			
	Promoción de exportaciones	(290.6)	(3 484.6)	(5 806.0)
	Productos primarios no petroleros	3.2	76.8	7.6
	Manufacturas	1.7	28.0	46.0
	Mercancías no petroleras	4.9	104.8	53.6
	Petróleo y derivados	(295.5)	(3 589.4)	(5 859.6)
6	Choque de inflación en efecto			
	sustitución de exportaciones	72.2	919.1	1 618.4
	Bienes de uso corriente	15.6	96.1	333.6
	Bienes de capital	41.2	724.5	1 004.3
	Total mercancías	56.8	820.6	1 337.9
	Turismo	0.3	9.8	34.7
	Transacciones fronterizas	15.1	88.7	245.8
7	Choque de inflación en efecto sobre las importaciones de las desviaciones de crecimiento del PIB en relación con su tendencia	39.9	168.2	287.7
	Bienes de uso corriente	2.2	17.7	67.7

*(Continuación)*

<i>Renglón</i>	<i>Concepto</i>	<i>1979</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>
	Bienes de capital	36.4	143.8	207.2
	Total mercancías	38.6	161.5	274.9
	Turismo	0.3	2.2	5.0
	Transacciones fronterizas	1.0	4.5	7.8
8	Efecto de variaciones en tasas de interés sobre deuda de tendencia	1 136.4	2 134.5	3 415.8
	Total perturbaciones externas	1 450.4	2 248.3	3 100.2
9	Efecto promoción de exportaciones	(815.0)	(2 660.9)	(3 562.2)
	Productos primarios no petroleros	(145.2)	(353.7)	(41.5)
	Manufacturas	66.2	424.1	718.2
	Mercancías no petroleras	(79.0)	70.4	676.7
	Petróleo y derivados	(744.3)	(2 813.0)	(4 372.8)
	Mercancías totales	(823.3)	(2 742.6)	(3 696.1)
	Turismo	1.7	96.3	221.1
	Transacciones fronterizas	6.6	(14.6)	(87.2)
10	Impacto de inflación en efecto			
	Promoción de exportaciones	(59.7)	(370.8)	(617.5)
	Productos primarios no petroleros	(21.8)	(113.9)	(21.6)
	Manufacturas	3.3	43.3	113.5
	Mercancías no petroleras	(18.5)	(70.6)	91.9
	Petróleo y derivados	(42.4)	(329.1)	(791.5)
	Mercancías totales	(60.9)	(399.7)	(699.6)
	Turismo	0.3	33.3	124.0
	Transacciones fronterizas	0.9	(4.4)	(41.9)
11	Efecto sustitución de importaciones	1 386.8	4 015.6	6 214.2
	Bienes de uso corriente	823.0	1 232.4	1 710.8
	Bienes de capital	236.8	1 926.9	2 649.9
	Total mercancías	1 059.8	3 159.3	4 360.7
	Turismo	25.7	168.6	390.1
	Transacciones fronterizas	301.3	687.7	1 463.4
12	Impacto de inflación en efecto			
	Sustitución de importaciones	93.0	434.0	1 077.8
	Bienes de uso corriente	64.2	199.7	432.8
	Bienes de capital	6.9	113.7	235.8
	Total mercancías	71.1	313.4	668.6
	Turismo	2.0	27.7	99.9
	Transacciones fronterizas	19.9	93.5	308.8
13	Efecto sobre importaciones de desviaciones en crecimiento del PIB	366.8	683.4	996.2
	Bienes de uso corriente	116.4	227.5	347.1
	Bienes de capital	209.2	382.5	546.7
	Total mercancías	325.6	610.0	393.8
	Turismo	20.9	38.7	56.1
	Transacciones fronterizas	20.33	34.7	46.3
14	Impacto de inflación en efecto sobre importaciones de desviaciones en crecimiento del PIB	18.1	70.5	160.7



(Continuación)

Renglón	Concepto	1979	1980	1981
	Bienes de uso corriente	9.1	36.9	87.8
	Bienes de capital	6.1	22.6	48.7
	Total mercancías	15.2	59.5	136.5
	Turismo	1.6	6.3	14.4
	Transacciones fronterizas	1.3	4.7	9.8
15	Efecto saldo sobre pagos de intereses	0.0	596.1	2 017.4
16	Otros flujos de capital	2 175.5	3 470.1	10 625.4
	Impacto de inflación interna en ingresos por turismo y transacciones fronterizas	(234.0)	(653.8)	(907.5)
	Perturbaciones internas	2 931.5	5 584.8	16 004.0

Nota: Efectos en renglones 2, 9, 11 y 13 se miden en dólares de 1978. El resto se mide en dólares corrientes.

Fuente: Ver apéndice B.

El incremento de la deuda se explica en los siguientes renglones del cuadro 5. De la ecuación (3) se desprende que los efectos de signo positivo contribuyeron a incrementar la deuda adicional, mientras que los de signo negativo ayudaron a reducirla.

#### PERTURBACIONES EXTERNAS

El primer impacto del exterior que debemos tomar en consideración es el efecto de los cambios en la demanda externa sobre las exportaciones del país.<sup>9</sup> Como era de esperar, dado el estado del comercio mundial durante esos años, los mercados de exportaciones mexicanas se contrajeron en el periodo bajo análisis. *Ceteris paribus*, este fenómeno habría significado un endeudamiento adicional de casi 4 200 millones de dólares (la suma de los renglones 2 y 3), que se debió primordialmente a la reducción de los mercados mundiales de productos primarios, incluso el crudo.<sup>10</sup> Esta perturbación por sí sola explica 23% y 12.5% de la deuda adicional de 1980 y 1981, respectivamente. Los efectos de los términos de intercambio, como se definen *supra*, también fueron adversos a lo largo de ese periodo de tres años, totalizando los 2 400 millones de dólares. El auge en los precios del petróleo, aplicado al valor tendencial de las exportaciones de ese producto

<sup>9</sup> Los cambios en la demanda exterior reflejan la diferencia entre las exportaciones mundiales de tendencia y las observadas (las pertinentes para cada renglón), suponiendo que el país podía mantener invariable su participación en tales mercados.

<sup>10</sup> Esto no significa que las exportaciones petroleras mexicanas se redujeran en la realidad. De haber mantenido su participación en los mercados mundiales del año base, se habrían reducido fuertemente. De hecho, aumentaron, ya que el país pudo tener un efecto de promoción de exportaciones en este producto en particular.

no fueron suficientes para revertir el efecto de precios mayores a los esperados sobre las importaciones de tendencia. Como se muestra en el cuadro 5, este último efecto fue especialmente importante en el caso de las importaciones de bienes de capital. Debe admitirse, sin embargo, que estos dos choques externos fueron más que compensados por el impacto de la inflación de los precios del petróleo sobre el volumen de crudo que México pu-

CUADRO 6

**Resumen de fuentes de crecimiento de la deuda externa, 1979-1981  
(Porcentaje de deuda externa adicional)**

<i>Reglón</i>	<i>Concepto</i>	<i>1979</i>	<i>1980</i>	<i>1981</i>
1	Deuda externa adicional	100.0	100.0	100.0
2	Efecto volumen de las exportaciones	0.7	12.7	5.6
3	Efecto de inflación internacional en el efecto volumen de exportaciones	(0.2)	10.0	6.8
4	Efecto puro de términos de intercambio	10.6	9.4	6.3
5	Choque de inflación en efecto promoción de exportaciones	(6.6)	(44.7)	(30.3)
6	Choque de inflación en efecto sustitución de exportaciones	1.6	11.7	8.5
7	Choque de inflación en efecto sobre las importaciones de las desviaciones de crecimiento del PIB en relación con su tendencia	0.9	2.1	1.5
8	Efecto de variaciones en tasas de interés sobre deuda de tendencia	25.9	27.2	17.8
	Total choques externos	33.1	28.7	16.2
9	Efecto promoción de exportaciones	(18.6)	(34.0)	(18.6)
10	Impacto de inflación en efecto promoción de exportaciones	(1.4)	(4.7)	(3.2)
11	Efecto sustitución de importaciones	31.6	51.3	32.6
12	Impacto de inflación en efecto sustitución de importaciones	2.2	5.5	5.6
13	Efecto sobre importaciones de desviaciones en crecimiento del PIB	8.4	8.7	5.2
14	Impacto de inflación en efecto sobre importaciones de desviaciones en crecimiento del PIB	0.4	0.9	0.8
15	Efecto saldo sobre pagos de intereses	0.0	7.6	10.6
16	Otros flujos de capital	49.7	44.3	55.7
	Impacto de inflación interna en ingresos por turismo y transacciones fronterizas	(5.4)	(8.3)	(4.9)
	Perturbaciones internas	66.9	71.3	83.8

do vender más allá de lo que parecía justificado por la demanda externa (línea 5 del cuadro 5). Tal efecto tuvo un impacto reductor en la deuda de 3 600 millones de dólares en 1980, y de 5 800 millones en 1981.

Ciertamente la perturbación externa más significativa la produjo el fuerte incremento de las tasas de interés aplicables a la deuda externa. En promedio, casi una cuarta parte del endeudamiento adicional de 1979-1981 se explica por el impacto de las tasas de interés (renglón 8).

Tomados los choques externos en su conjunto, resulta que la situación de la deuda externa mexicana no empeoró demasiado debido a las condiciones prevaletentes en el exterior. El efecto agregado de las perturbaciones externas promedio menos de 30% del endeudamiento adicional del periodo. Por otra parte, y contrario a la posición oficial del momento, este análisis nos muestra que las condiciones externas tuvieron una importancia relativa decreciente para explicar la deuda adicional contratada durante 1979-1981.

#### PERTURBACIONES INTERNAS

De lo señalado *supra* resulta evidente que la "explosión" de la deuda fue causada por algo más que los impactos externos. Esta metodología distingue entre cuatro grandes categorías de fenómenos de naturaleza interna: el desempeño del país como exportador (renglones 9 y 10); incrementos en la propensión a importar más allá de lo que habrían indicado las tendencias anteriores (sustitución negativa de las importaciones, renglones 11 y 12); crecimiento del PIB más allá de su tendencia (renglones 13 y 14), y otros flujos de capital, especialmente los relativos a fugas de capital (renglón 16).

