

WORKING Papers

Mexico,
¿un ex-emergente?



Economic
Research
Department
Nº 0301

penalización, conocida como prima de riesgo. México está aún considerando como un mercado emergente.

Durante los años 2000 y 2001 las tres principales agencias de calificación de riesgos, Moody's Standard & Poor's y Fitch IBCA concedieron a México la calificación de "grado de inversión" para la deuda soberana a largo plazo denominada en moneda extranjera. Los activos financieros calificados como "grado de inversión" se consideran de bajo nivel riesgo, es decir, son activos que llevan asociados una baja probabilidad de impago o de default. Con el cambio a "grado de inversión", México se convirtió en un país donde es posible invertir para una gama más amplia de inversores, en particular aseguradores y fondos mutuos norteamericanos,² reduciéndose así de facto la magnitud de potenciales choques de liquidez negativos. De hecho, el upgrade de México por parte de Moody's (el 7 de marzo 2000 y por S&P el 13 de marzo 2001) implicó tasas de intereses sobre la deuda pública menores, un riesgo país también más reducido y, por último, una tasas de retorno en los mercados más elevadas.

A este comportamiento, analizado por Kaminsky y Schmukler (2001), hay que añadir además un desacoplamiento de México con respecto a las demás economías emergentes latinoamericanas.³ Como subraya Rigobon (2002), México quedó prácticamente alejado de todo tipo de contagio procedente de la crisis argentina y turca a lo largo del 2001. De hecho, la correlación entre los activos mexicanos y los otros países de la región disminuyó de manera sensible.

Coeficientes de correlación entre el spread mexicano y el de otros países latinoamericanos (%)			
	2 años antes*	1 año antes*	1 año después*
Argentina	88.33	88.32	32.42
Brasil	95.34	91.13	66.26
Colombia	76.33	87.45	33.58
Venezuela	79.13	89.12	74.87
EMBI+	96.96	93.90	73.34

* Concesión del grado de inversión por parte de Moody's: 07/03/2000

Fuente: Roberto Rigobon (julio 2002)

Además, se puede considerar que México se ha convertido en una "economía refugio" dentro de Latinoamérica. Desde 2002, cuando la economía brasileña ha presentado episodios de inestabilidad financiera y política su spread soberano ha aumentado respecto del EMBI+, que es un spread agregado de países emergentes. Por el contrario, el spread mexicano se ha reducido respecto del EMBI+, poniendo de manifiesto que México ha servido de refugio frente a turbulencias en Latinoamérica (ver Gráfico 1).

Por otra parte, la revista *Institutional Investors* realiza cada 6 meses encuestas confidenciales a economistas y analistas de las principales corporaciones bancarias del mundo, sociedades de inversión y aseguradoras. En dichas encuestas se asigna una puntuación a cada país en función de su riesgo, que va del 0 (máximo riesgo) a 100 (mínimo riesgo). Finalmente, todas las respuestas se

²Para estas instituciones sólo es posible invertir, de acuerdo con sus estatutos, en activos con la categoría de grado de inversión.

³Sobre correlaciones para períodos anteriores, en particular 1997-1999, ver Kaminsky y Reinhart (2002), y para una perspectiva histórica más amplia, Mauro, Sussman y Yafeh (2002).

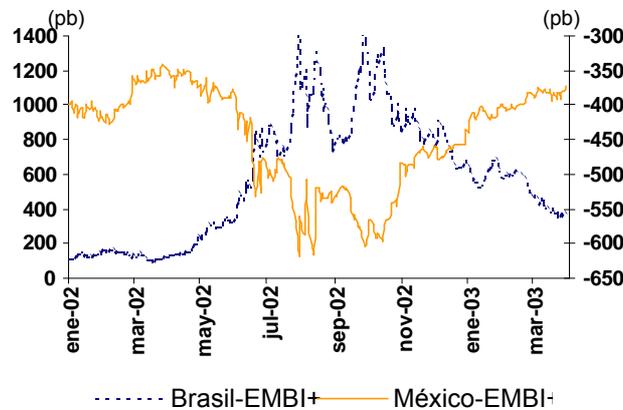


Figure 1: Evolución del spread soberano de Brasil y México frente al EMBI+. Fuente: JP Morgan y elaboración propia.

agregan y se publica el resultado en los números de marzo y de septiembre de cada año. En marzo de 2003 México obtenía 58.5 puntos y ocupaba el puesto 42 de un total de 150 países. En septiembre de 1998, la puntuación era de 45.4 y ocupaba el puesto 50 de 136 países. Esta evolución sugiere que los economistas que se dedican profesionalmente a evaluar riesgos detectan una mejoría notable en los fundamentales del país. A modo de ejemplo, Estados Unidos obtenía 93.3 puntos en marzo de 2003, frente a 91.2 en septiembre de 1998. Entre los países de Latinoamérica, sólo Chile (64.7) tiene una puntuación mejor que México (ver Gráfico 2).

Los mercados financieros han venido avalando el comportamiento de la economía mexicana desde 1998. Así, el spread soberano,⁴ también conocido como riesgo país, se ha reducido en más 440 puntos básicos (p.b.) desde la crisis rusa de 1998.⁵ Un menor spread soberano implica que los mercados financieros asignan una menor probabilidad de default al Estado mexicano. Usando la metodología empleada por Berg y Borensztein (2000), y asignado un valor residual a la deuda pública denominada en dólares del 25%, la probabilidad de impago de México habría pasado de un 8.2% en septiembre de 1998 a un 3.4% en abril de 2003.⁶

La última muestra de confianza en el país por parte de los inversores internacionales tiene que ver la banca. El sistema financiero mexicano es el más internacionalizado de Latinoamérica. Tras la adquisición de Grupo Financiero Bital por HSBC⁷, los grupos extranjeros controlan en 2002 73% del sistema.

⁴El spread se ha construido como la diferencia entre el rendimiento del bono global 2026 y el bono a 30 años emitido por el Tesoro de los Estados Unidos.

⁵Se compara el spread promedio de noviembre de 2002, frente al de septiembre de 1998.

⁶La deuda argentina está en default desde diciembre de 2001. El bono global 2008, que está considerado como el benchmark de la deuda argentina, tiene un valor residual promedio de 25.14% (periodo enero 2002 a septiembre 2002).

