



Capítulo 6

Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill
Oscar Dancourt
Roberto Frenkel
Editores



BIBLIOTECA NACIONAL DEL PERÚ
Centro Bibliográfico Nacional

339.5098 D Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina / Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores.-- 1a ed.-- Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018 (Lima: Tarea Asociación Gráfica Educativa).
357 p.: diags.; 21 cm.

Incluye bibliografías.
D.L. 2018-09352
ISBN 978-612-317-380-7

1. Macroeconomía - América Latina - Ensayos, conferencias, etc. 2. Política monetaria - América Latina 3. Crisis económica - América Latina 4. Bancos centrales - América Latina 5. América Latina - Política económica I. Damill, Mario, 1952-, editor II. Dancourt, Oscar, 1950-, editor III. Frenkel, Roberto, 1942-, editor IV. Pontificia Universidad Católica del Perú.

BNP: 2018-419

Dilemas de las políticas cambiarias y monetarias en América Latina

Mario Damill, Oscar Dancourt y Roberto Frenkel, editores

© Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, 2018

Av. Universitaria 1801, Lima 32, Perú

feditor@pucp.edu.pe

www.fondoeditorial.pucp.edu.pe

Diseño, diagramación, corrección de estilo
y cuidado de la edición: Fondo Editorial PUCP

Primera edición: julio de 2018

Tiraje: 500 ejemplares

Prohibida la reproducción de este libro por cualquier medio,
total o parcialmente, sin permiso expreso de los editores.

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N° 2018-09352
ISBN: 978-612-317-380-7

Registro del Proyecto Editorial: 31501361800681

Impreso en Tarea Asociación Gráfica Educativa
Pasaje María Auxiliadora 156, Lima 5, Perú

**ESTABILIDAD MACROECONÓMICA, REFORMAS
ESTRUCTURALES Y CRECIMIENTO LENTO:
LA ECONOMÍA MEXICANA DESDE LA CRISIS
DE 2008-2009**

Jaime Ros¹

Durante la primavera de 1994, Dornbusch y Werner publicaron un artículo en la revista BPEA titulado «México: estabilización, reforma y no crecimiento» cuyo argumento central era que la sobrevaluación cambiaria y una mayor fragilidad financiera socavaban los beneficios potenciales en términos de crecimiento de las reformas económicas del gobierno de Salinas y atentaban contra la estabilidad macroeconómica misma. El título del presente ensayo hace referencia a la misma tríada. De hecho, veintitrés años más tarde, algunas semejanzas llaman la atención: se preserva la estabilidad macroeconómica —esta vez por un periodo mucho más largo que a inicios de la década de 1990—, las reformas estructurales del gobierno de Peña Nieto han generado grandes expectativas, tanto como en la anterior gran ola de reformas del periodo de Salinas; y el crecimiento económico sigue sin arrancar.

¹ Agradezco los comentarios de José Luis Oreiro y otros participantes en el seminario CEDES-PUCP de Lima, en mayo de 2016, a una versión anterior de este ensayo, así como la excelente ayuda en la investigación de Claudia Córdova.

Por supuesto, también existen diferencias notables. Como es bien sabido, en diciembre de 1994, la crisis del peso sumergió a la economía mexicana en una profunda recesión y ocasionó el resurgimiento de la inflación. Hoy, no existe una «crisis del tequila» a la vista, al menos no una que puede ser prevista con gran anticipación y con un alto grado de certeza como pasó hace dos décadas. La economía no se encamina hacia una crisis de balanza de pagos y financiera, ni hacia un ajuste cambiario perturbador. Esto se debe parcialmente a las diferencias en los regímenes cambiarios. Asimismo, como se verá en este ensayo, el ajuste ordenado del tipo de cambio real desde mediados de 2014 ha permitido como mínimo mejorar las perspectivas de crecimiento de la economía.

El ensayo examina la evolución de la economía mexicana desde la crisis de 2008-2009. La primera sección se centra en los principales indicadores económicos del periodo: el crecimiento económico y las trayectorias de inflación, el comportamiento de los principales sectores económicos y los componentes de la demanda agregada, así como en las tendencias de la distribución factorial del ingreso. La segunda sección examina los cambios en la política económica adoptados por el gobierno de Peña Nieto desde 2012 —el paquete de reformas estructurales adoptado en el marco del «Pacto por México» que fue aceptado por los tres partidos políticos principales— y el alcance y las limitaciones de estas reformas hasta ahora. Luego, se analiza con mayor detalle lo que sucedió en 2015, un año caracterizado por un deterioro del entorno externo —con el colapso del mercado internacional del petróleo, la reducción del flujo de capital extranjero y la desaceleración de la actividad industrial de los Estados Unidos— y por varias interrogantes: la aparente falta de respuesta de las exportaciones no petroleras a la depreciación del tipo de cambio real, el aparentemente inusual dinamismo del consumo privado, y la desaceleración de la inflación en medio de una devaluación nominal significativa del peso. La última sección se centra en las perspectivas

a corto y mediano plazo de la economía bajo el conjunto actual de políticas económicas y los cambios necesarios para que la economía siga una trayectoria de mayor crecimiento.

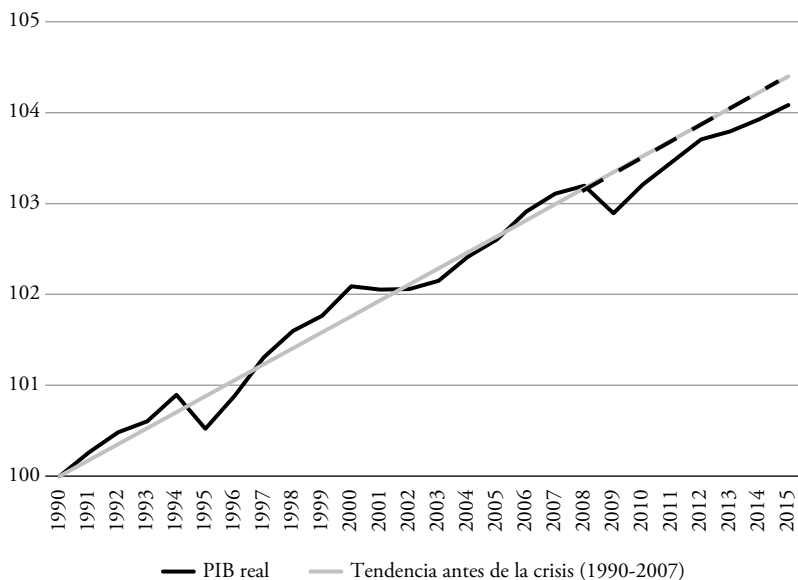
LA TRAYECTORIA ECONÓMICA DESDE LA CRISIS DE 2008-2009²

La contracción económica de 2008-2009 significó una gran recesión para México, a diferencia de otras economías que se desaceleraron menos. Fue la recesión más profunda en el contexto latinoamericano; sin embargo, a ella le siguió una recuperación vigorosa que empezó en la segunda mitad de 2009 y continuó a lo largo de 2010. No obstante, desde entonces la economía retornó a la trayectoria del crecimiento lento que la ha caracterizado por más de 30 años. La tasa promedio de crecimiento en 2010-2015 fue de 2,8 % por año y disminuyó de 4,0 % en 2010-2012 a 2,0 % en 2012-2015. En realidad, desde la crisis y la recesión de 2008-2009, la economía se alejó de la trayectoria a largo plazo del periodo 1990-2007 y para 2015 no había regresado —a diferencia de lo que sucedió en anteriores episodios de recesión— a su tendencia previa de largo plazo. Es incluso más preocupante que, desde 2013 con la caída de la tasa de crecimiento por debajo de su tendencia anterior, el PIB no converja hacia la tendencia histórica, sino que se esté alejando demasiado de esta (ver gráfico 1).

Un filtro de Hodrick-Prescott que suaviza las series observadas seguramente mostraría una situación diferente dado que, por su construcción, las series observadas deben fluctuar alrededor de las series suavizadas que supuestamente reflejan el producto potencial. Sin embargo, este no siempre tiene que ser el caso. ¿Cómo podemos estar seguros de que ese producto tiene una fuerte tendencia a regresar a su nivel «natural», un nivel de utilización de recursos normal o completo, como se asume implícitamente en el uso de un filtro H-P?

² Esta sección se basa en parte en Ros (2016).

Gráfico 1. Evolución del PIB y su tendencia desde 1990

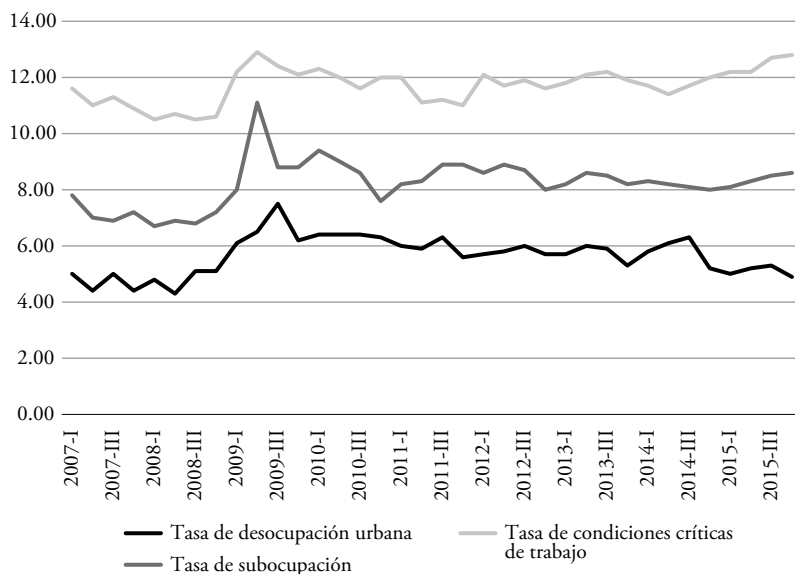


Índice del logaritmo natural del PBI y su tendencia. Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Inegi, cuentas nacionales.