De todos estos fenómenos internos, el único que no tuvo un impacto inductor en la deuda fue el efecto promoción de exportaciones. Esto se explica por el rápido crecimiento de las ventas externas de petróleo durante el periodo. El volumen de exportación de crudo aumentó 200%, cuando la demanda mundial se contrató en 25%. En contraste, los restantes renglones de exportaciones (con excepción de los productos primarios no petroleros) tuvieron un desempeño adverso, especialmente en lo que se refiere a las exportaciones de manufacturas y de servicios turísticos. En conjunto, los efectos de promoción de exportaciones, tomando en cuenta la inflación de "tendencia" y gracias a lo ocurrido en las ventas externas de crudo, arrojan un efecto reductor en la deuda de poco más de 8 000 millones de dólares.

En los efectos restantes la situación es muy diferente, especialmente en lo que al efecto sustitución de importaciones se refiere. Este efecto se calcula en los renglones 11 y 12, y explica casi un tercio de la deuda adicional pactada en 1979-1981 y más de la mitad de la contraída en 1980. Nunca antes había sido en México tan dinámica la absorción de bienes extranjeros como durante ese periodo. El promedio del crecimiento real de importa-

ciones de mercancías fue de más de tres veces el promedio del crecimiento real del PIB en el mismo lapso (en los decenios cincuenta y sesenta esta "elasticidad" fue cercana a uno). Cabe admitir que el impulso más vigoroso del crecimiento de las importaciones provino del renglón de bienes de capital —hecho que se explica por el rápido aumento de la inversión fija bruta. Pero las importaciones corrientes, tanto de mercancías como de servicios, también alcanzaron una cifra importante. Por otra parte, el crecimiento de la economía fue llevado más allá de la tendencia, antes de que maduraran por completo los proyectos de inversión, y este impulso indujo un mayor endeudamiento. El crecimiento tendencial del PIB había sido de cerca de 6.5% en los treinta años anteriores. Aun si consideramos el crecimiento incrementado por la expansión del sector petrolero, resulta patente que el PIB real se situó por encima de su nivel potencial. Este fenómeno explica los efectos de los renglones 13 y 14, donde aparecen 2 500 millones de dólares de deuda adicional. Un impacto de magnitud similar provino del pago de intereses erogados sobre la deuda que se acumuló más allá de su valor tendencial (renglón 15).

Sin embargo, el choque interno más impresionate que condujo a un rápido crecimiento de la deuda externa, provino del renglón de otros flujos de capital. Ya que esta variable se midió incluyendo errores y omisiones de la balanza de pagos, refleja otros importantes fenómenos, tales como el contrabando, que en términos estrictos es diferente del flujo de capitales. Aun así podría aducirse que el contrabando es principalmente consecuencia de una política comercial mal concebida y de una tasa de cambio sobrevaluada, factores que se asocian a las decisiones de política económica interna. No obstante, toda suposición sobre el monto del contrabando (digamos de 10% de las importaciones nominales de mercancías cada año) todavía deja una cantidad impresionante a ser explicada en términos de una fuga de capitales.

También podría argumentarse que la fuga de capitales no es necesariamente sólo resultado de condiciones internas y que ciertos factores externos pueden explicar los ajustes de cartera que producen salidas de capitales tan grandes como las que se dieron en México. Sin embargo, como se propone más adelante, cualquier perturbación externa que hubiera desencadenado una corrida contra el peso, podría haber sido fácilmente contrarrestada con el uso más activo y oportuno de los instrumentos de política económica disponibles. En su conjunto, el rubro de otros flujos de capital (renglón 16) equivale a más de 50% de la deuda adicional acumulada a lo largo del periodo de tres años. Con mucho, el mayor impacto de otros flujos de capital ocurrió en 1981, al explicar en 10 600 millones de dólares la deuda adicional.

Para resumir, entre fines de 1978 y de 1981 la deuda externa total creció en 40 400 millones de dólares. Un observador optimista, aunque prudente, tanto de los factores internos como de los externos, habría previsto en 1978

un incremento cercano a los 9 000 millones de dólares (nótese que durante 1977-1978, cuando las exportaciones de petróleo todavía eran modestas, el flujo neto promedio del total de la deuda externa fue de 3 000 millones). Este analista imaginario habría resultado totalmente equivocado, puesto que el mundo exterior y el desarrollo interno de México a lo largo de los tres años que siguieron fue completamente inesperado, como lo fue también la evolución de la deuda. Sin embargo, como lo demuestra el ejercicio anterior, la falla del pronóstico hipotético de lo que sería la deuda externa durante 1979-1981, provino más de lo ocurrido en la política económica interna que de lo sucedido en el ámbito externo, y ello por un amplio margen.

#### **IV. Choques internos durante el gobierno de López Portillo**

Pese a que el endeudamiento del país se desbordó en 1981, los fenómenos internos subyacentes comenzaron a desarrollarse varios años antes.

A pesar de los eventos traumáticos de mediados de los años setenta, demasiado recientes para ser olvidados, el modelo de crecimiento basado en la expansión del gasto público se revivió muy pronto para ser promovido con tanto vigor como lo fue durante los años culminantes del régimen echeverrista. Lo que se suponía ser un programa de tres años para corregir el desequilibrio fiscal, quedó anulado tan sólo un año después de haberse iniciado. El déficit global del sector público como proporción del PIB (que aparece en el cuadro 7) nunca se redujo más allá del ajuste inicial de 1977.

Si bien sólo un año después de iniciado el gobierno de López Portillo era ya patente el énfasis en el gasto público para alcanzar un elevado crecimiento del PIB, nadie pareció preocuparse, puesto que se argumentaba que el modelo fallido se estaba reviviendo sobre una base muy distinta de la aplicada por el régimen anterior. Primero, se decía que la nueva riqueza petrolera financiaría el desarrollo de México sin causar inflación, y que se requería la expansión de la inversión pública precisamente para aprovecharla. En segundo lugar, se afirmaba que el gobierno pondría en acción otros instrumentos de política económica no utilizados con anterioridad. En efecto, se notaron ciertos signos alentadores en un principio. Una reforma financiera reestructuró el sistema bancario y modernizó los instrumentos del control monetario, aplicando una política de tasas de interés más flexible y congruente con lo ocurrido en los mercados financieros mundiales. En el aspecto fiscal, se anunció una reforma que permitió la introducción del impuesto al valor agregado. En cuanto a la política industrial y de comercio exterior, hubo ciertos intentos tempranos, aunque vacilantes, para racionalizar la estructura de precios relativos, al eliminar muy parcialmente las restricciones cuantitativas sobre las importaciones y al intentar simplificar los incentivos fiscales a las actividades industriales. Tercero, en esta ocasión el sector público no estaría solo para incrementar el acervo de capital del país; se alen-

CUADRO 7

**Finanzas públicas  
(Porcentaje del PIB)**

	Gasto público				Ingreso público				Déficit financiero			
	Total	Gasto de Pemex		Total	Sector petrolero	Sector no petrolero	Total	Sector petrolero	Sector no petrolero	Déficit financiero		
		Sin Pemex	Con Pemex							Externo	Interno	
1976	33.6	30.3	30.2	23.8	3.9	19.9	9.9	3.8	6.1	3.8	6.1	
1977	30.9	29.0	27.2	24.2	4.3	19.8	6.7	3.1	3.7	3.1	3.7	
1978	32.2	30.2	27.5	25.5	5.0	20.4	6.7	4.0	2.7	4.0	2.7	
1979	33.6	31.4	28.3	26.2	6.1	20.1	7.4	4.5	2.9	4.5	2.9	
1980	35.6	33.5	30.4	27.8	8.0	19.7	7.9	4.9	2.9	4.9	2.9	
1981	42.4	40.0	35.0	27.7	8.0	19.7	14.7	6.2	8.5	6.2	8.5	
1982	48.9	40.8	41.3	31.0	12.4	18.6	17.9	14.1	3.8	14.1	3.8	
1983	42.6	29.3	35.6	33.9	16.2	17.7	8.7	(3.0)	11.8	(3.0)	11.8	

Nota: Algunas sumas pueden parecer incorrectas debido a errores de redondeo.

Fuente: SHCP, Dirección General de Informática y Evaluación Hacendaria, *Estadísticas hacendarias del sector público, 1983*, y *Estadísticas de Finanzas Públicas, 1984*.

tarían las inversiones privadas para obtener un patrón de crecimiento más equilibrado.

Como se señaló *supra*, esta estrategia produjo resultados muy impresionantes durante cuatro años en cuanto a crecimiento del PIB y de la inversión, así como en la creación de empleos. Sin embargo, al mismo tiempo habían cobrado nueva fuerza algunos desequilibrios fundamentales de la economía mexicana, que muy pronto alcanzaron proporciones sin precedente.

Ya analizamos las perturbaciones externas en la sección anterior. Baste con recordar, apoyándonos en el cuadro 4, que los ajustes iniciales en el déficit de la cuenta corriente de 1977-1978 habían desaparecido para 1979, año en que el déficit alcanzó 4 900 millones de dólares, lo que ocurrió a pesar del rápido aumento en las exportaciones petroleras y de que las exportaciones no petroleras también tuvieron un crecimiento relativamente dinámico. Para 1979 la economía mexicana estaba importando más de 12 000 millones de dólares en mercancías —cifra sumamente alta si se mide a la luz de cualquier variable macroeconómica. Sin embargo, las importaciones continuaron aumentando hasta alcanzar casi los 20 000 millones de dólares en el año siguiente. Como consecuencia de ello, y pese a que las exportaciones de petróleo casi habían llegado a los 10 000 millones, el déficit en cuenta corriente fue superior a los 7 200 millones en 1980. La magnitud de este desequilibrio parecía inconcebible para un país en vías de desarrollo con grandes recursos petroleros, aun considerando la inflación internacional y su impacto sobre los precios de las importaciones y las tasas de interés. Así, para la tranquilidad transitoria de los banqueros internacionales, que contaban con cuantiosos fondos prestables, México se convirtió en el “campeón de la absorción” no sólo de sus propios ingresos, sino también de recursos provenientes del exterior.