Por su parte, la deuda pública de Estados Unidos se asume sin riesgo, es decir, con una probabilidad de impago igual a cero.

⁷Ver informe de Salomon Smith Barney, "Equity Research. Latin American Banks", de 20 de diciembre de 2002.

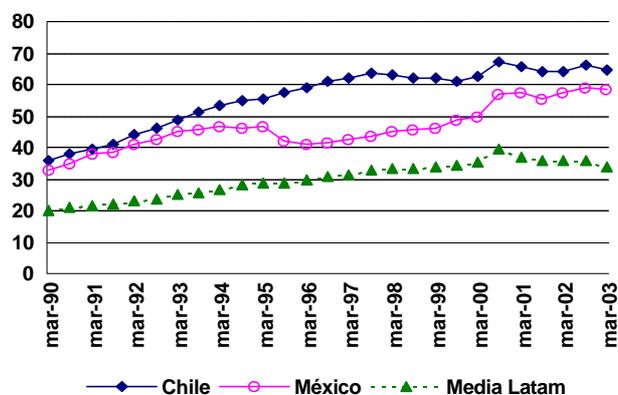


Figure 2: Calificación de Riesgo País. Fuente: Institutional Investors

Todos los hechos mencionados ponen de relieve que los agentes económicos consideran a México como un país solvente o “de bajo riesgo”. La pregunta que se pretende responder es si México ha dejado de ser una economía emergente. Dicho de otra manera, cuáles son los criterios que autorizan validar este cambio de percepción con respecto a la economía mexicana. Así, se pretende repasar los factores que hay detrás de la positiva visión sobre México que tienen los agentes financieros, los analistas del riesgo país y las agencias de calificación de riesgos. En resumen, esbozar un análisis de epistemología económica aplicado al salto de categoría de un mercado emergente, transformado en “investment grade” a principios de esta década.

Nuestra intención es revisar el comportamiento de aquellas variables relevantes para los actores antes mencionados. Pero no sólo es necesario revisar las variables económicas, sino que también es necesario centrarse en el panorama político. Precisamente, una definición posible de los mercados emergentes, es que existe una interacción entre los ciclos políticos y los ciclos económicos. En los mercados emergentes, las variables financieras (tasas de interés, tipos de cambio, spreads) tienen una sensibilidad mayor a los eventos políticos -incluso eventos regulares como son las elecciones- que en los países de industrializados.⁸ El motivo es que en el concepto de riesgo país pueden distinguirse dos elementos:

- 1) La capacidad de pago del país, que estaría relacionada la evolución de las variables económicas.
- 2) La voluntad de pago del país que estaría relacionada con la situación política.

No se pretende, por tanto, analizar la evolución del spread soberano mediante un modelo econométrico o intentar replicar las calificaciones de las agencias de rating o la puntuación de *Institutional Investors*. Como se menciona anteriormente, en este trabajo se intenta explicar razonadamente los motivos que han llevado a los agentes a calificar a México como país “de bajo riesgo”, y por lo tanto centrarse en la epistemología de los cambios en los mercados emergentes hacia la categoría de “investment grade”.

⁸ Ver los trabajos anteriores, Martínez y Santiso (2003).

Las secciones en las que se divide el artículo son las siguientes: el cambio en la estructura exportadora; una financiación del déficit del sector exterior más saneada; el cambio en la estructura productiva; una política fiscal sostenible; la búsqueda de la convergencia nominal y el fin de la sincronización del ciclo político con el ciclo económico. La última sección recoge las conclusiones del artículo.

2 El cambio en la estructura exportadora

La transformación mexicana en este campo ha sido espectacular en los últimos 15 años, siendo quizás la variables clave para explicar la caída en el riesgo-país mexicano.

Las crisis financieras en la mayoría de las economías emergentes están asociadas a crisis de liquidez de la balanza de pagos. Éstas tienen lugar cuando, en un momento del tiempo, el flujo de divisas que financia las importaciones, el servicio de la deuda y la acumulación de reservas se reduce significativamente. En ese momento, y para evitar el impago de la deuda externa, la economía se ajusta bruscamente. La siguiente expresión recoge la dinámica de la deuda externa y se corresponde con la de la Balanza de Pagos:

$$X_t + I_t + B_t = B_{t-1}(1 + r_t) + M_t + \Delta R_t$$

Por el lado de los ingresos de divisas, X_t serían las exportaciones de bienes y servicios⁹, I_t las inversiones extranjeras directas¹⁰ y B_t la deuda externa en el instante t . Por el lado de la salida de divisas se tiene que $B_{t-1}(1 + r_t)$ sería el servicio de la deuda externa (pago del principal e intereses), M_t las importaciones de bienes y servicios y ΔR_t el aumento de reservas internacionales. Por simplicidad, se asume que la deuda externa madura anualmente, es decir, cada año se paga principal e intereses.

Las crisis de liquidez de balanza pagos tienen lugar cuando se produce una súbita reducción de alguna de las fuentes de financiación ($X_t + I_t + B_t$). Cuando dicha crisis tiene lugar, debe producirse un ajuste vía: 1) una reducción en las importaciones, 2) una caída de las reservas internacionales o 3) unos menores pagos por deuda externa (moratoria de deuda o incluso default). En el ajuste el régimen cambiario juega un papel relevante. Si el tipo de cambio es fijo, la actividad económica se deprime para permitir el ajuste de las importaciones. Si el régimen cambiario es flexible, el tipo de cambio absorbe buena parte del ajuste.

México ha conseguido lo que se podría calificar como una gran transformación: no sólo aumentar el volumen de sus exportaciones, sino también, algo que es quizás más importante, conseguir reducir la volatilidad de los ingresos por exportaciones, operando una diversificación inédita en cuanto a los productos

⁹Se pueden incluir aquí otro tipo de entradas de divisas regulares, como por ejemplo las remesas de emigrantes.

¹⁰La inversión extranjera sería la suma de inversión directa y en cartera. La inversión en cartera sería la compra la deuda, tanto pública como privada, y la compra de acciones (siempre y cuando dicha adquisición no tenga como fin el control de la empresa, en cuyo caso sería inversión directa). Sin embargo, en este caso la compra de deuda, tanto pública como privada, se recoge en la variable B_t . En resumen, en este trabajo la variable I_t recoge sólo la inversión directa y la compra de acciones.