En realidad, al revisar las tendencias en el mercado laboral, estas indican lo opuesto y son consistentes con el comportamiento mostrado en el gráfico 1. Las tasas de desempleo, subempleo y de condiciones críticas de empleo han estado constantemente por encima de los niveles previos a la crisis (ver gráfico 2). La tasa de desempleo urbano de 2015 (5,1%) está casi medio punto porcentual por encima de su valor de 2007 (4,7%) mientras que la tasa de subempleo, que tuvo una tendencia al alza a lo largo de 2015, también está por encima de su valor previo a la crisis en más de un punto porcentual (8,4% en 2015 y 7,2% en 2007). La tasa de condiciones críticas de empleo —que incluye a quienes trabajan menos de 35 horas por semana por razones de mercado, más de 35 horas con ingresos mensuales por debajo del salario

mínimo y más de 48 horas por hasta dos salarios mínimos— no solo está más de un punto porcentual por encima de su nivel previo a la crisis, sino que también se ha ido incrementando desde mediados de 2014 y logró alcanzar en el cuarto trimestre de 2015 un valor de 12,8% de la mano de obra. Este comportamiento parece estar influenciado por la creciente participación en el empleo de trabajadores que ganan menos de dos salarios mínimos.

Gráfico 2. Condiciones del mercado laboral desde 2007

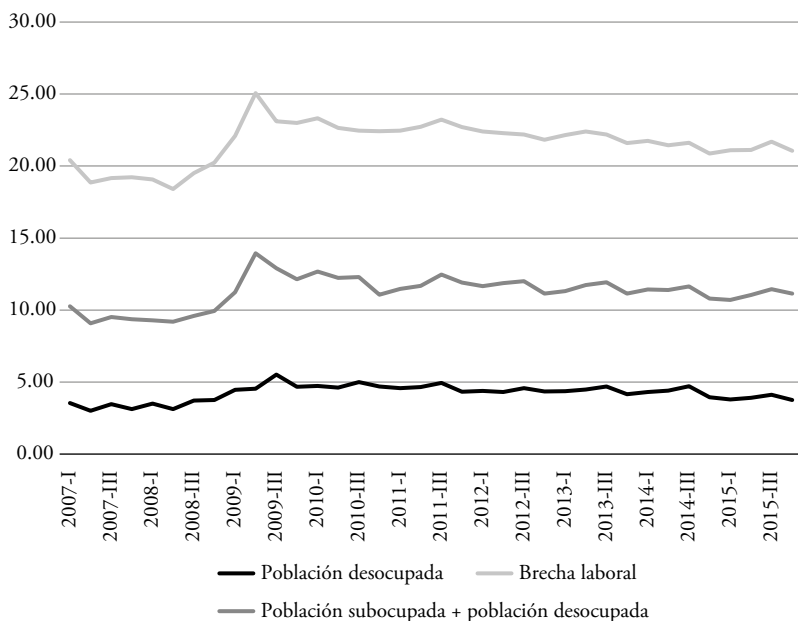


Fuente: Inegi, Encuesta Nacional de Ocupación y Empleo (ENOE).

Otro indicador, quizás el más amplio, del exceso de oferta que ha caracterizado el mercado laboral es la brecha de empleo que incluye a la población desempleada, subempleada y económicamente inactiva que está disponible para trabajar (desempleo oculto) como porcentaje de la fuerza de trabajo potencial (la población económicamente activa más

la económicamente inactiva que está disponible para trabajar)³. Esta brecha, que en 2015 fue 21,2 %, pasó a ser casi 2 puntos porcentuales mayor que en 2007 (19,4 %; ver gráfico 3). Como se muestra en el gráfico 3, en el último trimestre de 2015, el desempleo fue responsable de casi el 20% de la brecha de empleo, el subempleo de un poco más de un tercio y el desempleo oculto del 47%.

Gráfico 3. La brecha de empleo y sus componentes



Fuente: Inegi, ENOE y empleo trimestral (indicadores estratégicos).

³ Para mayor información sobre la brecha de empleo, ver Blanchflower y Levin (2015) que, a diferencia de nuestra medición en el gráfico 3, ajusta la brecha de empleo por el grado de subempleo.

Las condiciones del mercado laboral también se han visto afectadas por la fuerte reducción de la emigración de trabajadores mexicanos, debida a la gran recesión y sus repercusiones en los Estados Unidos y las deportaciones masivas de trabajadores indocumentados en los últimos años por las autoridades estadounidenses. Según el Pew Research Center, la migración bruta acumulada de ciudadanos mexicanos a los Estados Unidos cayó de 1,37 millones durante 2005 y 2010 a 0,87 millones entre 2009 y 2014, después de haber alcanzado 2,94 millones entre 1995 y 2000. La «migración neta» a los Estados Unidos pasó de 2,27 millones durante 1995-2000 a cifras menores e incluso negativas durante 2005-2010 y 2009-2014 (en este último periodo la migración neta acumulada fue -130 mil)⁴. Esto ha aumentado el exceso de oferta en el mercado laboral mexicano. Cabe destacar que el colapso de la migración neta ha contribuido a un crecimiento más acelerado de la mano de obra en México y de esta manera a un crecimiento más rápido de la producción potencial —en la medida en que la tasa de crecimiento natural es empujada al alza por una expansión más acelerada de la oferta laboral—.

Junto con la baja inflación internacional (ver tabla 1) y otros factores que se discutirán en la tercera sección, el crecimiento lento y las «condiciones de holgura» en los mercados de bienes y de trabajo han contribuido a una tendencia a la baja de la tasa de inflación —especialmente, como se examinará más adelante, en 2015—, facilitando así la tarea del Banco Central de cumplir con sus objetivos inflacionarios. Desde 2009, la inflación promedio ha sido 3,7% (al final del ejercicio) y solo dos años, 2010 y 2014, registraron una tasa de inflación (4,4% y 4,1%, respectivamente) fuera de la zona de confort del Banco de México de 3% más o menos uno por ciento (ver tabla 1).

⁴ Véase www.pewresearch.org/fact-tank/2016/02/11/mexico-and-immigration-to-us/

Tabla 1. Principales indicadores económicos

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crecimiento del PBI (%)	1,4	-4,7	5,1	4,0	4,0	1,3	2,3	2,5
Inflación (%) 1/	6,5	3,6	4,4	3,8	3,6	4,0	4,1	2,1
Inflación internacional (%) 2/	3,7	2,0	1,9	2,9	1,9	1,6	1,1	0,8
Tipo de cambio real (índice 1990 = 100) 3/	83,8	96,5	88,0	86,3	89,7	85,0	86,4	100,5
Salarios reales contractuales (índice 1990 = 100) 4/	85,1	84,4	84,7	85,6	86,0	86,6	86,9	87,2
Participación del ingreso laboral en el valor agregado 5/	43,8	45,4	42,3	41,3	39,9	40,1	39,9	No disponible
Participación de los salarios en el valor agregado 5/	27,9	28,3	27,0	26,4	25,8	25,9	25,9	No disponible

1/ Precios al consumidor (al final del ejercicio).

2/ Países miembros de la OCDE, precios al consumidor (al final del ejercicio).

3/ Tipo de cambio real bilateral con EE.UU.

4/ Remuneraciones reales por contrato «ex-pos».

5/ Las participaciones de los ingresos laborales y los salarios hacen referencia al sector privado y excluyen al sector inmobiliario, así como sectores con predominio del sector público (sectores 21, 22, 53-55, 61, 62, 93 y subsector 324 en las cuentas nacionales).

Fuentes: Inegi, cuentas nacionales y ENOE. Banco de México para remuneraciones contractuales y tasa de cambio real bilateral. OCDE para la inflación internacional.

El lento crecimiento, con estabilidad macroeconómica en un sentido limitado, está asociado a una tasa baja y decreciente de formación de capital fijo, como consecuencia de una tasa de inversión privada relativamente baja y una tasa de inversión pública limitada y en declive. Como se muestra en la tabla 2, la tasa de inversión privada (en % del PBI) recuperó el nivel de 2008 recién en 2014, mientras que la inversión pública en 2015 había caído a 3,8% del PBI, dos puntos

porcentuales por debajo del nivel alcanzado en 2008-2009 y su menor nivel de varias décadas. Dado el impacto de la inversión pública en el crecimiento⁵, sus niveles bajos y en declive, que están sin duda vinculados a las restricciones fiscales que enfrenta el gobierno, pueden terminar siendo contraproducentes para las finanzas públicas y poner en peligro la estabilidad macroeconómica misma. En realidad, un factor importante detrás de la tendencia al alza de la relación deuda pública-PIB y de las restricciones fiscales actuales ha sido la baja tasa de crecimiento del PIB desde 2008 (2% por año en promedio)⁶.