El desequilibrio externo era sólo uno de los síntomas del desarreglo de la economía mexicana causado por la expansión incontrolada de la demanda agregada, especialmente el crecimiento del gasto público. En el cuadro 7 se resume la evolución de las finanzas públicas durante el régimen de López Portillo. Tómese en cuenta que el gasto público como proporción del PIB había alcanzado un máximo de 33.6% durante el gobierno anterior. A pesar de la retórica inicial sobre el ajuste del gasto público, se alcanzó nuevamente la misma proporción en 1979 e incluso fue rebasada en dos puntos porcentuales en 1980. La necesidad de incrementar las inversiones de PEMEX no fue la única causa de lo anterior; el gasto público diferente del de PEMEX, con relación al PIB, fue aumentando sistemáticamente a partir de 1977. Aunque el ingreso público proveniente del sector petrolero casi se duplicó como proporción del PIB entre 1977 y 1980, nunca pudo reducirse el déficit global hasta el nivel propugnado al principio del gobierno. Ocurrió precisamente lo contrario, habiendo empeorado dicho déficit después de 1978.

El impacto monetario de los déficit del sector público se evalúan mejor si estudiamos un concepto que en las finanzas públicas mexicanas se cono-

ce como el déficit interno.<sup>11</sup> Como se muestra en el cuadro 7, el deterioro de este factor fue más agudo que el del déficit financiero global. El hecho de que el gobierno se apartara de sus intenciones iniciales de incrementar el monto relativo de los ingresos del fisco y de las empresas públicas, aunado al desbordamiento en todas las categorías del gasto público, explica el citado desequilibrio. Considerando la magnitud del desajuste financiero público y la expansión que esto indujo en el crédito interno, no es de sorprender que el crecimiento promedio anual de la oferta monetaria fuera de más de 30% durante 1977-1981.

El impacto del déficit fiscal sobre el desequilibrio del mercado interno fue magnificado por la rápida expansión de la demanda privada, tanto por bienes de consumo como de inversión. Pese a la apertura bastante precipitada y forzada de la economía a las importaciones, la fuerte expansión de la demanda necesariamente tenía que afectar la inflación interna. Como se muestra en las cifras del cuadro 1, la inflación sólo se redujo temporalmente a los niveles de 1975-1976 y en 1979 rápidamente cobró nuevo auge. Sin embargo, por más de cuatro años, y hasta bien entrado 1981, se mantuvo prácticamente fijo el tipo de cambio. Era evidente que esta situación tenía que acarrear una creciente sobrevaluación del peso, como lo indica el índice del tipo de cambio real del mismo cuadro. Considerando el sobrecalentamiento de la economía y la política cambiaria adoptada en ese tiempo, no es de sorprender que empeorara el desequilibrio del sector externo hasta el grado que alcanzó, a pesar del incremento de los ingresos petroleros. Estos fenómenos explican el efecto de sustitución negativa de importaciones, así como las repercusiones que sobre las importaciones tuvieron las desviaciones sobre los valores tendenciales del crecimiento del PIB, analizados en la sección anterior.

El desequilibrio económico de 1980 debía haber sido suficiente para alertar a los responsables de las decisiones sobre los riesgos a que se enfrentaban. A esas alturas se necesitaba mucho menos que un ajuste global. Habría bastado con una operación de limpieza de las finanzas públicas que detuviese el deterioro del déficit fiscal, junto con el ajuste de orden financiero en la política de tasas de interés y un desliz más rápido del tipo de cambio. Ciertamente el presupuesto aprobado para el año fiscal 1981 incorporó explícitamente el objetivo de impedir que el déficit global creciera en términos nominales. Por desgracia, sólo se trataba de un mero formulismo. En la práctica, sólo un tímido enfoque gradual en materia fiscal y de política cambiaria sonaba a herejía —un insulto a la racionalidad del momento. Los miembros más populares del gabinete eran aquellos que producían los proyectos y programas más grandiosos, siempre más allá del presupuesto aprobado por el Congreso. Igual como ocurrió durante el régimen de Echeve-

<sup>11</sup> Los gastos en bienes y servicios domésticos menos los ingresos del sector público denominados en pesos.



rría, el Presidente mismo autorizó los renglones fuera de presupuesto que se le solicitaban.

El impulso del modelo de crecimiento regido por el gasto público resultó abrumador. Las voces de los miembros más prudentes del gabinete que hicieron oír sus advertencias no lograron provocar ningún cambio en el curso seguido. Esto explica por qué el presupuesto de 1981 no sólo dejó de advertir cuellos de botella internos, sino también las condiciones del exterior. El ejemplo más dramático de estos errores de cálculo tal vez lo constituyan las proyecciones del valor de las exportaciones de crudo para 1981. En dicho presupuesto se suponía que México podría exportar un volumen de crudo 75% superior, a un precio mejor en 10% al de 1980, a pesar de que el precio del petróleo ya estaba en 30 dólares el barril y que la economía mundial estaba entrando en una fuerte recesión.

El escenario oficial conservó aún cierta credibilidad durante el primer semestre de 1981. La debacle comenzó en junio, cuando se hizo patente que PEMEX tendría que reducir los precios de sus crudos para continuar recibiendo pedidos del exterior. Esto resultaba demasiado difícil de digerir. En vez de enfrentarse a las señales del mercado —como se había hecho dos años antes, cuando los precios del petróleo comenzaron su rápida ascensión— la Secretaría de Patrimonio y Fomento Industrial (SEPAFIN) diseñó una "nueva" estrategia de comercialización, en la que los compradores que no estuvieran dispuestos a pagar los precios mexicanos quedarían eliminados del padrón de clientes de PEMEX. El resultado fue que una buena proporción de las exportaciones petroleras mexicanas se quedaron sin comprador en el mercado internacional de crudo por varias semanas. Aun cuando los mexicanos afluentes habían comenzado a leer las estadísticas económicas básicas de modo menos complaciente, la posibilidad de una drástica devaluación del peso continuaba pareciendo más bien remota hasta antes del asunto del petróleo. Pero tal posibilidad se convirtió en amenaza abierta para mediados de junio y produjo una tremenda fuga de capitales y una mayor "dolarización" de los depósitos en el sistema bancario mexicano.

Lo serio de la situación requería acciones muy firmes, mismas que no se tomaron o simplemente fueron pospuestas. Aunque se admitió oficialmente que el peso estaba siendo seriamente atacado, no se llegó mucho más allá de la retórica para enfrentar lo que se estaba convirtiendo en una crisis financiera. La moneda nacional continuaba devaluándose diariamente a una tasa anual de sólo 9%. Se decretó un recorte general de 4% en el gasto público, pero esto en relación con un nivel que ya era superior al presupuestado. En realidad, no se llegó siquiera a hacer este tímido ajuste. Para fines de julio el déficit global esperado se había revisado, llegando a la cifra de 540 000 millones de pesos (desde menos de 415 000 millones en el presupuesto original). Pero al terminar el año, el déficit llegó a los 865 000 millones de pesos. Esto no se debió a una caída relativa del ingreso público, como era la versión oficial. En realidad, la proporción entre ingreso público

y PIB permaneció sin variación. La causa subyacente fue el tremendo incremento del gasto público. Como se puede verificar en el cuadro 7, esta variable se expandió de 35.6% del PIB en 1980, a 42.4% para 1981. Como consecuencia de lo anterior, el déficit global casi alcanzó 15% del PIB (fue de 10% en el "peor" año del régimen de Echeverría). No es necesario pertenecer a la corriente monetarista para darse cuenta de que tal desequilibrio inevitablemente produce una inestabilidad profunda en el mercado monetario, misma que tiene que ser acomodada tarde o temprano por ajustes en los precios o en la balanza de pagos, o en ambos.

El efecto sobre la balanza de pagos fue el predominante en la economía mexicana durante 1981. El déficit en cuenta corriente llegó a 12 500 millones de dólares (cuadro 6), con importaciones que sumaron 25 100 millones. Si bien las exportaciones de petróleo no alcanzaron el nivel oficialmente pronosticado, tuvieron un valor de 14 600 millones —o sea 47.5% más que en el año anterior. Resultó igualmente impresionante la fuga de capitales. Se dijo antes que el aumento de los depósitos de mexicanos en el exterior más el rubro de errores y omisiones, tuvieron un valor de 10 600 millones de dólares. Aun concediendo que hasta una cuarta parte de esa cantidad no se relacionaba con la cuenta de capital (sino, por ejemplo, con el contrabando), queda un saldo negativo de casi 8 000 millones, que sólo se explica en términos de fuga de capitales.

Sin embargo, inmediatamente después del problema petrolero, lejos de hundirse en una crisis financiera que habría obligado al ajuste inmediato, la economía mexicana continuó creciendo con todo y sus desequilibrios fundamentales. ¿Cómo se logró? La respuesta proviene de la disponibilidad de financiamiento externo. Como ya se dijo, la deuda externa total de México creció en más de 23 000 millones de dólares sólo en 1981. La mayor parte de la deuda fue contraída por el sector público. El flujo neto de la deuda pública exterior fue de 18 300 millones. Además, la totalidad del incremento de la deuda exterior de la banca comercial (cerca de 2 000 millones) fue recanalizada al sector público. Sin duda, el financiamiento exterior se convirtió en 1981 en la variable de ajuste que previno se emprendieran las acciones correctivas de carácter permanente.

Sobra decir que tal endeudamiento en el exterior tenía que traer consecuencias profundas y adversas. De inmediato se produjo un fuerte deterioro en las condiciones de los créditos a México. A finales de 1980 la deuda pública a corto plazo sólo era de 1 500 millones de dólares. Un año más tarde, el mismo rubro sumaba 10 800 millones, sin contar las cantidades obtenidas a través de la banca comercial mexicana. Los envidiables márgenes sobre la LIBOR de sólo unos cuantos meses antes, estaban siendo desplazados por otros nuevos, considerablemente mayores (como lo describe Castro, 1983).

Se requeriría el talento de un especialista en mercados competitivos, pero imperfectos, para comprender el motivo por el cual los banqueros interna-

cionales no dejaron de prestarle a México antes del momento en que lo hicieron. Una explicación plausible, aunque todavía inexplorada empíricamente, es que no se percataron individualmente de las implicaciones agregadas de sus actos. Algunos incluso pudieron haber creído la versión oficial de que México sólo estaba pasando por un problema temporal de efectivo y cedieron a la tentación de reciclar (a corto plazo y con alta rentabilidad) los petrodólares que entonces abundaban. Otros simplemente pueden haber seguido la inercia de los años anteriores. Pero lo que sí parece claro es que pocos de ellos conocían la celeridad con que estaba creciendo la deuda de México durante el segundo semestre de 1981. Resulta sumamente sugestivo que las estadísticas sobre balanza de pagos publicadas en febrero de 1982 indicaran un incremento neto de la deuda pública en el extranjero por 14 500 millones de dólares para 1981 —o sea casi 4 000 millones menos que la cifra real (Banco de México, 1982).