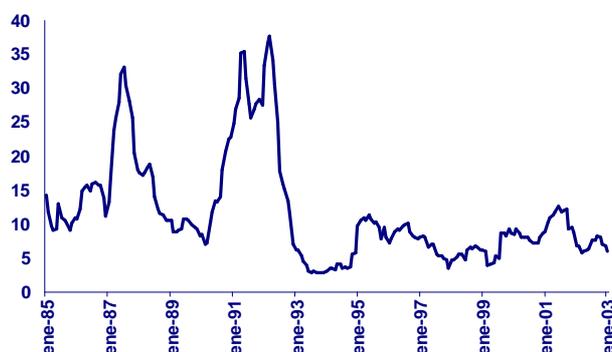


Figure 3: Volatilidad de los ingresos por exportaciones. Fuente: elaboración propia.

exportados. Una menor volatilidad implica que la economía dispone de un flujo regular y predecible de ingresos de divisas para financiar las importaciones y el servicio de la deuda. Así, la volatilidad de la tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes en dólares se ha reducido drásticamente desde 1994. En el periodo 1984-1993 dicha desviación típica era de 16.1, frente a 7.5 del periodo 1994-2002. Los motivos que hay detrás de la menor volatilidad son dos.

1. Las exportaciones de petróleo representaban en 1985 el 70% del total de las exportaciones. En el año 2002 habían caído hasta el 9%. El elevado peso del crudo en las exportaciones mexicanas era un factor generador de volatilidad, ya el precio del petróleo es muy volátil cuando se compara con los precios de los productos industriales (ver Gráfico 3).

2. Las exportaciones petroleras han sido sustituidas por exportaciones de productos manufacturados y no por otras materias primas. Se puede considerar a México como un país exportador de productos industriales, diferenciándose en este aspecto del resto de países latinoamericanos.

Aparte de la reducción en la volatilidad en los ingresos por exportaciones, México se ha convertido en una economía con mayor capacidad para competir en los mercados internacionales. Hay dos cambios relacionados con el sector exterior que avalan esta hipótesis.

1. México se ha convertido en una economía abierta. En general, las economías más abiertas están más expuestas a competencia internacional, por lo que un mayor grado de apertura señala una mayor capacidad de competir a escala mundial. El grado de apertura mexicano, medido como la suma de exportaciones e importaciones en términos reales sobre PIB, ha pasado del 28% del año 1994 al 48% del año 2002. Dicho proceso acelerado de internacionalización de la economía está, sin duda, positivamente influenciado por la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio (TLC) en 1994 (ver Gráfico 4).

2. Además, las exportaciones mexicanas han crecido a mayor ritmo que las del resto del mundo. En el año 1985 las exportaciones mexicanas representaban el 1.4% del total de exportaciones mundiales. En el año 2001, dicha ratio se

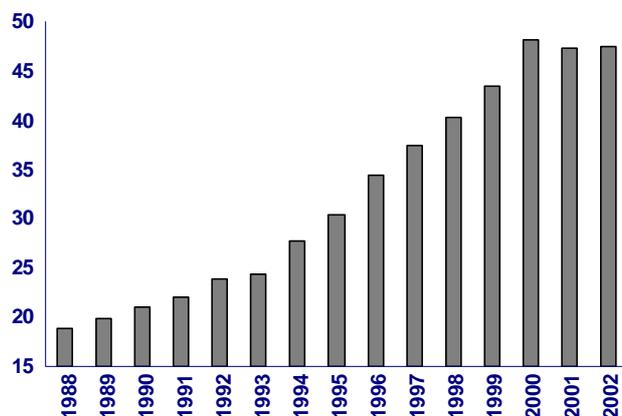


Figure 4: Grado de Apertura (exportaciones más importaciones sobre PIB). Fuente: INEGI.

sitúa en el 2.6% (ver Gráfico 5). Ello sugiere que la economía se ha hecho más competitiva, lo que le ha permitido ganar cuota de mercado.

Todos estos factores señalan que la probabilidad de que tenga lugar una crisis de balanza de pagos se ha reducido en los últimos años y, en particular, desde la entrada en vigor del TLC. Además de los efectos comerciales, el TLC también actuó como “ancla de credibilidad”, siendo percibido por los mercados financieros como un mecanismo de inhibición de “selección adversa” y eliminando un potencial problema de “inconsistencia temporal” con respecto al proceso reformador mexicano.¹¹

Como elemento de vulnerabilidad hay que destacar, sin embargo, la elevada concentración de las exportaciones en el mercado de Estados Unidos (EUA). En el año 2002, el 89% de las exportaciones mexicanas se dirigían a los EUA, frente al 61% del 1985.¹² La reciente firma de un tratado comercial con la Unión Europea pretende mitigar este problema. La apertura hacia Europa puede ser uno de los mayores canales de diversificación posibles para la economía mexicana.

¹¹Ver Tomz (agosto, 1997).

¹²Este hecho convierte México, en un sólido candidato a una unión monetaria con Estados Unidos (dolarización) si se sigue el punto de vista de la teoría económica de las “zonas monetarias óptimas”. Los principales trabajos realizados sobre este tema confirman ganancias substanciales en términos de aumento de intercambios comerciales y otros parámetros económicos. Véase, en particular, Alesina et al. (julio 2002), Spoloare y Wacziarg (septiembre 2002), Tenreyro (2002), Frankel y Rose (mayo 2002), Alesina y Barro (mayo 2002), Glick y Rose (junio 2002), Tenreyro y Barro (diciembre 2002). Los trabajos de Rose (2002 y 2000) y el de Frankel (2002) efectúan una evaluación comparativa del impacto de la adopción del dólar o del euro sobre el comercio y el PIB. Claro está que la adopción de una moneda no es sólo una decisión técnica sino también sumamente política, siendo este factor el que inhibe en México dicho cambio. Para un análisis de economía política sobre la dolarización, ver el trabajo de Jeffrey Frieden (2002).