Tabla 2. PIB y sus componentes

% del PIB a precios constantes de 2008	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PBI	100	100	100	100	100	100	100	100
Consumo privado	66,9	65,7	66,0	66,5	67,1	67,6	67,3	67,8
Consumo público	10,9	11,7	11,3	11,1	11,1	11,0	11,1	11,0
Inversión privada	17,5	16,1	15,6	16,8	17,6	17,1	17,5	18,1
Inversión pública	5,6	5,9	5,6	5,2	4,5	4,4	4,1	3,8
Exportaciones	27,9	25,8	29,6	30,8	31,3	31,7	33,1	35,2
Importaciones	30,2	26,1	29,9	31,1	31,5	31,9	33,0	33,9

Fuente: Inegi, cuentas nacionales (oferta y utilización trimestral).

Desde una perspectiva sectorial, el lento crecimiento obedece a varios factores. En primer lugar, la caída en la producción de petróleo que pierde 2 puntos porcentuales de participación en el PIB entre 2008 y 2015. Sus consecuencias son relevantes. Por ejemplo, en 2015, el PIB total creció 2,5%, 0,6% menos que el PBI no petrolero que creció 3,1%;

⁵ Véase el análisis de Moreno Brid y otros (2016).

⁶ Ver en Cantú, Ramones y Villarreal (2016) una ilustración en el caso mexicano del papel de la tasa de crecimiento económico en la trayectoria actual y futura de la relación deuda pública-PIB.

es decir, si se excluye la extracción de petróleo y gas del PIB, el crecimiento económico habría sido 3,1% durante el año⁷. Un segundo factor es el cuasi estancamiento de la construcción que pierde participación en el PIB debido a las bajas tasas de inversión pública y privada y las dificultades que enfrentan las empresas constructoras durante el periodo. Finalmente, cabe mencionar que por su pobre desempeño el sector manufacturero mantuvo su participación constante en el PBI entre 2008 y 2013, y solo en 2014 y 2015 comenzó a crecer un poco más rápido que la economía en su conjunto. Además del sector manufacturero, en los dos últimos años, el comercio y los servicios —los sectores de bienes no comerciales por excelencia— son las actividades que registran un mayor dinamismo que la economía en su conjunto y un incremento en su participación en el PBI.

Tabla 3. Participaciones de los principales sectores económicos en el PBI

% de PIB a precios constantes de 2008	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PBI	100	100	100	100	100	100	100	100
Agricultura	3,2	3,3	3,1	3,0	3,1	3,0	3,1	3,0
Minería	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5
Petróleo	7,3	7,3	6,9	6,5	6,2	6,1	5,8	5,4
Manufactura	16,5	15,9	16,4	16,5	16,5	16,5	16,8	17,0
Construcción	8,4	8,3	8,0	8,0	7,8	7,4	7,3	7,3
Electricidad, gas y agua	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,3
Comercio	14,6	13,4	14,3	15,0	15,1	15,3	15,4	15,6
Servicios	44,0	45,7	45,2	44,8	45,0	45,5	45,1	45,3

Fuente: Inegi, cuentas nacionales.

⁷ La diferencia, -0,6 puntos porcentuales, es solo una aproximación a la contribución al crecimiento del declive en la producción de petróleo y gas con propósitos ilustrativos.

Al mismo tiempo, el crecimiento lento y las condiciones persistentes de exceso de oferta en el mercado laboral asociado con este han frenado el crecimiento de las remuneraciones reales y han sido acompañados por una concentración de la distribución del ingreso de los factores en detrimento del ingreso laboral (ver tabla 1). Las participaciones de los ingresos laborales y de los salarios en el valor agregado en el sector privado —la participación laboral incluye las remuneraciones de los trabajadores por cuenta propia además de las de los subordinados— han caído desde 2007 y han seguido una tendencia a largo plazo que empezó a mediados de la década de 1970 y que, después de varios altibajos (el más reciente a inicios de 2003), ha dejado a la participación del ingreso laboral en el valor agregado en alrededor de 40% y la participación de los salarios en aproximadamente 26% (ver tabla 1 y sobre el tema a Samaniego, 2014; y Ros, 2015a). La decreciente participación del ingreso laboral ha desacelerado la expansión del mercado interno, del consumo privado e, indirectamente, de la inversión privada, contribuyendo a perpetuar el lento proceso de crecimiento.

Asimismo, existe una tendencia hacia el desarrollo regional desigual. Los estados más ricos ubicados en el norte y centro-norte del país han crecido desde 2007 a tasas de 4% por año (especialmente Querétaro, Aguascalientes y Guanajuato), que a su vez son dos o más veces superiores a las de los estados más pobres del sur (ver tabla 4). Entre los doce estados con las tasas de crecimiento más altas en el periodo 2007-2014, solo existen dos estados sureños (Quintana Roo y Tabasco). Esta tendencia se volvió más pronunciada durante la recuperación que siguió a la recesión de 2008-2009 —dado que la recesión afectó más a los estados industrializados del norte y centro-norte del país—. En 2014, los estados líderes crecieron a tasas de 7% o más mientras que los estados sureños continuaron creciendo a tasas bajas, en algunos casos menores que en 2007-2014 (con la excepción de Quintana Roo y Guerrero).

**Tabla 4. Tasas de crecimiento del PIB por estados
(2007-2014 y 2014)**

Estado	2007-2014	2014	Estado	2007-2014	2014
Querétaro	4,4	7,8	Hidalgo	2,2	3,2
Zacatecas	4,4	4,1	México	2,1	1,2
Aguascalientes	3,8	11,3	Jalisco	2,0	3,4
Guanajuato	3,7	6,6	Michoacán	2,0	6,0
Quintana Roo	3,3	4,0	Oaxaca	2,0	2,0
Sonora	3,0	0,1	Tlaxcala	2,0	2,4
Tabasco	3,0	2,4	Chihuahua	1,8	2,5
San Luis Potosí	2,8	1,7	Distrito Federal	1,8	0,6
Nuevo León	2,7	3,9	Baja California Sur	1,6	-2,0
Coahuila	2,7	3,7	Guerrero	1,6	5,5
Nayarit	2,6	4,2	Durango	1,5	1,4
Colima	2,5	4,2	Veracruz	1,5	0,2
Chiapas	2,3	2,4	Sinaloa	1,5	3,0
Yucatán	2,2	3,0	Tamaulipas	1,3	2,9
Morelos	2,2	0,8	Baja California	0,4	0,2
Puebla	2,2	1,0	Campeche	-3,8	-3,2

Fuente: Inegi, cuentas nacionales. Producto interno bruto por entidad federativa. Promedio nacional 1,9% en 2007-2014; 2,2% en 2014.

LAS REFORMAS ESTRUCTURALES DEL NUEVO GOBIERNO: EL DIAGNÓSTICO Y SUS LIMITACIONES

Cuando asumió el cargo en diciembre de 2012, el presidente Peña Nieto anunció un ambicioso programa de reformas estructurales, aceptado por los tres partidos políticos más importantes (PRI, PAN y PRD) dentro del marco del «Pacto por México», con el objetivo de elevar la tasa de crecimiento económico de su nivel reciente (2-3%) a alrededor de 5% por año. En el gobierno actual, al igual que en los gobiernos anteriores del PAN y PRI, la visión dominante sobre cómo recuperar una trayectoria de rápido crecimiento enfatiza la necesidad de reformas microeconómicas, al igual que a finales de la década de 1980 e inicios de la de 1990, durante la primera ola de reformas económicas. En realidad, según los partidarios de las reformas de mercado en ese entonces y ahora, los cambios en la estructura de incentivos económicos, la introducción de la competencia de mercado y un marco macroeconómico estable conducirían a un crecimiento sostenido y elevado. En particular, a inicios de los años noventa los beneficios de una integración más cercana con la economía estadounidense, mediante el aprovechamiento de una ubicación geográfica singular, eran vistos como la clave para desencadenar un proceso de convergencia de ingresos per cápita similar a aquel que ocurrió en países como España, Irlanda, Grecia y Portugal después de su ingreso al mercado común europeo⁸.

⁸ De hecho, muchos analistas predijeron en aquellas épocas considerables aumentos del bienestar en México derivados de varios tipos de beneficios obtenidos del comercio: las ganancias tradicionales del comercio interindustrial —generadas por la reasignación de recursos según las ventajas comparativas de la economía—, las provenientes de la expansión del comercio intraindustrial y asociadas con la explotación de economías de escala, y las generadas por el incremento de la IED. Aunque con argumentos menos sólidos, algunos afirmaban que las expectativas basadas en los beneficios dinámicos de integración anticipaban un proceso de convergencia en los niveles de productividad, salarios reales e ingresos per cápita dentro de la zona económica del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.

Hay quienes argumentan que esto no sucedió debido a que la liberalización económica no fue completa. Algunas explicaciones hacen referencia a la necesidad de reducir los incentivos a la informalidad o facilitar una mayor flexibilidad del mercado laboral, con el objetivo de generar más empleo formal en actividades altamente productivas (véase, entre otros, Levy, 2008; y Arias y otros, 2010). Otra explicación es que las reformas de mercado no lograron introducir la competencia en los sectores de bienes y servicios no comerciables, dominadas por monopolios u oligopolios que no están expuestos a la competencia internacional (García Alba, 2006; Pérez Motta, 2007). Otros argumentan que un componente importante de las reformas estructurales es la reforma educativa, bajo el supuesto de que la escasez de capital humano es una limitación importante en el crecimiento de la economía mexicana. A todo esto, se agrega que es vital fortalecer las instituciones para combatir los monopolios, sindicatos y otros grupos de interés de manera efectiva, ya que son un obstáculo para la realización de la agenda de reformas (Chiquiar & Ramos Francia, 2009; y Elizondo, 2011; entre otros).