Pese a cierta resistencia final muy costosa, se anunció la devaluación del peso —inicialmente de 40%— en la noche del 17 de febrero de 1982; unos cuantos días más tarde se dio a conocer un paquete de medidas de estabilización más bien ortodoxas. Por unos días pareció posible que la economía mexicana pasaría de una situación de auge a un ajuste ordenado. Pero el programa inicial de ajuste pronto quedó descartado al introducirse medidas que resultaron obviamente incongruentes con el mismo. Por ejemplo, el programa suponía un aumento de salarios de emergencia máximo de 10%, pero unas cuantas semanas después de la devaluación el gobierno decretó un aumento salarial de hasta 30%. Por otra parte, las presiones para terminar los proyectos que ya estaban en curso impidieron el control de la expansión nominal en el gasto público. El programa también proponía incrementos inmediatos en los precios de los bienes y servicios producidos por el sector público; tuvieron que pasar varios meses antes de que se anunciara el primer aumento de importancia. En cambio, se puso en práctica un plan de “emergencia” para apoyar a las empresas productivas. Mediante incentivos fiscales o francos subsidios, este plan deshizo parcialmente el ajuste que se pretendía lograr con la devaluación y constituyó otra clara señal de que no era firme la decisión de mejorar las finanzas públicas.

Entre tanto, los enfrentamientos entre el gobierno y los portavoces del sector privado, muy semejantes a los que se produjeron seis años antes, se hicieron cada vez más frecuentes y acalorados. No fue sorprendente que para principios de abril de 1982 se presentaran signos de nuevas fugas de capitales. Se logró evitar otra fuerte devaluación por unos cuantos meses, pero sólo a costa de agotar las reservas de divisas y utilizando los últimos créditos externos “voluntarios” de que México pudo disponer. La renovación de los créditos a corto plazo obtenidos durante 1981 se hizo cada vez más difícil; los plazos de las renovaciones se hicieron cada vez más breves, al tiempo que los márgenes sobre las tasas de referencia subían constantemente.

Con el fin de aliviar una acumulación impresionante de créditos a cor-

to plazo heredados de 1981, se concretaron tres importantes sindicaciones durante el primer semestre de 1982. La primera de ellas, colocada por PEMEX en febrero, llegó a los 2 000 millones de dólares. NAFINSA fue la entidad prestataria en la segunda, que se firmó en marzo y reunió 1 200 millones. La última fue un crédito, de los llamados "jumbo", por 2 500 millones con el gobierno federal como deudor y que se arregló durante mayo y junio.

Sin duda, este último crédito constituyó un punto importante de inflexión. Al estarse reuniendo el empréstito, se hizo patente que la percepción del mercado sobre la solvencia mexicana estaba seriamente deteriorada. Aun cuando el precio del préstamo era muy atractivo para los acreedores, comparado con los tratos anteriores, les llevó enormes esfuerzos a los negociadores mexicanos reunir los compromisos necesarios (Castro, 1983). Para su sorpresa, sólo aceptaron 75 bancos, de los 650 invitados a suscribir el crédito. Considerando las enormes dificultades que tuvieron que ser enfrentadas antes de firmar el préstamo el 30 de junio, quedó de relieve que el único expediente que les quedaba para manejar la deuda consistía en continuar trasladando hacia adelante los créditos a corto plazo —a cualquier precio y a cualquier plazo. Evidentemente, esto no podía durar.

Durante julio, el peso continuaba siendo objeto de fuertes especulaciones. Demasiado tarde se decidió aplicar algunas de las medidas del programa de ajuste económico que todavía no se habían puesto en marcha. En consecuencia, a principios de agosto de 1982, se anunció la elevación de los precios de algunos productos básicos. Una vez hecho el anuncio, se hizo insoportable la presión sobre las reservas del banco central. El 6 de agosto de 1982 se estableció un nuevo sistema cambiario dual. La especulación continuó y sólo una semana después los depósitos en mexdólares se hicieron pagaderos en moneda nacional. También se ordenó a los banqueros la suspensión temporal de las transacciones en divisas extranjeras. Frente a tales hechos, se hizo evidente que no era de esperar que el crédito externo normal regresara al país en mucho tiempo.

En ese momento las autoridades financieras pudieron haber esperado que los acreedores extranjeros hicieran pública la insolvencia del país, o enfrentar los hechos declarando unilateralmente que el país era incapaz de cumplir con el pago del principal. Afortunadamente, se prefirió adoptar el segundo curso de acción. El 20 de agosto el secretario de Hacienda, Jesús Silva Herzog, se reunió con representantes de un gran número de bancos acreedores y les pidió una moratoria de tres meses sobre los pagos del principal, así como la creación de un grupo asesor de acreedores para negociar la reestructuración de la deuda pública externa. Unos cuantos días antes, el gobierno mexicano había obtenido un respaldo financiero importante, bajo la forma de créditos de la Commodity Credit Corporation y el Departamento de Tesorería de Estados Unidos. Las negociaciones con el Banco de Pagos Internacionales para obtener de varios de sus miembros un crédito en dólares por 1 850 millones, se emprendieron en los últimos días de agosto. A prin-

cipios de este mes se habían iniciado pláticas formales con una misión del Fondo Monetario Internacional.

El realismo desplegado en agosto resultó reconfortante para los acreedores de México, pero su efecto no duró mucho. El 1 de septiembre el Presidente de la República anunció la nacionalización de los bancos privados y el establecimiento de un control generalizado de cambios. La comunidad bancaria internacional debió haber sentido pánico ante la posibilidad de que un enfoque tan radical se aplicara al problema de la deuda exterior —posibilidad que durante varias semanas existió, sin lugar a dudas. Por fortuna para todos los afectados, ello no ocurrió.

### V. Los acontecimientos de 1983

Cuando el presidente José López Portillo terminó su mandato el 1 de diciembre de 1982, la economía mexicana se encontraba en una crisis más profunda que la de seis años antes —algo inconcebible para un país que había tenido ingresos por 47 000 millones de dólares por la venta de su petróleo y que había experimentado un rápido proceso de formación de capital durante los cinco años anteriores. Para fines de 1982 el PIB real había caído en 0.5%. La inflación había llegado casi a 100% (según el índice de precios al consumidor de diciembre a diciembre); las autoridades monetarias habían perdido el control del mercado de las divisas extranjeras, donde el tipo de cambio oficial promedio era menos de la mitad del precio que regía en el mercado negro;<sup>12</sup> la fuga de capitales continuaba a ritmo acelerado, pese al control integral de cambios; el déficit financiero del sector público había llegado a 17.9% del PIB durante el año; el sistema financiero nacional se estaba contrayendo, y, para fines prácticos, existía una moratoria sobre las obligaciones de la deuda exterior.

De hecho, durante los últimos cuatro meses de 1982 el país sólo cubrió los intereses y una cantidad menor sobre el principal de la deuda pública. Todos los pagos de la deuda externa privada habían quedado suspendidos. El cuadro general de la deuda extranjera global del país era siniestro. El sector público ya se había atrasado en el pago de 8 100 millones de dólares por concepto de principal y 14 300 millones se vencerían en 1984 y en 1985. La situación del sector privado era peor aún. Se estimaba que debía 18 000 millones a instituciones financieras extranjeras; dos tercios de éstos tenían vencimientos que no iban más allá de 1984. El sector privado también declaró 4 000 millones en pasivos vencidos o por pagar a proveedores extranjeros (que no se incluyen en las cifras de deuda de los cuadros 2 y 3), cuando

<sup>12</sup> En ese tiempo había dos tipos oficiales (50 y 70 pesos por dólar); en el mercado negro, el tipo de cambio fluctuaba alrededor de los 140 pesos.

se abrió el registro correspondiente en la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial.

Por lo que respecta a la política económica general, el nuevo gobierno optó por un ajuste drástico; no tenía opción. En el meollo del programa de estabilización se encontraban los esfuerzos por corregir el desequilibrio de las finanzas públicas, con la meta de reducir el déficit a 8.5% del PIB en 1983. Además de importantes reducciones al gasto público, se tomaron de inmediato acciones por el lado de los ingresos. Éstas incluían fuertes aumentos tanto en el impuesto al valor agregado como al impuesto sobre la renta, así como fuertes revisiones de los precios cobrados por las empresas públicas (por gasolina, corriente eléctrica, etc.). A la vez, se hicieron importantes cambios para rectificar las políticas cambiarias y financieras. El control generalizado de cambios fue remplazado por un sistema de tasas duales de cambio, consistente en un mercado controlado (que incluye las exportaciones e importaciones de mercancías, y los flujos relacionados con la deuda exterior) y un mercado libre (para las transacciones restantes). Inicialmente el tipo de cambio del mercado libre se fijó muy cercano a la cotización prevalente en el mercado negro, lo cual se tradujo en una importante reducción del volumen de las transacciones de este último. Para el mercado controlado se determinó una tasa que rebasó el valor considerado de equilibrio desde un punto de vista de paridad del poder de compra. También se estableció un deslizamiento diario en dicha tasa. En el área financiera, se aumentaron las tasas de interés nacionales y los objetivos monetarios se vincularon a la reducción prescrita en el déficit fiscal.

Muchas de las medidas arriba enumeradas se incluían en la carta de intención presentada a la Junta Directiva del FMI en noviembre de 1982, que se ratificó en cuanto tomó posesión el nuevo régimen. El acuerdo celebrado con la misión técnica del FMI requería de un flujo neto de bancos privados extranjeros hacia el sector público por 5 000 millones de dólares en 1983. Para sorpresa de los acreedores, el Director Gerente del FMI dio a conocer que él "no recomendaría la aprobación del acuerdo con el FMI a la Junta de Gobierno de ese organismo sin antes haber obtenido la confirmación tanto en fuentes oficiales como en bancos comerciales que se había establecido un financiamiento externo adecuado para asegurar el éxito del Programa Mexicano de Ajustes y el Acuerdo con el FMI y que los principios de un esquema realista de restructuración de la deuda mexicana se considerara favorablemente por parte de la comunidad financiera".<sup>13</sup> El telex del cual se extrajo la cita anterior contenía los principios de la estrategia seguida por el gobierno mexicano para manejar tanto la obtención de recursos crediticios como para restructurar la deuda pública exterior en 1983.