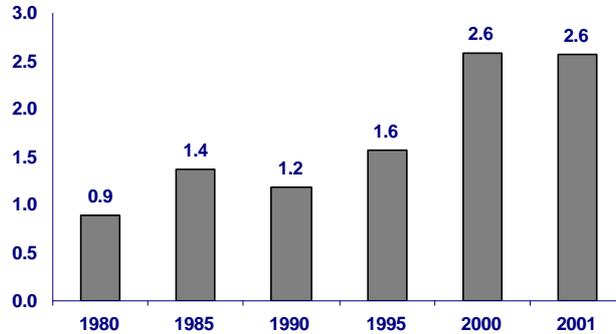


Figure 5: Exportaciones mexicanas (% exportaciones mundiales). Fuente: Organización Mundial de Comercio.

3 Una financiación exterior más saneada

Éste es un apartado vinculado al punto anterior, pero de naturaleza diferente. En esta sección se pretende poner de manifiesto que el déficit crónico de la cuenta corriente que presenta México desde 1996 no representa un problema, siempre y cuando, el tipo de financiación que éste reciba no se modifique sustancialmente.

La expresión anterior que recoge la dinámica de la deuda externa se puede escribir de la siguiente manera.

$$SE_t = I_t + \Delta B_t - \Delta R_t$$

Esta expresión señala que el déficit por cuenta corriente ($SE_t = M_t + r_t B_{t-1} - X_t$) estaría financiado por la inversión extranjera directa, el aumento de la deuda externa y la desacumulación de reservas internacionales.

El primer punto que hay que destacar que, conjuntamente que con la entrada en vigor del TCL, se produjo un aumento significativo de la inversión extranjera directa (IED). Las entradas de capital por IED se han mantenido estables desde 1994 alrededor del 2.5% del PIB, poniendo de relieve que México se ha convertido en un destino atractivo para la inversión extranjera. Las elevadas entradas de IED tienen dos efectos positivos sobre la economía.

1. La inversión extranjera directa es menos volátil que la inversión extranjera en cartera.¹³ Las inversiones en cartera aumentan en momentos de auge económico, pero abandonan el país en situaciones difíciles, es decir, se produce un proceso de desinversión. Por el contrario, la IED puede dejar de llegar en momentos de crisis, pero es mucho más difícil que se produzcan “sudden stops” de la IED o desinversiones masivas. Así, la volatilidad de la inversión extranjera directa desde 1990 es un 60% inferior a la de en cartera (ver Gráfico 6). Al igual que ocurre con la menor volatilidad de las exportaciones, la menor volatilidad de la inversión extranjera reduce la probabilidad de que tenga lugar una crisis de balanza de pagos.

¹³Ver los trabajos de Mognillansky (2002).

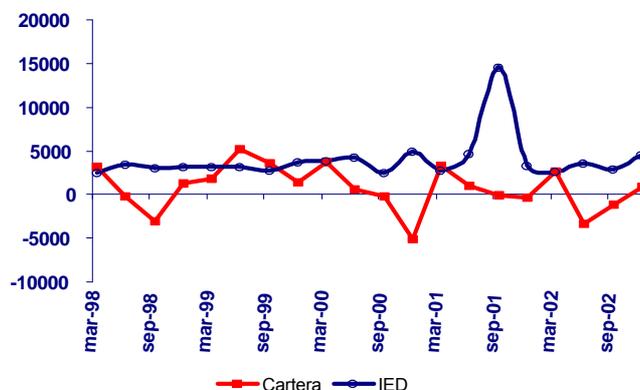


Figure 6: Inversión Directa Extranjera (IED) y flujos de cartera (miles de dólares). Fuente: INEGI

2. La IED ha financiado buena parte del déficit por cuenta corriente mexicano, lo que ha permitido crecer sin necesidad de acudir al endeudamiento externo. La deuda externa se sitúa en 2002 alrededor del 26% del PIB, frente al máximo (local) del 60% alcanzado en 1995 (ver Gráfico 7). Obviamente, el bajo nivel de deuda externa es un factor que se valora positivamente a la hora de medir el riesgo país.

La combinación de un déficit por cuenta corriente moderado, junto con la financiación de dicho déficit vía IED, favorece la caída de la percepción de riesgo por parte de los agentes económicos. Al contrario de lo que ocurre con las exportaciones, cuyo positivo cambio puede considerarse como irrevocable, la mencionada combinación puede cambiar. Un aumento significativo del déficit exterior, o una caída importante de la IED, llevaría asociada un aumento de la deuda externa y un deterioro del riesgo país.

Al igual que ocurre con las exportaciones, la dependencia mexicana respecto de la IED de origen estadounidense es elevada: por ejemplo, en 2002 el 72% del total del IED procedía de EUA. La evolución de la IED depende tanto de las condiciones del país receptor como del país emisor. Por ello, México es vulnerable frente a la evolución de Estados Unidos por una doble vía: la de las exportaciones y la de la financiación exterior. México debería buscar inversores alternativos. Aquí el acuerdo de libre comercio firmado con la UE aparece nuevamente como un elemento positivo en el medio plazo, impulsando un mayor interés por parte de las empresas europeas que tienden a concentrar sus inversiones en el Cono Sur del continente.¹⁴

Finalmente, es conveniente analizar si existen problemas de solvencia externa, es decir, si México tiene capacidad para pagar su deuda externa. Para ello, podemos calcular las condiciones de sostenibilidad de la deuda externa en el largo plazo.¹⁵ Se considera que la deuda externa sobre PIB es sostenible cuando

¹⁴Sobre la inversión europea en América Latina véase los trabajos reunidos en Inter-American Development Bank (2002).

¹⁵Si se quiere un mayor detalle en este punto véase Blázquez (2003).