Sobre la base de este diagnóstico y antecedido por la reforma de mercado laboral de 2012 que flexibiliza la contratación de trabajadores temporales, el gobierno lanzó un programa de reformas económicas e institucionales. El paquete de reformas engloba la reforma educativa —las reformas constitucionales y legislativas de 2013—, la reforma fiscal (2013), el sector financiero —la reforma financiera de 2013—, la política de competencia (2014), telecomunicaciones (2014) y energía (2014). Los principales aspectos de estas reformas se describen en la tabla 5. Además de estas reformas principalmente económicas, la agenda incluye cambios orientados a fortalecer el estado de derecho mediante la reforma del sistema judicial y más recientemente la lucha contra la corrupción, entre otras iniciativas.

Tabla 5. Reformas económicas recientes

Reforma	Aprobación de leyes secundarias	Aspectos principales
Trabajo	Diciembre 2012	Incluye iniciativas que estimulan la creación de empleos formales mediante nuevos tipos de contratos laborales que permitan el acceso a beneficios sociales.
Educación	Setiembre 2013	Las reformas constitucionales de 2013 establecen objetivos que se han materializado en varias leyes secundarias: la Ley General de Educación, la nueva Ley General del Servicio Profesional Docente y la Ley del Instituto Nacional para la Evaluación de la Educación.
Fiscal	Octubre 2013	Tiene el objetivo de incrementar los ingresos fiscales en un 2,5% del PIB, principalmente como resultado de los cambios en el impuesto a la renta de personas físicas —incremento de la tasa máxima del impuesto a un 35%— y a empresas, deducciones limitadas que amplían la base imponible y una tasa del 10% sobre las ganancias de capital y dividendos.
Finanzas	Enero 2014	Busca proteger de manera más efectiva los derechos de propiedad de los acreedores, dar una autoridad jurídica más formal al órgano regulador para simplificar la resolución de conflictos, generar una mayor competencia entre los intermediarios financieros y dar un rol más importante a los bancos de desarrollo para facilitar créditos a la pequeña y mediana empresa.
Competencia	Mayo 2014	Se fortaleció el órgano regulador, la Comisión Federal de Competencia Económica (Cofece), y se le concedió autonomía constitucional con el poder para eliminar las «barreras a la competencia» y regular el acceso a «insumos esenciales», de una manera similar a las funciones de las autoridades de competencia en el Reino Unido.
Telecomunicaciones	Julio 2014	Busca generar mayor competencia en el sector. Otorgó al Instituto Federal de Telecomunicaciones (IFT), el nuevo órgano regulador de competencia, capacidades regulatorias reforzadas para promover la competencia, como la aplicación de obligaciones a los «operadores dominantes».
Energía	Agosto 2014	Promueve la apertura del sector para una mayor competencia, la reforma de gobernanza corporativa en Pemex, y el ingreso de inversionistas nacionales y extranjeros en la explotación, producción y transporte de petróleo y gas; así como en la refinación y comercialización del petróleo.

Fuente: OCDE (2015).

Con pocas excepciones —las reformas financiera y fiscal, especialmente—, este paquete de reformas comparte en gran medida la noción de que acelerar el crecimiento de la productividad, en lugar de incrementar la tasa de acumulación de capital, es la tarea principal y necesaria para la recuperación de mayores tasas de crecimiento económico. A partir de ejercicios de contabilidad de crecimiento que descomponen la producción en acumulación de factores (capital humano y físico y trabajo) y crecimiento de la productividad total de los factores (PTF), este punto de vista concluye que este último (el crecimiento del PTF) es el obstáculo principal para el crecimiento de la producción⁹. Luis Videgaray, ministro de Finanzas, ha presentado de manera concisa y clara la agenda de reformas y sus fundamentos analíticos. Después de argumentar que el estancamiento de la PTF es la causa principal del lento crecimiento económico en las tres últimas décadas, dice:

¿Por qué crece poco la productividad? Sin duda tenemos un enorme problema en la formación de capital humano ¿Qué quiere decir esto? Educación. De ahí la importancia de la reforma educativa, con la cual inició esta administración, y es el primer producto relevante, trascendente, del Pacto por México. Una reforma que a lo que apunta es elevar la calidad de la educación en México. [...] En segundo lugar [...] una de las causas importantes por las cuales la productividad en la economía mexicana es baja, es la rigidez y las ineficiencias en el mercado laboral. De ahí la importancia de la reforma laboral que fue ya aprobada por el Congreso de la Unión en el primer periodo ordinario de sesiones en esta Legislatura. [...] México tiene un enorme problema de competencia [...] Y la competencia nos cuesta de varias formas [...] también nos cuesta en materia de innovación y de productividad, porque sin duda es la competencia lo que incentiva a las empresas a invertir, a innovar, a volverse más productivas [...]

⁹ El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) comparte la misma visión para América Latina en conjunto (véase Pagés, 2010).

Para eso es tan importante la reforma que fue ya aprobada en la Cámara de Diputados, emanada del Pacto por México, en materia de competencia económica y telecomunicaciones. [...] Si algo ha dañado la productividad en la economía mexicana, es el hecho de que según las estadísticas más recientes, más de la mitad de la fuerza de trabajo está en la informalidad. En la informalidad no se invierte en tecnología, no se invierte en capital humano, no hay capacitación, y por lo tanto la productividad promedio en el sector informal es apenas un tercio de la productividad en el sector formal [...] hoy tenemos una estructura de gasto que promueve la informalidad. [...] Esto lo tenemos que cambiar, los programas sociales tienen que cambiar su orientación para convertirse en inductores de la formalidad [...] ¹⁰.

Hasta el momento, los resultados de las reformas implementadas han sido decepcionantes, por decir lo menos. Como se revisó en la sección anterior, lejos de acelerar su crecimiento, la economía mexicana ha permanecido debajo de la tendencia que precedió a la crisis de 2008-2009 y su tasa de crecimiento ha sido menor que entre 1990 y 2007, especialmente después de 2012. Como se mencionó anteriormente (véase Ros, 2013), estos resultados desalentadores no deberían causar sorpresa. La primera razón está relacionada con la experiencia de la primera ola de reformas de mercado en la década de 1980 y la de 1990. Las reformas de dicho paquete —apertura del comercio, liberalización de las cuentas de capital y financiera, y privatización de empresas públicas— fueron profundas. Si no lograron mejorar el desempeño del crecimiento económico, no es muy convincente sostener que se necesita más de lo mismo. Algunas de estas reformas —en particular la liberalización del comercio— lograron su cometido al incrementar por una sola vez la productividad del sector de bienes comerciables de la economía.

¹⁰ Discurso en la VIII Cumbre Financiera Mexicana del 9 de abril de 2013. En: [http://www.shcp.gob.mx/SALAPRENSA/doc_discurso_funcionarios/secretario SHCP/2013/lvc_cumbre_financiera_latinfiance_09042013.pdf](http://www.shcp.gob.mx/SALAPRENSA/doc_discurso_funcionarios/secretario_SHCP/2013/lvc_cumbre_financiera_latinfiance_09042013.pdf)

Lo que no lograron —y fue un error pensar que si podían lograrlo— fue incrementar el potencial de crecimiento de la economía. Por lo tanto, incluso si la mejora de la eficiencia en la reasignación de recursos hubiese sido satisfactoria, la realización de la agenda actual de reformas microeconómicas puede contribuir muy poco al incremento del crecimiento económico a largo plazo. Esto se debe a que existe una diferencia fundamental entre la mejora de la eficiencia y la aceleración del crecimiento. Lo que es favorable en un caso, no necesariamente lo es en el otro.

La segunda razón es que el diagnóstico de las razones de la falta de crecimiento de la productividad —sin importar si los culpables son los incentivos a la informalidad, la rigidez del mercado laboral, la falta de competencia, la escasez de capital humano o fallas institucionales que evitan la eliminación de estas distorsiones— es muy débil y omite el punto principal: que la productividad no crece a largo plazo como resultado, más que como causa, del lento crecimiento económico, que a su vez se debe fundamentalmente a la baja tasa de acumulación de capital físico.

En tercer lugar, el diagnóstico convencional se basa en la noción de que la política macroeconómica puede solamente contribuir al crecimiento mediante el control de la inflación, de manera que al haber alcanzado la estabilidad macroeconómica —estrictamente definida como inflación estable y lenta—, solo queda una agenda de reformas microeconómicas para acelerar el crecimiento. En la sección final, se propone una reforma de políticas macroeconómicas (políticas fiscal, monetaria y cambiaria) como condición para restaurar una tasa más alta de expansión económica¹¹.

¹¹ No se pretende aquí negar los importantes beneficios sociales de las reformas en la educación, el mercado laboral, la competencia económica, o la superación de las fallas institucionales. ¿Quién se puede oponer a mejorar la calidad de la educación o fortalecer el estado de derecho? El argumento que se propone es simplemente que estas reformas, sin importar cuán importantes son, no merecen el lugar principal que se les ha dado en la agenda necesaria para recuperar un proceso de crecimiento más dinámico.