Para obtener el financiamiento adicional necesario para 1983 se pidió

<sup>13</sup> Cita proveniente de un telex enviado por el secretario de Hacienda de México a la comunidad bancaria internacional el 8 de diciembre de 1982, p. 4.

a un número sin precedente de bancos la suscripción de un préstamo por 5 000 millones de dólares. La participación relativa de cada acreedor en el trato, se definió con base en el tamaño relativo de su cartera en el país a agosto de 1982. Ello implicó que a cada banco con activos en México se le pidió —y de una manera sutil se le forzó— que aceptara suscribir el préstamo. Este elemento de “justicia” explica, en gran medida, el entusiasmo que mostraron los bancos más grandes para promover la obtención de los recursos necesarios. Los atractivos precios también ayudaron a cerrar el trato. Se ofrecía a los acreedores, a su opción, un margen de 2.5 puntos sobre la LIBOR o de 2.125 sobre la PRIME. El plazo de vencimiento —de sólo seis años, incluyendo un periodo de gracia de tres años— tampoco resultó muy oneroso para los prestatarios. Por otra parte, se ofrecieron atractivas comisiones. Con la ayuda del grupo asesor y de los más altos funcionarios del FMI, así como de los bancos centrales —entre otros el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos— se concedió el crédito prácticamente a tiempo, con una impresionante participación total de 526 bancos.

Por lo que respecta a la reestructuración de la deuda pública externa, el objetivo fue reprogramar todos los pagos que vencían entre el 23 de agosto de 1982 y el 31 de diciembre de 1984, con la sola excepción de la llamada deuda excluida. Esta última abarcaba créditos concedidos o garantizados por entidades oficiales, ya fueran oficiales o multilaterales, y otras categorías menores. Consecuentemente, la reprogramación se aplicó primordialmente a las deudas contraídas con instituciones financieras privadas. Los negociadores mexicanos pidieron un periodo de amortización del principal de ocho años, incluyendo un plazo de gracia de cuatro años. A cambio de ello, los acreedores recibirían —a su propia elección— una tasa LIBOR más 1.875 puntos o una tasa PRIME más 1.75 puntos. También se les ofreció un honorario por reestructuración de 1%. Este esfuerzo de reprogramación también fue exitoso. Sólo un año después de la solicitud original estaba ya firmado el primer juego de contratos de reestructuración. Para fines de 1983 se habían celebrado veintisiete acuerdos de reestructuración entre entidades del sector público mexicano y sus acreedores extranjeros; estas operaciones representaron pasivos por 23 000 millones de dólares.

El problema de la deuda exterior del sector privado resultó tan complicado como en el caso del sector público. La primera medida consistió en solucionar los atrasos en intereses que se habían acumulado durante los últimos cuatro meses de 1982 y principios de 1983 (casi 900 millones de dólares). Las empresas deudoras pudieron constituir depósitos denominados en dólares, mediante el pago de pesos al tipo de cambio controlado, a favor de sus acreedores extranjeros. Estos depósitos devengaban una tasa comercial (típicamente la LIBOR más 1.0) y fueron transferidos por el Banco de México en varios plazos para su completa liquidación hacia fines de 1983.

Era claro, sin embargo, que la reestructuración de la deuda del sector privado era inevitable. Las autoridades financieras tomaron dos decisiones

importantes desde un principio. Primero, que el gobierno no asumiría la deuda del sector privado, es decir, los prestamistas extranjeros tendrían que conservar el riesgo comercial propio de sus créditos y las renegociaciones de las deudas tendrían que hacerse individualmente entre prestamistas y prestatarios. Segundo, los deudores no recibirían ningún subsidio para liquidar sus obligaciones en el exterior (Zedillo, 1983, donde aparece la descripción del mecanismo).

Con objeto de alentar el proceso de restructuración, se decidió ofrecer cobertura de riesgo cambiario para los pagos de intereses y principal de los adeudos que fueran reprogramados según las directrices de las autoridades financieras. Las empresas podrían cambiar sus obligaciones en dólares por pasivos denominados en pesos, siempre y cuando los primeros pudieran restructurarse a largo plazo. En consecuencia, las empresas podían transferir el riesgo cambiario de sus pasivos al sector público. Este mecanismo también fue exitoso y para cuando se llegó a la fecha límite (fines de octubre de 1983) ya se habían cubierto pasivos privados por casi 12 000 millones de dólares con este mecanismo. Aproximadamente 100% de esta cifra correspondía a obligaciones renegociadas para tener vencimientos en ocho o más años, incluyendo un periodo de gracia de por lo menos cuatro años. En lo anterior participaron cerca de 300 diferentes instituciones financieras y 200 proveedores extranjeros.

La deuda exterior privada que no participó en el programa descrito fue pagada o restructurada mediante otros mecanismos. Se pagaron más de 800 millones de dólares de las deudas contraídas con proveedores extranjeros, a través de otros programas publicados por el banco central el 28 de febrero y el 3 de agosto de 1983. Tales programas permitieron a las empresas, mediante pago en moneda nacional, efectuar depósitos denominados en dólares, a favor de sus proveedores extranjeros. Mucho antes de lo programado, el Banco de México los hizo transferibles, con lo cual se saldaron las obligaciones respectivas. Otro segmento más de la deuda exterior privada, de un monto de casi 2 000 millones de dólares, ya era a largo plazo y estaba cubierto contra riesgos cambiarios en virtud de un sistema de repórt de divisas ofrecido por el Banco de México desde 1977. Los préstamos garantizados por agencias de gobiernos extranjeros deben pagarse mediante acuerdos bilaterales que han estado en proceso de negociación. El resto de la deuda consistía en su mayor parte de pasivos de empresas en excelentes condiciones financieras, cuyos adeudos son redocumentados automáticamente y cuyas perspectivas para la exportación eran buenas, cosa que les garantizaba de inmediato la cobertura contra las fluctuaciones en el tipo de cambio.

El proceso de restructuración de la deuda exterior del país se facilitó por la forma como se ajustó la economía en 1983.<sup>14</sup> Casi se logró la meta

<sup>14</sup> Esta descripción del ajuste económico durante 1983 es sumamente superficial. Para desarrollar apropiadamente el tema se requiere un documento aparte.



de reducir el déficit financiero global del sector público hasta 8.5% del PIB (cuadro 7). Pero lo más sobresaliente fue el ajuste en la balanza de pagos: el excedente comercial alcanzó los 13 700 millones de dólares, mientras que el de la cuenta corriente fue de 5 600 millones.

Buena parte del ajuste en la balanza de pagos fue causado por la reducción drástica (47%) de las importaciones. Durante 1983 el valor nominal de las importaciones de mercancías fue inferior a las registradas cinco años antes. En todo caso, el ajuste de la cuenta corriente permitió una recuperación muy satisfactoria de las reservas internacionales y una importante liquidación de la deuda exterior privada, especialmente los adeudos a proveedores extranjeros. Se estima (cuadros 2 y 4) que la deuda exterior total creció cuando mucho en 3 500 millones de dólares durante 1983 —lo que realmente es un incremento nominal que, como se indica más adelante, implica una reducción en términos reales.

Aparte de algunas presiones, durante febrero y marzo, causadas por las inciertas perspectivas del mercado petrolero mundial, el mercado de divisas estuvo más bien tranquilo en 1983. La tasa controlada continuó deslizando a un ritmo de 13 centavos por día a lo largo del año; la tasa libre, sobreajustada inicialmente, permaneció prácticamente fija hasta septiembre, mes en que también comenzó a depreciarse en 13 centavos diarios.

Como era de esperar, tras un ajuste de esta índole la actividad económica real decayó fuertemente en 1983. Las inversiones fijas brutas y el PIB bajaron en términos reales en 25.3 y 4.7 por ciento, respectivamente, cifras que corresponden a las contracciones más agudas de estas variables desde principios de los años treinta. Como es usual en las etapas iniciales de la mayoría de los programas de estabilización, el logro menos impresionante se localizó en el frente de la inflación: el índice de precios al consumidor creció 81% (de diciembre a diciembre).

El ajuste económico redituó en términos crediticios. En diciembre de 1983 un acuerdo general celebrado con el grupo asesor de la banca extranjera definió las condiciones de los nuevos préstamos por 3 800 millones de dólares al gobierno mexicano para 1984. A los bancos prestamistas se les requirió su participación con base en sus riesgos prorrateados en México a agosto de 1982. Pero esta vez las condiciones fueron más favorables para el país, ya que se les pudo ofrecer, a su opción, 1.5% sobre la LIBOR, o 1.125% sobre la tasa preferente. En vez del plazo de seis años obtenido en el trato anterior, el nuevo crédito vencía en diez años, que incluían un periodo de gracia de cinco años y medio. También se redujeron los honorarios que usualmente se cargan por varios conceptos en estos préstamos. Otro hecho alentador lo constituyó la manera relativamente tranquila como se renovó un mecanismo de aceptaciones bancarias de PEMEX por 4 500 millones en 1983, por dos años más.

Al escribir este artículo (mediados de 1984) casi se puede asegurar que la crisis de la deuda de 1982 ha sido superada. Los temores de que México

podría provocar una hecatombe financiera mundial comenzaron a desvanecerse al ir emergiendo los problemas de otros países deudores.

## VI. Perspectivas

Está de más decir que el haber podido evitar un desastre de grandes proporciones no implica que el futuro de la deuda exterior mexicana resulte claro y halagüeño. Existe una serie de obstáculos, tanto internos como externos, que tendrán que ser franqueados. Al respecto, la cuestión más importante es la de si la economía mexicana realmente tomó el camino correcto para corregir sus desequilibrios fundamentales. Esta corrección es una condición necesaria para restaurar el crecimiento económico. Aun suponiendo que el programa de estabilización adoptado a fines de 1982 haya sido técnicamente correcto, queda por ver si el gobierno podrá continuar aplicándolo hasta que los resultados más positivos se hagan patentes y se reflejen en una mejoría del nivel de vida de la población.