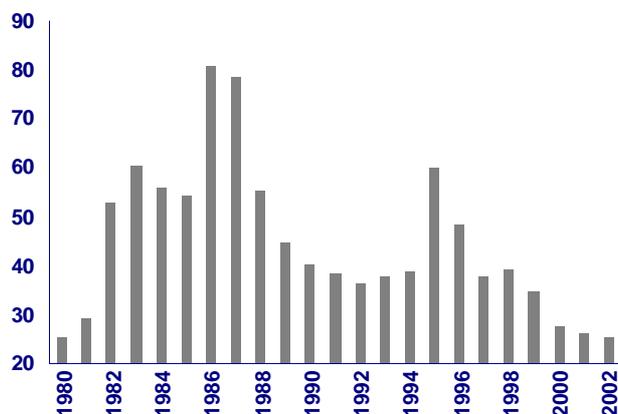


Figure 7: Deuda externa (%PIB). Fuente: International Institute of Finance

ésta permanece constante a lo largo del tiempo. Esta definición es equivalente a la de Blanchard (1990) para la deuda pública. El saldo de la balanza de bienes y servicios (excluyendo la carga de intereses) que verifica dicha condición sería:

$$\frac{X - M}{PIB} = \frac{r - g - \pi^*}{1 + g + \pi^*} \frac{B_0}{PIB_0} - \frac{I}{PIB}$$

Donde $\frac{X-M}{PIB}$ sería el superávit o déficit de la balanza de bienes y servicios¹⁶ sobre PIB a largo plazo que hace que la ratio de deuda externa sobre PIB se mantenga estable. Por otra parte, r sería la tasa de interés que paga la deuda externa, es decir, la tasa del bono norteamericano más el spread soberano,¹⁷ g sería la tasa de crecimiento real de esta economía y π^* sería la tasa de inflación de los precios internacionales expresados en dólares. Además $\frac{B_0}{PIB_0}$ sería la ratio inicial de deuda externa sobre PIB. Finalmente, $\frac{I}{PIB}$ representaría la entrada neta de inversión extranjera directa sobre PIB en largo plazo.

Usando los datos promedio de periodo 1996-2001 para las diferentes variables obtenemos que el crecimiento real mexicano ha sido 4.5%, la inflación internacional¹⁸ 1.9% y la tasa implícita de la deuda externa 8.1%. Las entradas netas de inversión extranjera sobre PIB sumaron en promedio un 2.9%. La deuda externa sobre PIB en 2001 fue 26%. Con estos datos la ratio de exportaciones netas de bienes y servicios sobre PIB que hacen la deuda externa sostenible a largo plazo sería de -2.5% (son importaciones netas). Las exportaciones netas sobre PIB en el mencionado periodo fueron 0.3%, lo que indicaría que no hay problemas de sostenibilidad de la deuda externa. De hecho, la senda es “implosiva” y la deuda externa, si no hay cambios sustanciales en los datos, debería

¹⁶ También se denominan exportaciones netas.

¹⁷ En general, la tasa de interés que pagan la mayoría de los países emergentes por su deuda externa es menor a que exigiría el mercado en cada instante de tiempo. Ello se debe a que los gobiernos suelen acudir a los “créditos blandos” que ofrecen los organismos multilaterales para financiarse. En México la deuda externa procedente de organismos multilaterales en 2001 estaba alrededor del 20%, según fuentes del *Institute of International Finance* (IIF).

¹⁸ La inflación internacional se ha medido como el aumento de los precios de las exportaciones de los países industrializados.

reducirse rápidamente. De hecho, si se realiza una proyección de la deuda con dichas variables, se obtiene que la deuda externa se hace cero en un periodo de 10 años. El bajo nivel de deuda externa, junto con la positiva evolución que se espera de dicha variable, es un factor que los agentes valoran positivamente en el momento de asignar un nivel de riesgo país a México.

Finalmente, destacar que México ha tenido un comportamiento muy favorable en una variable clave a la hora de medir el riesgo país: la ratio deuda externa sobre exportaciones. Dicha variable es una de las medidas de la capacidad de un país para honrar su deuda, ya que mide los ingresos en dólares frente a los pagos en la misma moneda. En el año 2001, y según los datos del Institute of International Finance, México tenía una ratio de 90, lo que implicaba ocupar el puesto 18 de un total de 51 economías emergentes (por ejemplo, Brasil tiene una ratio de 322 y ocupa el puesto 46). Pero, lo más llamativo es la mejoría en dicha ratio. En 1986 México tenía una ratio deuda externa sobre exportaciones de 369 y ocupaba el puesto 27 de un total de 36 economías emergentes.

4 El cambio en la estructura productiva

El cambio en la estructura exportadora mexicana ha venido acompañada de un cambio en la estructura productiva. México ha dejado de ser un país exportador de petróleo para convertirse en un país exportador de manufacturas. Dicho cambio ha sido progresivo desde finales de los años 80. Consecuentemente con lo anterior, el sector manufacturero en México ha venido ganando peso dentro del conjunto de las actividades del país. Así, el peso de las manufacturas representaba alrededor del 20% del PIB en 2000 (19% en 2002), frente al 17% en 1988. Estos datos sugieren que México ha sufrido un proceso de industrialización relativamente importante. Este dato es aún más llamativo si se tiene en cuenta que el sector industrial tiende a perder importancia en casi todas las economías desarrolladas a favor del sector servicios, que en el caso mexicano ha permanecido estancando alrededor del 63-64%.

El otro cambio importante que se aprecia en la economía mexicana es la creciente correlación de los ciclos económicos mexicano y estadounidense. La correlación en los últimos 4 años está alrededor del 0.85.¹⁹ Esto es un dato significativo que pone de relieve la dependencia exportadora mexicana de los Estados Unidos. Durante los años 90-93 la correlación de ambos ciclos fue negativa (alrededor de -0.7 en 1992), coincidiendo, aproximadamente, con la anterior recesión en los EUA (ver Gráfico 8).

Una forma alternativa de observar la fuerte integración de ambas economías consiste en estudiar la evolución del crecimiento de la producción industrial de Estados Unidos y el PIB mexicano. Se observa que desde 1996 ambas series se mueven sincronizadamente (ver Gráfico 9). Esto sugiere que la industria norteamericana utiliza en gran medida insumos mexicanos, hecho que viene avalado por la importante presencia de industria maquiladora en el norte de México.

Finalmente, el cambio en la estructura exportadora y productiva está acompañado de la positiva evolución de la productividad desde finales de los años 80. Para ilustrar este punto calculamos lo que se conoce en la literatura como el Residuo de Solow.

¹⁹Se ha calculado el ciclo económico de cada país usando el filtro de Hodrick y Prescott.