EL RECIENTE COLAPSO DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO, LA APRECIACIÓN DEL DÓLAR Y EL AJUSTE FISCAL: LOS ENIGMAS Y LAS LECCIONES DE 2015

El año 2015 registró un deterioro del entorno externo de la economía mexicana, marcado por el colapso del precio internacional del petróleo, la reducción del ingreso de capitales y la desaceleración de la actividad industrial de los Estados Unidos. El petróleo continúa siendo, aunque mucho menos que en el pasado, un producto de exportación importante y, aún más crucial, —desde que la economía dejó de ser un exportador neto de petróleo y derivados del petróleo— es el efecto negativo de la reducción del ingreso del petróleo en las finanzas públicas, ya que el petróleo es un recurso muy importante de ingresos para el gobierno —aproximadamente un tercio, antes de su reciente caída—. La reducción de los ingresos por exportación de petróleo -2,5 puntos porcentuales del PIB (ver tabla 5) fue suavizada por la cobertura (*hedging*) del petróleo en 2015 y la depreciación del tipo de cambio. El efecto en las finanzas públicas fue compensado por un incremento en los ingresos no petroleros, principalmente de los ingresos fiscales, que reflejan el impacto persistente de la reforma fiscal de 2013 en la recaudación de impuestos y el incremento del impuesto especial sobre la gasolina, que resultó del hecho de que el gobierno mantuvo el precio interno de la gasolina, aunque su precio de importación cayó drásticamente. El ajuste de las finanzas públicas, que evitó que el déficit fiscal se incrementara más de 0,3% del PIB (tabla 5), fue completado por el lado del gasto por una drástica reducción de la inversión pública, aunque no del gasto corriente, ya que el gasto primario total se incrementó 0,5 puntos porcentuales del PIB. Para 2016 —con una reforma fiscal congelada por el «pacto tributario» establecido entre el gobierno y el sector privado después de la reforma de 2013, la desaparición del efecto del *hedging* del petróleo en 2015¹²

¹² La cobertura continuó en 2016 (a US\$ 49 por barril de petróleo), pero sus efectos serán menores que en 2015.

y la persistencia de bajos precios internacionales del petróleo— el ajuste fiscal dependió en gran medida de los recortes del gasto público, especialmente del gasto en la inversión pública, como ya se anunció en febrero de 2016. Cabe destacar que, sin la reforma fiscal de 2013, las finanzas del gobierno habrían sido más frágiles ante los actuales choques petroleros.

Tabla 5. Finanzas públicas (% del PIB)

	2014	2015
Gastos	26,2	27,0
Gasto primario	24,2	24,7
Costo financiero	2,0	2,2
Ingresos	23,1	23,5
Petroleros	7,1	4,6
No petroleros	16,0	18,9
Ingresos tributarios	10,5	1,0
Otros 1/	5,5	5,9
Saldo	-3,2	-3,5

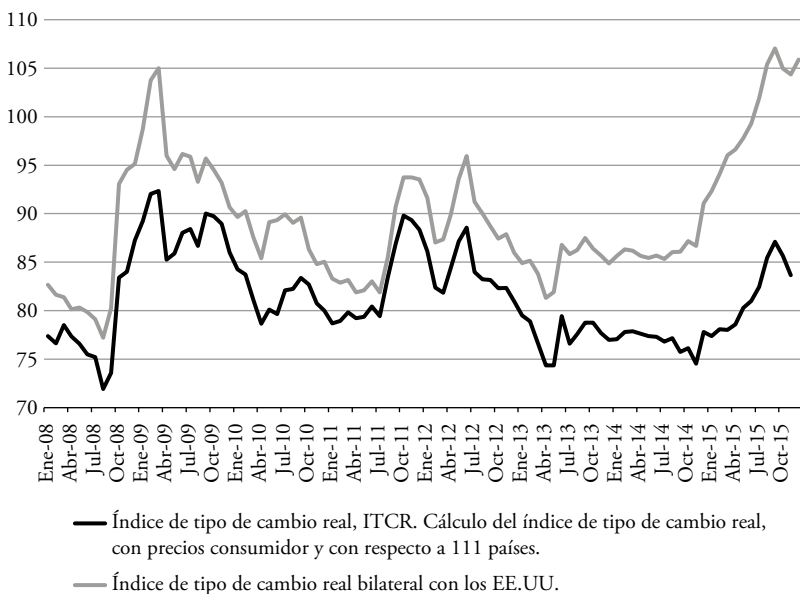
1/ Incluye ingresos no tributarios y aquellos de organismos sujetos a control presupuestal directo.

Fuente: Inegi y Banco de Información Económica.

Otro componente importante de la situación económica de 2015 es la depreciación del peso que impulsó el tipo de cambio real al alza, tanto el bilateral con el dólar de los Estados Unidos como el multilateral con respecto a 111 países (véase gráfico 4). Cabe destacar que, aunque el tipo de cambio real bilateral se depreció muy significativamente en 2015, alcanzando niveles similares a los de 2009, el tipo de cambio real multilateral no se incrementó tanto —nótese cómo la brecha entre los dos tipos de cambio que aparecen en el gráfico 4 se amplió después de setiembre 2014—. Por supuesto, esto es una consecuencia de que la depreciación del peso es solo parte de un fenómeno más general de apreciación del dólar frente al resto de las monedas del mundo. En estas condiciones, la competitividad de la economía mexicana no

se fortalece igual que si la depreciación del peso se hubiese producido no solo frente al dólar de los Estados Unidos sino también frente a las monedas de otros socios comerciales de México, algunos de los cuales, a su vez, compiten con México en el mercado estadounidense. Se retomará este tema en el análisis de los efectos de la depreciación del tipo de cambio.

Gráfico 4. Tasas de cambio reales bilaterales y multilaterales de 2008-2015 (índice 1990=100)



Fuente: Banco de México.

Las presiones sobre el tipo de cambio provinieron de la cuenta capital de la balanza de pagos —la desaceleración del ingreso de capital extranjero y los incrementos en la salida de capital nacional— y el deterioro de la balanza comercial de petróleo que resultó de la evolución del precio de la mezcla mexicana de petróleo y el incremento de las importaciones

de derivados del petróleo¹³. La caída de la balanza comercial de petróleo condujo a un agudo deterioro de la balanza comercial de bienes en su conjunto, cuyo déficit se incrementó de 2,6 a 14,4 mil millones de dólares entre 2014 y 2015, y que solo fue compensado —muy parcialmente— por la mejora, en aproximadamente 3 mil millones de dólares, de la balanza comercial de servicios (ver tabla 6). En consecuencia, el saldo en cuenta corriente cayó en 7,6 mil millones de dólares.

La desaceleración del flujo neto de capital, parcialmente determinado por el deterioro del saldo en cuenta corriente y las expectativas de la depreciación del peso (ver anterior nota al pie), involucró una aguda reducción de las inversiones extranjeras en cartera (18,5 mil millones de dólares) y un incremento en las salidas de capital nacional neto (ver el ítem «otras inversiones» en la tabla 6)¹⁴. Al mismo tiempo, las inversiones extranjeras directas continuaron a niveles relativamente altos —de alrededor de 20 mil millones de dólares— y ligeramente más altos que en 2014. En general, estas tendencias llevaron a una fuerte reducción del superávit de la cuenta de capital, de 58 mil millones a menos de 34 mil millones de dólares, y pérdida de reservas internacionales a largo de 2015.

¹³ La presión sobre el tipo de cambio por la caída del precio internacional del petróleo no opera mediante una caída en la oferta de dólares, ya que Pemex no vende directamente dólares en el mercado de divisas. La presión opera mediante una mayor demanda de dólares en la medida en que un precio menor de petróleo y el deterioro de la balanza comercial del petróleo generan expectativas de una futura depreciación del peso. Esto vincula incidentalmente el comportamiento de la cuenta de capital de la balanza de pagos con el de la balanza comercial.

¹⁴ Además, hubo flujos negativos en errores y omisiones, probablemente vinculados a las salidas de capital nacional.

Tabla 6. Balanza de pagos (US\$ miles de millones) 2015

	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Balanza comercial (bienes)	-1,2	1,1	-1,7	-0,8	-2,2	-1,8	-6,5	-3,9
Balanza comercial (servicios)	-2,5	-3,3	-3,5	-3,0	-2,0	-2,2	-3,4	-1,9
Saldo en cuenta corriente	-8,0	-7,9	-3,1	-5,8	-8,9	-7,6	-8,2	-7,7
Saldo en cuenta de capital	11,8	25,6	-1,6	22,1	5,9	13,8	2,4	11,7
Inversión extranjera directa	7,0	4,2	-1,5	7,6	4,7	3,2	8,7	3,7
Inversión extranjera de cartera	11,0	22,9	4,2	8,3	8,4	10,6	1,0	7,9
Otras inversiones 1/	-6,1	-1,5	-4,3	6,2	-7,2	0,0	-7,4	0,1
Errores y omisiones	1,2	-11,4	6,8	-13,4	6,0	-9,4	-6,1	-7,6
Cambio en reservas		7,1	0,8	2,3	2,1	-3,5	-12,4	-4,4

1/ Incluye entradas y salidas registradas de capital nacional. Los flujos no registrados se incluyen en errores y omisiones.

Fuente: Inegi y Banco de Información Económica, balanza de pagos.