Aunque se diese por descontado el éxito de la actual política económica, las perspectivas de la deuda exterior para los próximos años son sumamente inciertas en muchos aspectos. La primera preocupación la constituye el perfil de las amortizaciones de la deuda exterior del país (cuadro 8). Sólo durante 1985 se vencían 11 700 millones de dólares de la deuda por pagar; otros 38 000 millones habrían de ser cubiertos en los tres años siguientes (1986-1988). Por supuesto, tal perfil nada tiene que ver con la manera como el país pagará su deuda exterior. No hay escenario macroeconómico que permita generar los excedentes de cuenta corriente necesarios para cumplir con tal programa de pagos. Ni los acreedores exigirían el pago, bajo condiciones de normalidad en los mercados internacionales de capitales, ya que los empréstitos brutos cubrirían al menos las amortizaciones que van venciendo. La renegociación automática (*rolling over*) de la deuda exterior fue el procedimiento común hasta 1982, en términos generales. Este procedimiento no es factible en el futuro inmediato. Por ello, los representantes del gobierno mexicano y el grupo asesor de la banca comercial acudieron a la mesa de negociaciones durante el verano de 1984 con el fin de discutir un paquete de restructuración por casi 49 000 millones de dólares. Se llegó a un acuerdo preliminar a principios de septiembre, en virtud del cual la deuda a ser reprogramada tendría un plazo total de amortización de catorce años, a partir de 1985. Los repagos comenzarían en 1986, pero en cantidades relativamente menores. Este programa implicaría —aparte de un prepagado de hasta 1 500 millones correspondiente al préstamo de 5 000 millones de 1983— pagos de amortización total a bancos comerciales por 4 700 millones durante 1985-1989. Los contratos anteriormente vigentes habrían implicado amortizaciones por 45 000 millones en el mismo periodo.

El lograr que los pagos de principal de las deudas pública y privada que-

CUADRO 8

**Perfil de amortización de la deuda externa  
(Millones de dólares)**

<i>Año</i>	<i>Sector público<sup>a</sup></i>	<i>Sector privado</i>	<i>Total</i>
1985	10 558.0	1 171.0	11 729.0
1986	9 004.0	1 205.0	10 209.0
1987	12 738.0	986.0	13 724.0
1988	10 991.0	3 073.0	14 064.0
1989	9 312.0	2 893.0	12 205.0
1990	7 245.0	2 714.0	9 959.0
Después	6 857.0	4 047.0	10 904.0
Total <sup>b</sup>	66 705.0	16 089.0	83 132.0

<sup>a</sup> Excluye deuda de banca comercial y pasivos con el FMI.

<sup>b</sup> Saldo estimado para fines de 1984.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1984).

den pospuestos por un plazo suficientemente largo, no hace que el impacto de la evolución futura de la deuda sobre el crecimiento económico sea del todo cierto. La restructuración de los vencimientos próximos, de no acompañarse de nuevos créditos, conllevarán una salida neta real de recursos, como fue el caso en 1983 y en 1984. En el curso de estos dos años, la corriente neta de ahorros externos fue positiva en términos nominales; pero si se considera la inflación internacional, la deuda real se redujo en un promedio de 3.0% por año.

El rápido crecimiento de la posguerra, no sólo para México sino para muchos países en desarrollo, tuvo la característica esencial de un flujo neto real positivo de los créditos del exterior. Aún más, históricamente estos créditos se concedieron a tasas de interés reales muy bajas. Dadas estas circunstancias, resulta interesante formular las siguientes preguntas: ¿cuál es el impacto probable sobre el crecimiento del PIB de distintos escenarios de la evolución futura de la deuda exterior real? ¿Qué tan sensible es dicho impacto sobre el PIB a diferentes trayectorias en las tasas de interés reales? ¿Cómo se comportan ciertos indicadores tradicionales de la carga de la deuda bajo los distintos escenarios a considerar?

#### VI.1. *El modelo*

Para arrojar alguna luz sobre las preguntas anteriores, resulta apropiado<sup>15</sup> utilizar el modelo más simple de crecimiento económico y deuda externa.

<sup>15</sup> Un análisis preliminar con un modelo de dos brechas mostró que la restricción de divisas no estará limitando el crecimiento económico durante los próximos

Sin duda, se pierde riqueza en el análisis, especialmente en lo que a fenómenos estructurales y monetarios se refiere, cuando se emplea este tipo de instrumental, pero, a cambio, permite centrar la atención en los puntos esenciales.

Sean

$Y_t$  Producto interno bruto

$\sigma$  El recíproco del coeficiente incremental capital-producto

$K_t$  Acervo de capital

$\delta$  Tasa de depreciación del capital

$I_t$  Inversión fija bruta

$C_t$  Consumo total

$S_t$  Ahorro interno (bruto)

$s$  Tasa de ahorro interno

$d_t$  Flujo neto de la deuda exterior

$M_t$  Importación de bienes y servicios no factoriales

$x_t$  Exportación de bienes y servicios no factoriales

$r_t$  Tasa de interés real sobre la deuda externa

$D_t$  Deuda externa total ( $d_t = D_t - D_{t-1}$ )

Suponiendo una tecnología de coeficientes fijos (o una función de producción neoclásica en condiciones de salarios reales fijos), el producto está dado por

$$Y_t = \sigma K_t ; \quad (4)$$

Dado que

$$Y_t - Y_{t-1} = \sigma(K_t - K_{t-1}) \quad (5)$$

y

$$K_t - K_{t-1} = I_t - \delta K_{t-1} \quad (6)$$

---

años. En consecuencia, en el modelo aquí empleado, el crecimiento sólo está limitado por la disponibilidad de ahorros totales.

la ecuación (4) se convierte en

$$Y_t = \sigma I_t + (1 - \delta)Y_{t-1} \tag{7}$$

Enseguida, considérense las siguientes identidades básicas:<sup>16</sup>

$$C_t + I_t + X_t - M_t = Y_t = C_t + S_t + r_t D_{t-1} \tag{8}$$

y

$$d_t = M_t - X_t + r_t D_{t-1} \tag{9}$$

En consecuencia,

$$I_t = S_t + d_t \tag{10}$$

Dada la función del ahorro

$$S_t = s(Y_t - r_t D_{t-1}) \tag{11}$$

y usando (7), la inversión se puede expresar como

$$I_t = \left[ \frac{s(1 - \delta)}{1 - s\sigma} \right] Y_{t-1} - \left[ \frac{s}{1 - s\sigma} \right] r_t D_{t-1} + \left[ \frac{1}{1 - s\sigma} \right] d_t \tag{12}$$

Dados los parámetros estructurales ( $\delta$ ,  $\sigma$ ,  $s$ ) y las condiciones iniciales, la trayectoria de  $Y_t$  se puede obtener de las ecuaciones (7) y (12), para distintos valores de  $d_t$  y  $r_t$ . La congruencia de balanza de pagos de los resultados puede comprobarse con la ecuación (9) para diferentes escenarios de desempeño exportador.

Para simular las ecuaciones (7) y (12) se supusieron valores de los parámetros estructurales  $\sigma$  y  $s$  iguales a sus valores promedios observados durante 1961-1981, calculados a partir de las cuentas nacionales ( $\sigma = .40$ ;  $s = .20$ ). Usando estimaciones para otros países, a  $\delta$  se le dio un valor de 3%.

Las ecuaciones fueron simuladas para el periodo 1985-1990; en consecuencia, las condiciones iniciales se refieren a 1984. Tales condiciones son  $D_{84} = 90\ 600$  millones de dólares, que es el valor nominal estimado para el total de la deuda exterior para fines de ese año,<sup>17</sup> y  $Y_{84} = 180.0$ , que es

<sup>16</sup> Los pagos de transferencia al exterior que no sean pagos por intereses sobre la deuda extranjera no se toman en cuenta por su magnitud relativamente pequeña. La inversión extranjera directa y la acumulación de reservas también se ignoran en la ecuación (9), bajo el supuesto de que tendrán valores similares entre sí a lo largo del periodo analizado,  $d_t$ , que puede incorporar otros flujos de capital, tales como la fuga de capitales. Todas las variables se expresan en dólares "reales".

<sup>17</sup> Las cifras oficiales de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1984) esti-

el valor estimado del PIB expresado en miles de millones de dólares. Esta cifra se obtuvo tomando una estimación del valor nominal del PIB para 1984 en pesos y dividiéndolo entre el tipo de cambio de equilibrio proyectado para 1984 según el método descrito en el apéndice A. Se supone que el tipo de cambio real del peso se mantiene constante a lo largo del periodo de pronóstico. Así, el modelo da resultados expresados en dólares de 1984.

### VI.2. Resultados

Las ecuaciones (7) y (12) se resolvieron numéricamente para una serie de posibles trayectorias de  $D_t$  y de  $r_t$ . A fin de simplificar el análisis, se aplicó la siguiente regla para  $D$ :

$$D_t = D_{t-1}(1 + \gamma)$$

donde  $\gamma$  es una constante que varía en cada escenario ( $\gamma$  va desde  $-0.05$  hasta  $0.07$ ). La tasa real de interés ( $r_t$ ) también se supuso constante, pero se hicieron simulaciones para dos valores posibles ( $r_t = 0.04$  y  $r_t = 0.08$ ). Los cuadros 9 y 10 resumen los resultados del ejercicio. Estos resultados son congruentes con una evolución de las exportaciones de bienes y servicios no factoriales, dada por

$$X_t = X_0(1 + .05)^t \quad t = 1, \dots, 6$$

Para un valor de  $\gamma$  dado, cada renglón de dichos cuadros muestra el valor promedio del crecimiento del PIB durante 1985-1990, así como el valor en 1990 de los siguientes indicadores:

$$R1 = \frac{D_t}{Y_t}$$

$$R2 = \frac{r_t D_{t-1}}{X_t}$$

$$R3 = \frac{(D_t - D_{t-1}) - (r_t D_{t-1})}{Y_t}$$

Con base en datos preliminares de PIB y balanza de pagos, se estimó que  $R1 = 0.5$ ,  $R2 = 0.2$  y  $R3 = -0.05$  para 1984. Nótese que  $R3$  mide la transferencia real neta de recursos como proporción del PIB.