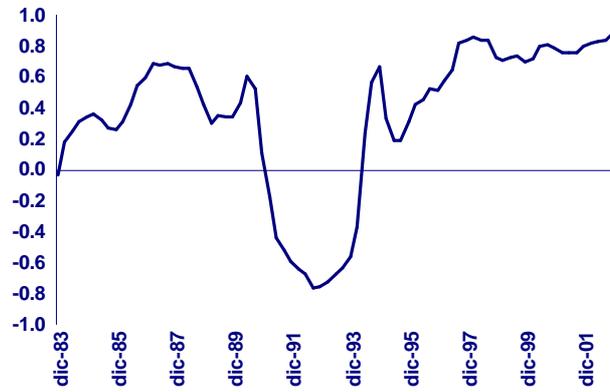


Figure 8: Correlación de los ciclos económicos de Estados Unidos y México. Fuente: elaboración propia.

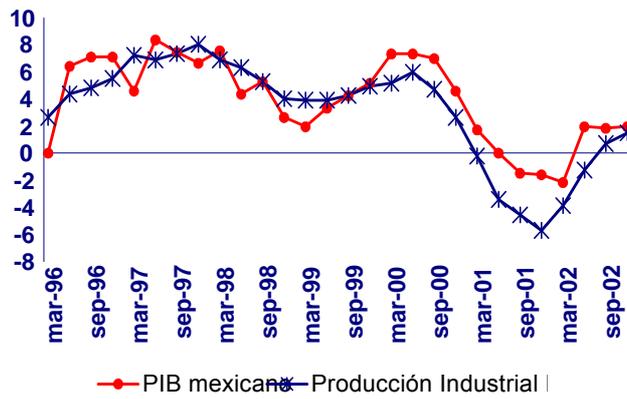


Figure 9: PIB mexicano y producción industrial de EUA (% anual). Fuente INEGI y Reserva Federal.

Si definimos una función de producción Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala tenemos lo siguiente:

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha}$$

Donde Y representa la producción o el PIB, K es el stock de capital disponible y L es el empleo. El término A es el factor que recoge la tecnología y aquellos otros factores productivos que no sean el capital y el trabajo. El término A es lo que pretende capturar y es lo que se conoce como el Residuo de Solow. Por último, α es la elasticidad del capital respecto de la producción.

El stock de capital (K) lo hemos construido a partir de los datos de inversión fija (Inv), excluyendo inversión residencial, que está disponible en la base de datos de la OCDE de la siguiente forma:

$$K_t = Inv_t + (1 - \delta)K_{t-1}$$

El stock inicial de capital (1960) se ha elegido de forma que la ratio capital/trabajo es similar a la media del periodo (1960-1979). De todas formas, los datos de los 10 primeros años se desechan, por lo que el stock inicial es poco significativo. La tasa de depreciación (δ) es la estándar en este tipo de trabajos, 8%.

Para el empleo se utiliza la serie “número de trabajadores por cuenta ajena” que también puede obtenerse de la base de datos de la OCDE. Otra opción sería utilizar el “número de personas en edad de trabajar”, tal y como hacen Bergoing *et al.* (2002). En dicho trabajo se argumenta que las estadísticas de empleo no son confiables. Sin embargo, de elegir esta segunda opción se estaría cometiendo otro error, ya que las personas desempleadas deben ser excluidas de análisis para obtener el residuo de Solow. Hay que ser conscientes de que cualquiera que sea la serie de empleo finalmente utilizada se está cometiendo algún tipo de error, bien se sobreestima el empleo (“número de personas en edad de trabajar”) o bien se infraestima (“número de trabajadores por cuenta ajena” que no incluye autoempleo).

La elasticidad del capital respecto de la producción se toma como dada y es igual a 1/3. La del trabajo es, obviamente, 2/3. Estas cifras corresponden, aproximadamente, a la de Estados Unidos y otras economías industrializadas. En otros trabajos se estima una elasticidad del capital para México mayor. Por ejemplo, en United Nations (1986) la elasticidad es 0.58. Sin embargo, optamos por utilizar la cifra antes mencionada ya que cuando existen errores de medida en el número de trabajadores empleados o en el denominado autoempleo tiene a sobreestimarse α .²⁰

Los resultados muestran que hay tres periodos. Desde 1970 hasta 1979 en el que la productividad crece, tal y como podría esperarse. Desde 1980 hasta 1988, que se corresponde con la llamada “década perdida”, en el que tuvo lugar un proceso de caída de la productividad. Finalmente desde 1989 hasta 2001 en el que la productividad crece de forma sostenida, con la excepción del año 1995 (ver Gráfico 10).

La positiva evolución de la productividad desde finales de los años 80 y el proceso de industrialización ayudan a explicar la menor percepción de riesgo país

²⁰ Aquí hemos seguido a Bergoing *et al.* (2002). Por otra parte, fijar $\alpha=1/3$ es una decisión habitual en la literatura económica.



Fuente: elaboración propia

Figure 10: Residuo de Solow. Fuente: elaboración propia.

por parte de los inversores internacionales. Aunque los estudiosos del riesgo país suelen concentrar su atención en las variables relacionadas con el sector exterior y fiscal, son los cambios en la estructura productiva que han tenido lugar en México en los últimos 12 años los que han permitido una caída en el riesgo país.

5 Una política fiscal sostenible

La situación fiscal presenta dos puntos de vista contrapuestos. Por una parte está la situación de los ingresos públicos que es muy pobre. Por otro lado, se tiene el tema de la solvencia fiscal cuyo panorama es más alentador.

México es el país de la OCDE con unos ingresos tributarios respecto del PIB más bajos, según el último informe sobre México de dicha institución de abril de 2002.²¹ Los ingresos procedentes de los impuestos en 2001 alcanzaron la cifra de 11.2%²² del PIB. Este dato por sí mismo no sería preocupante, ya que la OCDE incluye buena parte de los países más ricos del mundo. Sin embargo, cuando repetimos el análisis para los 7 países más grandes de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela), México vuelve a ocupar el último puesto, junto con Venezuela.²³ (Ver Gráfico 11).

La escasa recaudación impositiva hace al sector público muy dependiente de otras fuentes de financiación. Según la OCDE los ingresos públicos en 2001 ascendieron al 16.3% del PIB. Ello implica que Pemex y otras fuentes diversas aportan el 5.1% del PIB a los ingresos públicos. Si bien la dependencia petrolera, en términos comerciales, se ha reducido de manera espectacular en las últimas décadas, esta dependencia sigue vigente en términos fiscales. De hecho, el petróleo habría aportado alrededor del 26% de los ingresos públicos en el periodo 1999-2001. El problema que tiene la elevada dependencia de los ingre-

²¹ Véase OECD, *OECD Economic Surveys: Mexico*, Paris, OECD, Vol. 2002/7.