Los efectos expansivos de la depreciación real del peso

Tres fuerzas han influido en los resultados del crecimiento de 2015: (i) los efectos expansivos de la depreciación del tipo de cambio real, que intervienen principalmente en las exportaciones netas y la inversión privada; (ii) los efectos contractivos de la reducción persistente de la inversión pública y (iii) la desaceleración de la actividad industrial en los Estados Unidos. Los efectos contractivos de la caída de la inversión pública y el poco dinamismo del consumo público son evidentes. Tal como se muestra en la tabla 7, la inversión pública cayó una vez más en 2015 a una tasa de casi 7%, especialmente durante la segunda mitad del año cuando se contrajo a una tasa mayor a 10% y provocó que su porcentaje en el PIB alcanzara su menor nivel en muchas décadas. Los efectos expansivos de la depreciación son menos evidentes y, junto con el rol de la desaceleración industrial estadounidense, ameritan más atención.

**Tabla 7. Crecimiento del PIB, componentes y principales sectores.
Incrementos porcentuales respecto al mismo periodo del año anterior**

	2014	2015-1	2015-2	2015-3	2015-4P/	2015P/
Consumo privado	1,8	3,0	3,0	3,0	3,5	3,2
Consumo público	2,4	3,4	2,6	1,5	1,8	2,3
Inversión privada	4,9	7,4	7,0	7,6	3,5	6,3
Inversión pública	-4,7	-2,8	-1,1	-10,5	-11,4	-6,8
Exportaciones	7,0	12,3	9,3	10,0	5,1	9,0
Importaciones	6,0	6,7	5,4	6,2	2,2	5,0
PIB	2,3	2,5	2,3	2,8	2,5	2,5
Agricultura	4,3	2,9	2,8	4,0	2,9	3,1
Petróleo y minería	-1,5	-5,3	-7,9	-5,6	-4,1	-5,8
Manufacturas	3,9	3,8	2,7	3,0	1,4	2,9
Construcción	2,0	4,6	3,0	3,3	-0,5	2,5
Electricidad, gas y agua	8,2	5,7	2,3	3,7	3,6	3,8
Comercio y servicios	1,9	2,9	3,2	3,4	3,7	3,3

P/ Preliminar

Las tasas de crecimiento se basan en las series originales de los componentes del PIB y en las series desestacionalizadas para los sectores económicos.

Fuente: Inegi (cuentas nacionales).

La sabiduría convencional asegura que, en la evolución de las exportaciones no petroleras, los efectos negativos de la desaceleración industrial de los Estados Unidos han predominado sobre los efectos positivos de la depreciación real del peso (ver, por ejemplo, los informes trimestrales del Banco de México para el tercer y cuarto trimestre de 2015). Esta aseveración, repetida a lo largo de 2015, se fundamenta en la información sobre el valor en dólares corrientes de las exportaciones de bienes que muestra que las exportaciones cayeron 4,1% en 2015 como resultado de la caída en un 45% del valor de las exportaciones de petróleo y el estancamiento de las exportaciones manufactureras (ver tabla 8).

Tabla 8. Exportaciones de bienes
(US\$ miles de millones)

	2014	2015	Cambio2015-2014	Cambio porcentual
Total	397,13	380,77	-16,36	-4,1
Petroleras	42,59	23,43	-19,15	-45,0
No petroleras	354,54	357,34	2,80	0,8
Manufactureras	337,30	339,98	2,68	0,8
Otras no petroleras	17,25	17,36	0,12	0,7

Fuente: Inegi.

En realidad, como se verá ahora, el panorama completo es muy diferente. En primer lugar, es absolutamente cierto que la apreciación del dólar estadounidense tuvo efectos negativos en la producción manufacturera estadounidense y esto afecta directamente a las exportaciones mexicanas. Las exportaciones estadounidenses se han desacelerado fuertemente, frente a la apreciación generalizada del dólar y la disminución de la actividad económica global, y esto ha ocasionado una notable reducción de sus importaciones de bienes intermedios que forman parte de las cadenas de producción que comparten con México. Es algo paradójico que México, a pesar de una fuerte depreciación del peso frente al dólar estadounidense, sea parte de una zona económica, América del Norte, que se ha apreciado frente al resto de mundo, debilitando así a las exportaciones de la zona. Esto se refleja en el hecho de que, aunque México no ha perdido su participación en el mercado estadounidense, el valor en dólares corrientes de sus exportaciones hacia el resto del mundo ha caído a lo largo de 2015 (ver Banco de México, 2015, p. 29). Esto puede ser una consecuencia de la apreciación real del peso frente a monedas de países no miembros —que se refleja en la menor depreciación de su tipo de cambio real multilateral comparada con el tipo de cambio real bilateral—, aunque quizás también puede ser resultado de la apreciación del dólar frente a otras monedas fuertes

que tienden a reducir el valor en dólares de las exportaciones mexicanas incluso cuando su valor en aquellas monedas permanece constante.

Sin embargo, todo lo antedicho no ha impedido una respuesta muy dinámica del volumen de exportaciones manufactureras y un auténtico auge de exportaciones de servicios asociadas al turismo, sin los que la desaceleración industrial en Estados Unidos y los ajustes a las finanzas públicas mexicanas podrían haber puesto a la economía en recesión. Como se muestra en la tabla 9, la explicación de la presunta falta de respuesta de las exportaciones manufactureras es que la depreciación redujo el precio en dólares de las manufacturas exportadas —nótese que el deflactor implícito aumenta un poco más de 10%, bastante menos que la depreciación nominal del peso de 20%—. Pero precisamente por esa razón el volumen de exportaciones manufactureras se incrementó en una tasa de 8% debido a la respuesta positiva y dinámica de la demanda por manufacturas mexicanas¹⁵. Este incremento en el volumen a su vez contribuyó al crecimiento de la producción y del empleo en industrias orientadas a la exportación como se verá más adelante.

¹⁵ Cabe destacar que los efectos de la depreciación en la situación actual difieren de los que predominaron en episodios previos: en lugar de que las exportaciones aumenten como resultado de un ajuste de la oferta de exportación —con precios en dólares determinados exógenamente en los mercados internacionales—, en la situación actual el ajuste ha venido del lado de la demanda, pues el precio de las exportaciones mexicanas cayó respecto al de nuestros competidores en los mercados externos. Esto explica a qué se debió el estancamiento de exportaciones en dólares corrientes: el fuerte incremento en el volumen fue compensado por una caída en los precios en dólares de aproximadamente la misma magnitud. Una explicación posible de la caída de los precios de las exportaciones manufactureras es que la economía mexicana, como exportadora de manufacturas, está dejando de ser una «economía pequeña y abierta» que toma como dados los precios en moneda extranjera a los que se vende en el exterior. Sin embargo, puede haber otros factores: la apreciación del dólar frente a monedas de terceros países en cuyos mercados la industria mexicana vende a los precios cotizados en dichas monedas, y la competencia de terceros países en el mercado estadounidense cuyas exportaciones en este mercado cayeron debido a la apreciación del dólar.

Tabla 9. Exportaciones a precios constantes y deflatores implícitos. Cambios porcentuales anuales. Tasa de crecimiento de las exportaciones (%)

	2014	2015	Deflactor implícito. Cambio anual (%)
			2015
Total	7,0	9,0	5,5
Bienes	7,1	8,2	5,7
Petróleo	-4,1	3,0	-40,1
No petroleras	7,4	8,7	10,0
Manufacturas	8,6	8,0	10,8
Otras no petroleras	3,4	24,4	-3,8
Servicios	3,9	23,6	1,4

Fuente: Inegi (oferta y utilización trimestral).

Al concentrar su atención en los valores corrientes y el comercio de mercancías, la sabiduría convencional también ha pasado por alto el crecimiento extraordinario de las exportaciones de servicios (a una tasa de 24%). En este caso, la depreciación en su conjunto se tradujo en un fuerte incremento de la demanda de servicios vinculados al turismo, sin afectar significativamente el precio en pesos de estas exportaciones (ver el pequeño incremento del deflactor implícito en la tabla 9) como es de esperar en un sector que compite en el mercado interno con servicios no comerciables. En consecuencia, las exportaciones totales de bienes y servicios a precios constantes crecieron a una tasa de 9% en 2015 (ver tabla 9) y las exportaciones no petroleras (incluyendo servicios) a una tasa incluso mayor (9,5%). Asimismo, es significativo que la diferencia entre el crecimiento de exportaciones e importaciones en 2015 (9% y 5%, respectivamente) aumentara considerablemente respecto a 2014 (7% y 6%, respectivamente, ver tabla 7).

Otro importante efecto expansionista de la depreciación real es el impacto positivo en la inversión privada que, conjuntamente con las exportaciones no petroleras de bienes y servicios, fue el componente más dinámico de demanda agregada de 2015, acelerando su crecimiento

respecto a 2014. En los primeros tres trimestres de 2015, la inversión privada creció a tasas superiores al 7% y alcanzó una tasa superior al 6% en el conjunto del año —con una desaceleración en el cuarto trimestre del año, ver tabla 7—. La inversión en maquinaria y equipo, tanto nacional como importada, tuvo una evolución particularmente dinámica —con tasas de crecimiento cerca de 9% para todo el año en ambos casos—, que sugiere que la inversión creció rápidamente en sectores relacionados a bienes comerciables. Esta evolución tiende a confirmar la operación del «canal de desarrollo» del tipo de cambio real que opera a través de la rentabilidad de la acumulación de capital en los sectores de bienes comerciables (véase sobre el tema a Frenkel & Ros, 2006; y para una revisión reciente de literatura en el caso mexicano a Ibarra, 2016).