---

maron que el total de la deuda exterior alcanzaría un valor de 95 800 millones para fines de 1984. Si restamos de esta cantidad la deuda con el FMI y si hacemos una estimación aproximada de los pagos netos no registrados en las estadísticas oficiales sobre la deuda privada efectuados durante 1983 y 1984, obtenemos la cantidad de 90 600 millones de dólares.

CUADRO 9

**Resultados del modelo de crecimiento y deuda**  
( $r = 0.04$ ,  $\sigma = 0.4$ )

$\gamma$	$\bar{g}$	$R_1$	$R_2$	$R_3$
0.07	0.068	0.509	0.130	0.014
0.06	0.066	0.488	0.124	0.009
0.05	0.063	0.467	0.118	0.004
0.04	0.061	0.446	0.113	0.000
0.03	0.059	0.426	0.108	-0.004
0.02	0.057	0.407	0.103	-0.008
0.01	0.055	0.388	0.098	-0.014
0.00	0.053	0.370	0.093	-0.015
-0.01	0.051	0.352	0.088	-0.018
-0.02	0.049	0.334	0.084	-0.020
-0.03	0.047	0.318	0.080	-0.023
-0.04	0.046	0.301	0.076	-0.025
-0.05	0.044	0.285	0.072	-0.027

CUADRO 10

**Resultados del modelo de crecimiento y deuda**  
( $r = 0.08$ ,  $\sigma = 0.4$ )

$\gamma$	$\bar{g}$	$R_1$	$R_2$	$R_3$
0.07	0.066	0.514	0.260	-0.005
0.06	0.064	0.492	0.248	-0.009
0.05	0.062	0.471	0.237	-0.013
0.04	0.059	0.451	0.226	-0.017
0.03	0.057	0.430	0.215	-0.021
0.02	0.055	0.411	0.205	-0.024
0.01	0.053	0.392	0.195	-0.027
0.00	0.051	0.373	0.186	-0.030
-0.01	0.049	0.355	0.177	-0.032
-0.02	0.048	0.337	0.168	-0.034
-0.03	0.046	0.320	0.159	-0.036
-0.04	0.044	0.304	0.151	-0.038
-0.05	0.043	0.288	0.144	-0.039

Considerando primero el escenario de tasas de interés bajas (cuadro 9), se puede ver que un crecimiento real nulo en la deuda exterior sería congruente con una tasa promedio de crecimiento del PIB de 5.3%, durante 1985-1990. El coeficiente deuda a PIB ( $R_1$ ) se reduciría a 37% para 1990, lo cual todavía es alto en términos históricos (llegó a 33% durante 1976-1980). El coeficiente del servicio de la deuda ( $R_2$ ) en 1990 sería menor a la mitad de su valor de 1984 y la transferencia neta continuaría siendo negativa, aunque solamente de 1.5% del PIB. Según este análisis, una caída sistemática de la deuda externa real, como la que se observó en 1983-1984 (cerca de 3%),

permitiría un crecimiento máximo del PIB de 4.7% en promedio. Por otra parte, una tasa de crecimiento económico tan alta como la histórica (cerca a 6.5%) requeriría un incremento real de la deuda exterior cercana a 6% anual.

En el contexto de este modelo, una duplicación de la tasa de interés real, de 4 a 8 por ciento, no resulta demasiado costosa en términos del crecimiento del PIB. Sólo una quinta parte de un punto de por ciento se pierde con tal incremento en la tasa de interés. El resultado es lógico en la medida en que los efectos sobre el PIB de una elevación de la tasa de interés se divide entre el consumo y el ahorro. (Por supuesto, un modelo en el que exista una restricción efectiva de disponibilidad de divisas sobre la inversión, produciría un resultado muy diferente del que aquí se señala.) Puede verificarse que una tasa de interés mayor es mucho más dañina en términos de los coeficientes del servicio de la deuda.

A primera vista, los resultados anteriores pueden parecer alentadores. Sin embargo, es pertinente expresar algunas consideraciones de escepticismo. Una tasa de crecimiento real de la deuda mexicana igual a cero significa un esfuerzo de endeudamiento neto adicional entre 4 500 y 6 000 millones de dólares (dependiendo de la inflación externa pertinente) para un año como 1985. Esto no parece ser fácil de alcanzar. Lograr un crecimiento del PIB cercano a la tendencia histórica (la necesidad mínima para evitar el continuo deterioro de la situación de desempleo) colocaría dicho esfuerzo de endeudamiento entre los 9 000 y los 11 000 millones de dólares.

El análisis resulta optimista en varios aspectos más. Por ejemplo, si tomamos  $\sigma = 0.4$ , se supone una economía bastante productiva. En los bienios culminantes de los dos gobiernos anteriores (1974-1975 y 1980-1981), al descontrolarse el gasto público,  $\sigma$  cayó a 0.3. Si el coeficiente incremental capital-producto fuera igual a 3.3, un crecimiento real de cero de la deuda implicaría un crecimiento real promedio del PIB de sólo 3.0%. Por otra parte, la tasa de crecimiento real de las exportaciones (5% anual), aplicada en el ejercicio, no es de ninguna manera conservadora. Considerando el aspecto deprimido del mercado petrolero internacional, la mayor parte del esfuerzo tendrá que provenir de exportaciones de productos manufacturados. Al respecto, la fiera competencia de otros países en vías de desarrollo y las medidas proteccionistas de Estados Unidos y otros países industrializados seguramente no ayudarán mucho.

La fuga de capitales —que se espera detener con la aplicación de una política económica interna sana— también puede hacer variar dramáticamente las expectativas de crecimiento. Tal como se probó en 1981, dichas fugas son capaces de consumir hasta 40% del flujo neto de la deuda exterior.

Debe puntualizarse que los escenarios arriba propuestos quedarían alterados si se incrementa otro parámetro estructural de importancia —la tasa de ahorro interna. Pero esto sólo puede producirse con lentitud, a lo largo del tiempo. Por otra parte, el resultado sobre el crecimiento del PIB de una



mayor tasa de ahorro, depende críticamente de la disponibilidad de mercados de exportación capaces de absorber los productos internos no consumidos que se producen cuando se eleva la tasa de ahorro.

Para resumir, la solvencia a largo plazo de México como deudor extranjero es posible siempre y cuando se mantenga un delicado equilibrio entre varios fenómenos. Estos fenómenos son el éxito del programa de estabilización iniciado a fines de 1982, una reprogramación ordenada de los vencimientos de la deuda externa para los próximos años, una vuelta a la normalidad en los mercados internacionales de capitales para que resulte factible un incremento modesto de la deuda *real* y una expansión del comercio internacional —si no espectacular, cuando menos mejor a la de años recientes.

Todas estas condiciones son necesarias. La ausencia de una sola de ellas podría convertir un problema que parece ahora manejable, en una experiencia desastrosa para todas las partes involucradas.

### Apéndice A

Usando la fórmula sugerida por Lipschitz (1979), se computó un índice de tasa de cambio real (IRR) con la siguiente fórmula:

$$IRR = \prod_{i=1}^n (e_i P_i / P)^{w_i}$$

donde  $e_i$  es un índice del tipo de cambio nominal;  $P_i$  es un índice del nivel de precios del país  $i$ ;  $P$ , un índice del nivel de precios interno, y  $w_i$  la ponderación del país,  $i$  en el índice.

$$\left( \sum_{i=1}^n w_i = 1.0 \right).$$

Se usó el índice de precios al mayoreo para cada país ( $n = 21$ );  $w_i$  se determinó según la participación de cada país en el comercio total de mercancías de México; el año base es 1978, que se escogió por varios motivos, aunque arbitrarios. Primero, fue un año de alto crecimiento económico; segundo, la importación de mercancías, con exclusión de las del sector petrolero, aumentó 15% en términos reales, congruente con una elasticidad ingreso no muy alta; tercero, las exportaciones de mercancías no petroleras aumentaron 8% en términos reales; otras exportaciones, tales como turismo, también tuvieron un crecimiento dinámico; cuarto, el reglón "errores y omisiones" de la balanza de pagos tuvo un valor muy pequeño, lo cual sugiere que la fuga de capitales y el contrabando fueron insignificantes. Todos estos indicadores sugieren que aun cuando 1978 fue un año de rápido crecimiento, el sector externo estuvo prácticamente en equilibrio. El hecho

de que se trate de un año bastante reciente también resulta práctico. Todos los datos pertinentes se obtuvieron de las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI.

Según la metodología anterior, durante 1972-1983 el tipo de cambio de equilibrio (pesos por dólares; valor promedio para el año), fue como sigue:

1972	13.845	1978	22.753
1973	13.788	1979	23.963
1974	14.152	1980	26.383
1975	14.049	1981	32.758
1976	16.356	1982	50.566
1977	21.592	1983	100.800

## Apéndice B

CUADRO 11

Exportaciones  
(Millones de dólares)

Concepto	Precios corrientes				Precios de 1978		
	1978	1979	1980	1981	1979	1980	1981
Productos primarios no petroleros	1 714.5	2 116.5	2 039.8	2 158.2	1 876.3	1 846.0	1 613.0
Manufacturas	2 485.4	2 726.2	2 652.8	2 688.2	2 536.0	2 271.2	2 199.8
Mercancías no petroleras	4 199.9	4 842.7	4 692.6	4 846.4	4 412.3	4 117.2	3 812.8
Petróleo y derivados	1 863.2	3 975.0	10 441.3	14 573.3	2 733.8	4 363.3	5 780.8
Mercancías totales	6 063.1	8 817.7	15 133.9	19 419.7	7 146.2	8 480.5	9 593.6
Turismo	1 121.0	1 443.3	1 671.2	1 759.6	1 138.2	1 027.8	908.4
Transacciones fronterizas	2 363.7	2 919.2	3 722.1	4 770.1	2 463.5	2 565.2	2 836.0
Total	9 547.8	13 180.2	20 527.2	25 949.4	10 747.9	12 073.5	13 338.0

Nota: Los rubros de exportación cuyos valores observados y de tendencia se supusieron iguales, no se incluyen en éste ni en los siguientes cuadros.  
Fuente: Banco de México, Subdirección de Investigación Económica, *Indicadores Económicos*, varios números. Los valores a precios constantes fueron calculados con los índices que aparecen en el cuadro 12.