²² Esta cifra puede ser un poco más elevada (alrededor del 15%) si se incluyen tributos llamados "derechos".

²³ Para el análisis se han usado datos promedio del periodo 1997-2000 ofrecidos por la CEPAL.

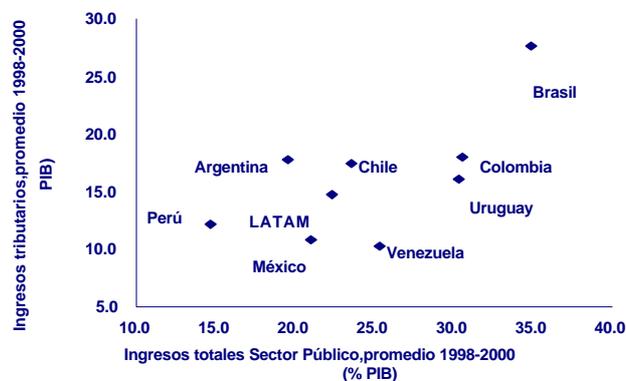


Figure 11: Ingresos del sector público. Fuente: elaboración propia con datos de CEPAL.

En el caso de los ingresos del sector público, el mayor riesgo respecto del petróleo es la fuerte volatilidad de su precio (ver Gráfico 12). Cuando analizamos la volatilidad de los ingresos públicos en términos reales, desde 1988 hasta la actualidad, observamos que no se ha reducido.²⁴

Es en este contexto, de una pobre recaudación tributaria, donde hay que enmarcar la reforma fiscal propuesta por el presidente Fox. La propuesta original presentada a las cámaras legislativas pretendía aumentar los ingresos tributarios de forma permanente en 2.3 puntos del PIB. Desgraciadamente, la reforma fiscal finalmente implementada en 2002 fue menos ambiciosa. Aún es pronto para tener información fiable sobre su eficacia recaudadora a largo plazo, pero algunos estudios preliminares estiman un aumento de los impuestos de alrededor del 1% del PIB. La reforma fiscal, en cualquier caso, no modifica el pobre panorama de la recaudación fiscal.

Respecto de la deuda pública y el déficit nominal la situación invita a mayor análisis. La deuda pública neta, según su definición tradicional, estaría alrededor del 25.2% del PIB en 2002 (12.9% interna y 12.3% externa). Sin embargo, dicha definición de deuda pública deja fuera mucha deuda que tienen otras entidades públicas. Así, la deuda pública total estaría en el 40.1% del PIB si se incluye la deuda del IPAB (rescate del sistema bancario), del Farac (rescate carretero), la de varios fideicomisos, la intermediación financiera y los Pidiregas (infraestructura eléctrica pública financiada con capital privado). Por otra parte, la privatización del sistema de pensiones implicará más cargas para la Hacienda.²⁵ La seguridad social implica un proceso de transición que debe ser afrontado con presupuesto público. Algunas estimaciones cifran esta cantidad en casi el 80% del PIB.²⁶ De ser esta cifra correcta, los pasivos públicos podrías cifrarse en el 120% del PIB en el año 2001, frente a una deuda “tradicional” del 23% del PIB.

²⁴La desviación típica de los 12 últimos meses de la tasa de crecimiento de los ingresos reales usando datos proporcionados por el INEGI.

²⁵El coste asociado al proceso de transición de un sistema de reparto de carácter público a uno de capitalización de carácter privado.

²⁶Véase informe de BBVA-Bancomer (2001).

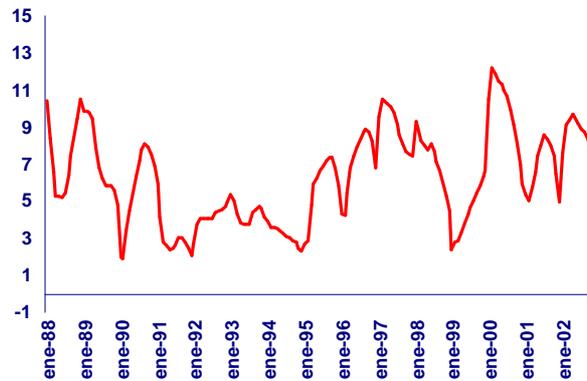


Figure 12: Volatilidad de los ingresos reales del Gobierno Federal. Fuente: elaboración propia.

La definición “tradicional” de déficit público indicaría que éste habría estado alrededor del 1% del PIB desde el año 1998. Sin embargo, los requerimientos financieros del sector público ascienden al 2.7% del PIB en 2002 (3.4% si se excluyen los ingresos extraordinarios). La pregunta que surge de estos datos es si la situación fiscal de México es sostenible a largo plazo. Para responder esta pregunta utilizamos la metodología propuesta por Blanchard (1990). Dicha metodología afirma que la deuda pública es sostenible si la ratio de deuda pública sobre PIB permanece constante a largo plazo. La condición que garantiza dicho comportamiento de la deuda sería la siguiente:

$$s = \frac{i - g}{1 + g} b_0$$

Donde s es el superávit primario con relación al PIB, i sería el tipo de interés real que paga la deuda pública, g el crecimiento de largo plazo y b_0 el stock de deuda pública inicial con relación al PIB.

En nuestro caso, la tasa de interés real la estimamos alrededor del 4.7%. Este dato se corresponde con la tasa media real de los cetes a 28 días del periodo 1999-2001. Se escoge este periodo porque es de relativa estabilidad financiera. El crecimiento de largo plazo estaría alrededor del 3.1% (media de los últimos 10 años).²⁷

Se calcula el superávit primario que haría sostenible la deuda pública (en su definición tradicional, la que recoge otros pasivos públicos y la más amplia que incluye el coste estimado de la reforma del sistema de pensiones) para tres escenarios posibles de tasa de interés real.

²⁷Podemos repetir el análisis con la media de crecimiento del periodo 1996-2001 (4,5%), pero no cambia el resultado. La deuda pública es sostenible.