El mercado interno y el dinamismo del consumo privado

Una conclusión de la sección anterior es que la presunta falta de respuesta de las exportaciones manufactureras en 2015 a la depreciación real no es realmente un enigma. En todo caso, la pregunta es por qué, dado el buen desempeño de las exportaciones manufactureras, el crecimiento de la producción manufacturera, aunque mayor que el PIB total, resultó ser lento y desalentador (2,9% para todo el año, ver tabla 7). La explicación parece ser que el rápido crecimiento de las industrias orientadas a las exportaciones fue compensado en sus efectos sobre la manufactura en su conjunto por el pobre desempeño de las industrias orientadas al mercado interno. La tabla 10 presenta a las industrias manufactureras, clasificadas según su coeficiente de exportación, en dos grupos: actividades orientadas a la exportación con un coeficiente de exportación mayor a 30% y actividades orientadas al mercado interno con un coeficiente de exportación menor a 30%. Como se muestra en la tabla, hubo un desempeño del crecimiento altamente diferenciado durante el 2015: en promedio, el crecimiento en las industrias orientadas a la exportación (5%) fue mucho más elevado que el de las industrias orientadas al mercado interno (1,6%), variando entre tasas de 7% o más en varias actividades

orientadas a la exportación —equipo de transporte, confección y mobiliario— y tasas de crecimiento negativas en las industrias orientadas al mercado interno —químicos y derivados del petróleo y carbón, así como algunas pocas industrias de exportación como maquinaria, equipamiento y metales básicos—. El contraste en la evolución del empleo es igualmente notable: un crecimiento de 3,5% en las actividades de exportación y estancamiento en las orientadas al mercado interno.

Tabla 10. Crecimiento del PIB (%PIB) y empleo (%E) en industrias orientadas a las exportaciones y al mercado interno en 2015

Orientadas a las exportaciones	% PIB	%E	Orientadas al mercado interno	% PIB	%E
Promedio simple	5,0	3,5	Promedio simple	1,6	0,0
Computadoras y sistemas electrónicos (334)	6,9	4,9	Cuero	2,2	0,7
Maquinaria y equipo (333)	-0,6	4,7	Insumos textiles (313)	2,1	0,5
Equipos electrónicos (335)	6,0	3,6	Químicos (325)	-1,0	-2,6
Equipo de transporte (336)	7,0	6,6	Minerales no metálicos (327)	5,2	1,5
Otros (339)	3,9	3,8	Bebidas y tabaco (312)	5,9	2,7
Textiles (314)	10,1	3,2	Impresiones (323)	1,1	1,4
Productos metálicos (332)	5,8	2,7	Papel (322)	3,2	0,3
Confección (315)	7,3	-1,1	Derivados del petróleo y carbón (324)	-7,7	-3,9
Mobiliario (337)	7,9	4,7	Madera (321)	3,1	-2,4
Metales básicos (331)	-3,8	1,9	Procesamiento de alimentos (311)	1,6	1,8
Plástico y caucho (326)	4,7	3,8	-	-	-

Nota: las industrias orientadas a la exportación son aquellas con un coeficiente de producción para la exportación mayor a 30% y aquellas orientadas al mercado interno tienen un coeficiente de exportación menor a 30%. Este porcentaje es aproximadamente la mediana de la industria manufacturera. En ambos casos, el coeficiente de exportación se refiere al año 2014. Se presenta a las industrias en orden descendente según su coeficiente de exportación.

Fuente: Inegi (cuentas nacionales) y Encuesta Mensual de la Industria Manufacturera (2014).

Esto nos conduce a examinar la evolución del consumo privado. La sabiduría convencional también enfatiza que el dinamismo del consumo privado es uno de los acertijos de 2015. De hecho, el crecimiento del consumo privado fue solo ligeramente más alto que el crecimiento del PIB que, a su vez, fue simplemente mediocre. Sin embargo, es cierto que el consumo privado acelera su crecimiento respecto a 2014 en mayor medida que el crecimiento del PIB. Varios factores parecen explicar esta situación, entre ellos la disponibilidad y la expansión del crédito al consumo y un efecto expansivo *sui generis* de la depreciación del tipo de cambio: el gran incremento en el valor real de las remesas provenientes de familiares en el extranjero. De hecho, mientras que las remesas provenientes de familiares aumentaron en 4,8% en dólares corrientes en 2015, su valor real en pesos lo hizo en 21,8% debido a la depreciación del tipo de cambio y el comportamiento de los precios al consumidor en México (véase sobre el tema a Cervantes & Sánchez, 2016). Aunque tuvo un pequeño efecto en el consumo total, el impacto es, no obstante, significativo —entre una y dos décimas de un punto porcentual adicional al incremento en el consumo privado total—.

El impacto del comportamiento de los salarios reales en la aceleración del consumo privado es menos claro. A juzgar por la evolución de los salarios contractuales, el impacto de la desaceleración de la inflación en las remuneraciones reales y, a través de este medio, en el consumo privado, no es muy significativo. Como se muestra en la tabla 1, el incremento en los salarios contractuales reales fue solo 0,3% en 2015 e idéntico al de 2014. Por otra parte, la información proporcionada por la ENOE muestra un panorama un poco diferente. El incremento en las remuneraciones reales por hora de trabajadores asalariados fue de 0,7% en 2015 —el primer incremento desde 2007 registrado por la encuesta— y, aunque fue más alto que el de los salarios contractuales que aparecen en la tabla 1, no cambia las conclusiones de manera muy significativa. Sin embargo, según la encuesta, las remuneraciones reales por hora de los trabajadores por cuenta propia aumentaron en 3,5%,

lo que contribuyó, junto con el incremento en la población empleada, a un aumento de 4,0% del total del ingreso laboral real —masa salarial más los ingresos de los trabajadores por cuenta propia—. Este incremento contrasta con la reducción del ingreso laboral real en 3,7% en 2014 y sugiere que el contraste en la evolución del consumo privado con respecto del PIB en 2014 y 2015 ciertamente puede estar relacionado con la evolución heterogénea de los ingresos laborales reales en esos dos años. Más allá de las discrepancias entre las fuentes, y como se mencionó anteriormente, el comportamiento del consumo privado con respecto al PIB no fue inusual en 2015 como se afirma con frecuencia; en todo caso fue solo inusual respecto a 2014. La economía está muy lejos de lograr un crecimiento basado en el mercado interno, como se muestra claramente en la tabla 10.

Depreciación e inflación

La depreciación real del peso es un elemento positivo en la situación actual. En primer lugar, tiende a compensar la caída en los ingresos del petróleo ya que aumenta el valor real en pesos de dichos ingresos, suavizando así la necesidad de realizar un ajuste fiscal. En segundo lugar, incluso más importante, la depreciación ha tenido un efecto expansivo en varios sectores de la economía, como se ha visto. Además, es particularmente positivo porque, a diferencia de episodios previos de depreciación, no ha dado como resultado una aceleración de la inflación: otra interrogante del 2015. De hecho, la tasa de inflación (2,1% al final del ejercicio) cayó en 2015 dos puntos porcentuales debajo de su nivel en 2014 y es la inflación más baja en varias décadas —el mínimo histórico desde que comenzó a estimarse el índice nacional de precios al consumidor; véase Banco de México, 2015b—. Asimismo, está debajo de la meta de inflación de 3% por primera vez desde que el Banco Central adoptó un régimen de metas de inflación a inicios de la década del 2000.

Varios factores contribuyeron a la desaceleración de inflación en medio de la depreciación del tipo de cambio. En primer lugar, existen circunstancias externas: las disminuciones constantes en los precios internacionales de productos alimenticios y materias primas y el hecho que algunos socios comerciales de México depreciaran sus monedas frente al dólar más que el peso mexicano. En consecuencia, el precio unitario de las importaciones pudo haber caído en varios casos. Además, se debe considerar la reducción de algunos precios de bienes no comerciables como la caída de las tarifas de electricidad —por las reducciones del precio en los principales insumos utilizados para producir electricidad en México, como el petróleo y gas natural— y las tarifas de telefonía —asociadas a la reforma de las telecomunicaciones—. Estas reducciones de precio contrarrestaron los efectos del incremento de los precios de los bienes comerciables causados por la depreciación. El efecto de traspaso del tipo de cambio en los precios de bienes comerciables también tendió a caer, como ya se mencionó anteriormente. Otros factores internos importantes en la desaceleración de inflación son la persistencia de la subutilización de capacidad y recursos en los mercados de bienes y de trabajo junto con la baja tasa de inflación y el anclaje de expectativas inflacionarias en torno a las metas de inflación del Banco Central que han dado como consecuencia un menor grado de traspaso de las variaciones del tipo de cambio a los precios de bienes comerciables y no comerciables.

Una implicación de la reducción y bajo grado actual del traspaso de las fluctuaciones cambiarias al nivel de precios es que el «miedo a depreciar» que ha caracterizado a la política monetaria está hoy menos justificado aún que en el pasado. Esta lección no parece haber sido asimilada por la política monetaria: en febrero de 2016, el Banco Central decidió aumentar la tasa de interés de política en 50 puntos base en un contexto en donde por primera vez la tasa de inflación había caído debajo de la meta de 3%, como ocurrió en 2015.