CUADRO 12

**Exportaciones  
(Millones de dólares)**

Concepto	Observadas			de tendencia		
	1979	1980	1981	1979	1980	1981
Productos primarios no petroleros <sup>a</sup>	112.8	110.5	133.8	115.0	132.2	152.1
Manufacturas <sup>b</sup>	107.5	116.8	122.2	105.0	110.2	115.8
Mercancías no petroleras <sup>c</sup>	109.8	114.0	127.1	109.0	118.7	129.5
Petróleo y derivados <sup>d</sup>	145.4	239.3	252.1	105.7	111.7	118.1
Mercancías totales <sup>e</sup>	123.4	178.5	202.4	108.01	116.5	125.9
Turismo <sup>f</sup>	126.8	162.6	193.7	116.0	134.6	156.1
Transacciones fronterizas <sup>f</sup>	118.5	145.1	168.2	114.0	130.0	148.1
Totals	122.6	170.0	194.6	110.4	121.9	134.7

Nota: Los valores de tendencia fueron calculados a partir de la tasa de crecimiento promedio observada para 1976-1978.

<sup>a</sup> Construidos con datos de valor y cantidad de una gran muestra de productos. Datos del Banco de México, Subdirección de Investigación Económica, *Indicadores de Comercio Exterior*, varios números.

<sup>b</sup> El rubro "bienes de consumo (no alimentos), excepto automotrices" de los índices de valor unitario de las importaciones de Estados Unidos se usó para estimar esta variable. Los datos se obtuvieron de U.S. Department of Commerce, *Highlights of U.S. Exports and Import Trade (FT990)*, varios números.

<sup>c</sup> Implícito.

<sup>d</sup> Construido con datos de Petróleos Mexicanos, *El sector petrolero mexicano, 1977-1982: estadísticas seleccionadas*, julio de 1983.

<sup>e</sup> El renglón de hoteles, restaurantes, etc., del índice nacional de precios al consumidor, ajustado por variaciones en el tipo de cambio. Datos obtenidos del Banco de México, Subdirección de Investigación Económica, *Indicadores Económicos*, varios números.

<sup>f</sup> Índice de precios al consumidor de una ciudad fronteriza, ajustado por variaciones en el tipo de cambio; misma fuente que en la nota e.

CUADRO 13

**Exportaciones hipotéticas y de tendencia en precios de 1978  
(Millones de dólares)**

Concepto	De tendencia <sup>a</sup>			Hipotética <sup>b</sup>		
	1979	1980	1981	1979	1980	1981
Productos primarios no petroleros	1 746.5	1 779.0	1 812.2	1 731.1	1 492.2	1 571.5
Manufacturas	2 638.5	2 801.0	2 973.6	2 602.2	2 695.4	2 918.0
Mercancías no petroleras	4 385.0	4 580.1	4 785.8	4 333.3	4 187.6	4 489.5
Petróleo y derivados	1 967.7	2 078.1	2 194.7	1 989.5	1 550.2	1 407.9
Mercancías totales	6 352.7	6 658.2	6 980.5	6 322.9	5 737.8	5 897.4
Turismo	1 117.3	1 113.6	1 109.9	1 139.9	1 124.1	1 129.5
Transacciones fronterizas	2 495.1	2 633.7	2 780.1	2 470.1	2 550.6	2 748.8
Total	9 965.1	10 405.5	10 870.5	9 932.9	9 412.5	9 775.7

Nota: Las importaciones de Estados Unidos de cada categoría de mercancías se usaron para estimar las exportaciones mundiales; los datos pertinentes se obtuvieron de U.S. Department of Commerce, *Highlights of U.S. Exports and Import Trade (FT 990)*, varios números. Los gastos en el extranjero de los turistas de Estados Unidos se usaron como estimador de las exportaciones mundiales de turismo; estos datos se obtuvieron del cuadro "U.S. International Transactions", publicado en U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, varios números. Dichos datos se deflacionaron con los precios al consumidor de los países industrializados como se reportan en FMI, *International Financial Statistics*, varios números. La suma de las importaciones y gastos de turismo reales se usó como indicador de demanda externa de transacciones fronterizas. El crecimiento de tendencia de cada variable se calculó a partir de su tasa de crecimiento promedio durante 1973-1976.

<sup>a</sup> Véase la nota 2 para la definición de exportaciones de tendencia.

<sup>b</sup> Véase la nota 4 para la definición de exportaciones hipotéticas.

CUADRO 14

**Importaciones  
(Millones de dólares)**

Concepto	Precios corrientes			Precios de 1978			
	1978	1979	1980	1981	1979	1980	1981
Bienes de capital	1 981.6	3 573.9	5 174.0	7 575.4	3 257.9	4 172.6	5 231.6
Bienes de uso corriente	5 935.9	8 405.8	13 658.3	16 354.2	6 987.4	9 518.0	11 140.5
Total mercancías	7 917.5	11 979.7	18 832.3	23 929.6	10 254.3	13 690.6	16 372.1
Turismo	519.0	683.5	1 043.6	1 571.1	625.9	854.0	1 168.1
Transacciones fronterizas	1 631.8	2 245.7	3 129.5	4 584.3	2 012.3	2 473.9	3 324.4
Total	10 068.3	14 908.9	23 005.4	30 085.0	12 883.4	17 018.5	20 864.6

Nota: Los conceptos de importación cuyos valores observados y de tendencia se supusieron iguales no se incluyen en éste ni en los siguientes cuadros  
Fuente: Banco de México, Subdirección de Investigación Económica, *Indicadores Económicos*, varios números. Los valores a precios constantes se calcularon con los índices del cuadro 15.

CUADRO 15

**Índices de precios de importación  
(1978 = 100)**

Concepto	Observados		Tendencia	
	1979	1980	1979	1980
Bienes de capital <sup>a</sup>	109.7	124.0	107.8	116.2
Bienes de uso corriente <sup>b</sup>	120.3	143.5	102.9	105.9
Total mercancías <sup>c</sup>	116.9	137.6	104.2	108.7
Turismo <sup>d</sup>	109.2	122.2	107.9	116.4
Transacciones fronterizas <sup>e</sup>	111.6	126.5	106.6	113.6
Total <sup>f</sup>	115.7	135.2	104.7	109.8

Nota: Los valores de tendencia se calcularon a partir de la tasa de crecimiento promedio de los índices reales durante 1976-1978.

<sup>a</sup> El renglón "bienes de capital excepto automotrices" de los índices de valor unitario de las exportaciones de Estados Unidos se usó como estimador de esta variable. Datos provenientes de: U.S. Department of Commerce *Highlights of U.S. Export and Import Trade (FY 990)*, varios números.

<sup>b</sup> El renglón "bienes de consumo (no alimenticios), excepto automotrices" de los índices de valor unitario de las exportaciones de Estados Unidos se usó como estimador de esta variable. Datos de la misma fuente de la nota a.

<sup>c</sup> Índice de precios implícito.

<sup>d</sup> La inflación en precios al consumidor en países industrializados se usó para construir este índice. Datos obtenidos de FMI, *International Financial Statistics*, varios números.

<sup>e</sup> La inflación en precios al consumidor de Estados Unidos se usó para construir este índice. Datos de la misma fuente que en nota d.

CUADRO 16

**Importaciones hipotéticas y de tendencia a precios de 1978  
(Millones de dólares)**

Concepto	De tendencia <sup>a</sup>			Hipotéticas <sup>b</sup>		
	1979	1980	1981	1979	1980	1981
Bienes de capital	2 318.5	2 712.6	3 173.8	2 434.9	2 940.1	3 520.8
Bienes de uso corriente	6 541.4	7 208.6	7 943.9	6 750.6	7 591.1	8 490.6
Total mercancías	8 859.8	9 921.2	11 117.6	9 185.5	10 531.2	12 011.4
Turismo	579.3	646.7	721.9	600.2	685.4	778.0
Transacciones fronterizas	1 690.6	1 751.5	1 814.7	1 710.9	1 786.2	1 861.0
Total	11 129.8	12 319.4	13 654.2	11 496.6	13 002.8	14 650.4

Nota: Las elasticidades ingreso de tendencia utilizadas fueron 2.5 para bienes de capital, 1.5 para bienes de uso corriente, 1.71 para turismo y 0.55 para transacciones fronterizas. Estas elasticidades se obtuvieron mediante regresión logarítmica simple respecto al PIB para el período 1960-1978 (se eliminaron las observaciones para 1974-1976). El valor de tendencia del PIB se obtuvo mediante una regresión del logaritmo natural de dicha variable respecto al tiempo, para 1960-1976. Se estimó así una tasa de tendencia de 6.5% anual; este valor se incrementó en 0.3 para incorporar el impacto del producto petrolero en el PIB de tendencia.

<sup>a</sup> Véase la nota 3 para la definición de las importaciones de tendencia.

<sup>b</sup> Véase la nota 5 para la definición de las importaciones hipotéticas.



### Bibliografía

- Balassa, Bela (1979), "Policy responses to external shocks in developing countries: Implications for international trade and long-term growth." World Bank, Development Research Department, Washington, D.C. (mimeo.).
- Banco de México (1982), *Informe anual 1981*. México.
- (1984), *Informe anual 1983*. México.
- Castro, E. (1983), "Algunas consideraciones sobre el financiamiento externo de México en los años de 1980-1982." México (mimeo.).
- Lipschitz, L. (1979), "Exchange rate policy for a small developing country, and the selection of an appropriate standard". *IMF Staff Papers* 26:423-449.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1984), "Mexico: Development financing strategy." México (mimeo.).
- Solis, Leopoldo (1981), *Economic policy reform in Mexico: A case study for developing countries*. Nueva York: Pergamon.
- New York Times* (1981), "Mexico, in switch, will lift oil price." Junio 17.
- Zedillo, Ernesto (1981), "External public indebtedness in Mexico: Recent history and future, oil bounded optimal growth." Tesis doctoral. Universidad de Yale.
- (1983), "The program for coverage of exchange risks: A general description and financial aspects." México (mimeo.).
- (1984a), "The Mexican external debt: The last decade." *In Politics and economics of Latin American indebtedness*. editado por M. Wionczek. Boulder, Colorado: Westview Press.
- (1984b), "Mexico's recent balance of payments experience and prospects for growth." México (mimeo.).