CONCLUSIONES, PERSPECTIVAS E IMPLICACIONES DE POLÍTICA

No parece exagerado decir que sin la depreciación del tipo de cambio real la economía habría caído en recesión en 2015. Los componentes más dinámicos de la demanda agregada, las exportaciones y la inversión privada, registraron tasas de crecimiento muy por encima del PIB (9% y 6,3%, respectivamente; frente a 2,5% en el caso del PIB). Este dinamismo, como se sostuvo en la sección anterior, está íntimamente vinculado a la depreciación del tipo de cambio. Al mismo tiempo, no parece exagerado decir que sin la fuerte reducción de la inversión pública y la lentitud del consumo público —los componentes menos dinámicos de la demanda agregada—, el crecimiento de la economía pudo haber sido significativamente mayor que el registrado. Por lo tanto, las perspectivas a corto y mediano plazo de la economía dependen crucialmente de lo que le ocurre al tipo de cambio real y al gasto público, así como de la evolución del entorno externo.

Desde esta perspectiva, el intento de la política monetaria y cambiaria por revertir la depreciación del peso y el ajuste de las finanzas públicas a través de recortes de gasto, en lugar de incrementos en los ingresos públicos, no augura nada bueno para el crecimiento en 2016. La posición actual de política macroeconómica adolece de al menos tres fallas. La primera es no aceptar que la flotación cambiaria es el único estabilizador automático que la economía tiene hoy y como tal se le debería dejar funcionar plenamente, especialmente cuando la política fiscal ha adoptado una posición contractiva frente a la caída de los ingresos del petróleo. La segunda es que se están haciendo pocos esfuerzos para fortalecer los ingresos públicos en un país cuya carga tributaria (aproximadamente 12% del PIB) es una de las más bajas de América Latina y similar a las de Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia o Suecia a inicios del siglo XX, cuando el gobierno se limitaba a preservar el orden público (ver información más detallada en Ros, 2015b). La tercera es que, lejos de funcionar de manera coordinada,

las políticas fiscales y monetarias parecen estar fundamentadas en diagnósticos opuestos. Si el choque negativo a los ingresos provenientes de la exportación de petróleo es permanente, como parece ser la premisa de la política fiscal y el ajuste al gasto público, ¿por qué la política monetaria y cambiaria está actuando como si el choque fuese temporal, intentando revertir la depreciación del peso?

Si el tipo de cambio real continúa en el nivel alcanzado a inicios de 2016, sus efectos positivos rezagados en las exportaciones netas y la inversión privada se sentirán más plenamente. Sin embargo, los efectos de la depreciación en las exportaciones netas no petroleras, el turismo y el valor real de las remesas familiares son en gran medida por una sola vez, de manera que, en ausencia de depreciaciones adicionales, el efecto expansivo vía demanda del tipo de cambio en estos rubros gradualmente desaparecerá. Por ello, el efecto estratégico para la recuperación económica y el crecimiento a mediano y largo plazo es el que resulte de un «nivel» alto del tipo de cambio real en la formación de capital físico y la capacidad productiva, al que nos referimos anteriormente como el canal de «desarrollo» o «rentabilidad» del tipo de cambio real.

Respecto a las finanzas públicas, el efecto de los factores compensatorios durante el 2015 desapareció en gran medida en el 2016 y los efectos de los bajos precios internacionales del petróleo se sentirán más completamente en los ingresos públicos. Ante la ausencia de factores compensatorios y de un incremento en los ingresos públicos, la contracción de los ingresos del petróleo conduce a un ajuste fiscal adicional que repercute en el gasto en inversión pública. Este proceso, el ajuste de las finanzas públicas a través recortes de inversión ante la ausencia de mayores ingresos públicos, no es solo negativo para el crecimiento, si no que puede ser contraproducente para el futuro rumbo de la deuda pública. Con amplias oportunidades de inversión pública —derivadas de la insuficiente inversión en décadas recientes, con tasas de retorno muy por encima de la tasa de interés de la deuda pública— un menor nivel de inversión pública puede implicar un mayor nivel de

deuda pública como porcentaje del PIB a largo plazo. En contraste, un nivel más alto de inversión pública, que conduce a un crecimiento más acelerado del PIB (5%), no pone en peligro la sostenibilidad de la política fiscal, incluso en un contexto de déficits fiscales similares a los del pasado reciente —del 3% al 4% del PIB, medido por los requerimientos financieros del sector público—, ya que no implica un incremento continuo de la deuda pública como porcentaje del PIB (ver al respecto Cantú, Ramones & Villarreal, 2016). De hecho, ante la presencia de déficits moderados y menores (de 2% del PIB), una tasa anual de 5% del crecimiento económico conduciría a una reducción gradual del coeficiente de deuda.

En conclusión, los componentes necesarios para recuperar una trayectoria de crecimiento más acelerada en el mediano y largo plazo están disponibles. Como se explica en detalle en Ros (2015b), esto requiere cumplir con dos condiciones. La primera es la recuperación de las políticas macroeconómicas, cuyas tareas han sido relegadas a mantener una inflación baja, como instrumentos de política de crecimiento, especialmente mediante la recuperación de la inversión pública en infraestructura y la conservación de un tipo de cambio real competitivo. La segunda es la reorientación de la política económica hacia un ataque simultáneo contra el estancamiento y la desigualdad, dándole prioridad a inversiones en infraestructura en las regiones menos desarrolladas; la implementación de una reforma fiscal redistributiva para relajar restricciones fiscales actuales y promover el bienestar de los segmentos más pobres de la población; y una recuperación de los salarios reales, empezando con el salario mínimo que, en su nivel actual de alrededor de cuatro dólares por día, es probablemente el más bajo del hemisferio occidental.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias, Javier, Oliver Azuara, Pedro Bernal, James Heckman & Cajeme Villarreal (2010). *Policies to promote growth and economic efficiency in Mexico. Discussion paper No. 4740*. Bonn: Institute for the Study of Labor - IZA.
- Banco de México (2015a). *Informe trimestral. Julio - setiembre de 2015*. México D.F.: Banco de México.
- Banco de México (2015b). *Informe trimestral. Octubre - diciembre de 2015*. México D.F.: Banco de México.
- Blanchflower, David & Andrew Levin (2015). *Labor market slack and monetary policy. Working paper No. 21094*. Cambridge: National Bureau of Economic Research – NBER.
- Cantú, Ricardo, Fernando Ramones & Héctor Villarreal (2016). Por un sistema fiscal sostenible y con objetivos. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 259-281.
- Chiquiar, Daniel & Manuel Ramos Francia (2009). *Competitividad y crecimiento en la economía mexicana. Documentos de investigación No. 2009-11*. México D.F.: Banco de México.
- Cervantes, Jesús & Cindy Sánchez (2016). *Evolución reciente del ingreso de México por remesas y del empleo de los mexicanos inmigrantes en Estados Unidos*. México D.F.: Cemla-Foro de Remesas de América Latina y el Caribe.
- Dornbusch, Rudiger & Alejandro Werner (1994). Mexico: stabilization, reform and no growth. *Brookings papers on economic activity*, (1), 253-315.
- Elizondo, Carlos (2011). *Por eso estamos como estamos. La economía política de un crecimiento mediocre*. México D.F.: Debate.
- Frenkel, Roberto & Jaime Ros (2006). Unemployment and the real exchange rate in Latin America. *World Development*. 34(4), 631-646.
- García Alba, Pascual (2006). *La venganza de los no comerciables: competencia doméstica en México desde la adopción del TLCAN. Documento de trabajo EGAP 2006-12*. México D.F.: Tecnológico de Monterrey.
- Hernández Laos, Enrique (2016). Tendencias recientes del mercado laboral. 2005-2015. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 87-139.

- Ibarra, Carlos (2016). Tipo de cambio real y crecimiento: una revisión de la literatura. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 39-86.
- Levy, Santiago (2008). *Good intentions, bad outcomes: social policy, informality and economic growth in Mexico*. Washington D.C.: The Brookings Institute.
- Moreno-Brid, Juan, Esteban Pérez-Caldentey, Jamel Sandoval, & Ismael Valverde (2016). Inversión, cambio estructural y crecimiento. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 215-258.
- OCDE (2015). *Estudios económicos de la OCDE*. México D.F.: OCDE.
- Pagés, Carmen (ed.) (2010). *La era de la productividad. Cómo transformar las economías desde sus cimientos*. Washington D.C.: BID.
- Pérez Motta, Eduardo (2007). A commitment to markets is needed. *Financial Times*, 9 de mayo.
- Ros, Jaime (2013). *Algunas tesis equivocadas sobre el estancamiento económico de México*. México D.F.: Colegio de México-UNAM.
- Ros, Jaime (2015a). ¿Por qué cae la participación de las remuneraciones en el ingreso total en México? *Economía UNAM*, 12(36), 3-15.
- Ros, Jaime (2015b). ¿Cómo salir de la trampa del lento crecimiento y la alta desigualdad? México D.F.: Colegio de México-UNAM.
- Ros, Jaime (2016). La economía mexicana desde la crisis de 2008-2009 y las lecciones de 2015. *Revista de Economía Mexicana. Anuario UNAM*, (1), 5-38.
- Samaniego, Norma (2014). La participación del trabajo en el ingreso nacional: el regreso a un tema olvidado. *Economía UNAM*, 11(32), 39-86.