Superávit primario que garantiza la sostenibilidad de la deuda pública (% PIB)			
Tasa real (%)	Deuda pública (% PIB)		
	23	40	120
3.7	0.1	0.2	0.7
4.7	0.4	0.6	1.9
5.7	0.6	1.0	3.0

Fuente: elaboración propia

Como se observa en el cuadro, el superávit primario requerido para garantizar la sostenibilidad de la deuda aumenta con el nivel inicial de deuda pública y con la tasa de interés. El superávit primario observado del periodo 1996-2001 está alrededor del 2.3% del PIB. Esta puede ser una referencia del superávit que va a generar el sector público en los próximos años. Bajo este esquema de comportamiento, sólo en el caso más desfavorable la situación es insostenible. A luz de estos datos, la política fiscal del gobierno es sostenible incluso cuando se suman a la deuda “tradicional” otros pasivos públicos. Incluso cuando se lleva el análisis al extremo (con la inclusión del valor presente descontado del coste de transición del sistema de pensiones) la situación también sigue sostenible en el caso base.

Finalmente, merece la pena detenerse en analizar la política fiscal. Una de las características que tienen muchos de los países calificados con la categoría “grado de inversión” es la relativamente baja volatilidad de su actividad económica. Ello se debe, en parte, a que la política económica lleva a cabo un papel estabilizador o contracíclico.

La política fiscal mexicana tiene desde 1996 un marcado carácter procíclico, lo que aumenta la volatilidad del ciclo. El gobierno se fija anualmente objetivos de déficit nominales (por ejemplo, el 0.5 del PIB en 2002 y el 0.7% en 2001). Cuando la actividad económica va mejor de lo esperado, los ingresos públicos aumentan reduciendo el déficit nominal. El gobierno para evitar rebasar el objetivo de déficit fijado aumenta los gastos. Lo mismo ocurre con un aumento del precio del petróleo. Cuando el precio del crudo supera lo fijado en el presupuesto el gobierno aumenta los gastos, lo que tiene un impacto positivo sobre la actividad económica.

Para mostrar el carácter procíclico de la política fiscal hemos calculado el impulso fiscal de año en año. Para ello, se estima el déficit corregido de ciclo económico o déficit estructural. El déficit estructural se ha calculado de la siguiente forma. Por un lado, se extrae la tendencia de la serie anual de PIB usando el filtro de Hodrick y Prescott. Por otra parte, se calcula la elasticidad de los ingresos fiscales no petroleros respecto del PIB (la elasticidad la estimamos en 0.88). Finalmente, se descomponen los ingresos fiscales de la siguiente forma: ingresos estructurales no petroleros, ingresos cíclicos no petroleros e ingresos petroleros. Los ingresos estructurales serían la suma de los ingresos no petroleros estructurales y los petroleros. El déficit estructural sería la diferencia entre los ingresos estructurales y el gasto público. Finalmente, se calcula el impulso fiscal como la diferencia entre el déficit público estructural de dos años seguidos. Los resultados muestran que la correlación entre el crecimiento económico y el impulso fiscal es superior a 0.8 desde 1996. Esto indica que la política fiscal es muy procíclica, lo que ayuda a acentuar la volatilidad del ciclo económico (ver

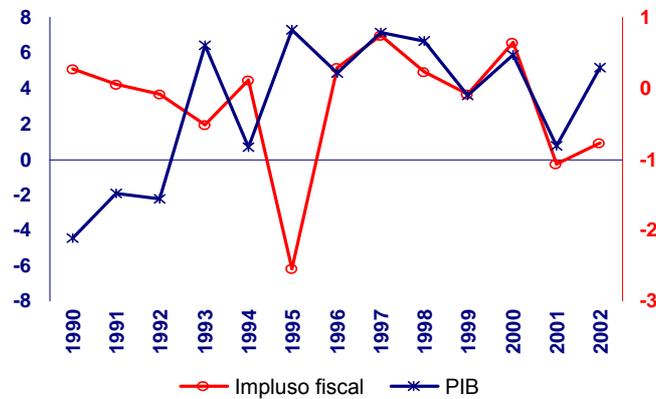


Figure 13: Crecimiento del PIB e impulso fiscal. Fuente: elaboración propia.

Gráfico 13).

6 El proceso de convergencia nominal

Tras la crisis del Tequila en 1995, en el que la depreciación nominal alcanzó el 56% anual y la inflación subió desde el 7% en diciembre de 1994 hasta el 52% un año más tarde, las autoridades abandonaron el tipo de cambio como ancla nominal de la economía y se fijaron objetivos anuales de inflación. La crisis rusa (verano de 1998) llevó a que las autoridades económicas mexicanas se fijaran como objetivo principal de la política la convergencia nominal con EUA a medio plazo. Desde finales de 1998 y hasta diciembre de 2002 la inflación se ha reducido 12.9 puntos, lo que puede considerarse un éxito notable.

Para conseguir el objetivo de convergencia nominal el Banco Central ha puesto en marcha un sistema de metas de inflación con la idea alcanzar una inflación del 3% a finales del año 2003 y en adelante, junto con unas bandas de tolerancia de ± 1 punto.

En el proceso de convergencia, el Banco de México ha ganado mucha credibilidad porque cumplió las metas holgadamente durante el periodo 1999-2001. En 2002 no lo hizo. La inflación se situó en 5.7%, frente a un objetivo de 4.5%. Sin embargo, esto hecho no necesariamente implica una pérdida de la credibilidad ganada, dado que la inflación subyacente (3.8) ha terminado muy por debajo del objetivo de 4.5% (ver Gráfico 14).

Sin embargo, el principal reto al que se enfrentan las autoridades a medio plazo no es la convergencia puntual en 2003, sino reducir el pass-through de tipo de cambio a inflación. Hay numerosos estudios que analizan el pass-through mexicano y todos concluyen que es elevado. Por ejemplo, Sánchez y Karp (2002) muestran que el pass-through en México es prácticamente el doble que el de Australia, tres veces mayor que el Nueva Zelanda y cuatro veces el de Canadá. En otro trabajo, de Baqueiro y Sánchez (2001), se pone de relieve que el pass-through es del 0.83% para los bienes comercializables, aunque encuentran que no es significativo para los no comercializables. Por otra parte, hemos también

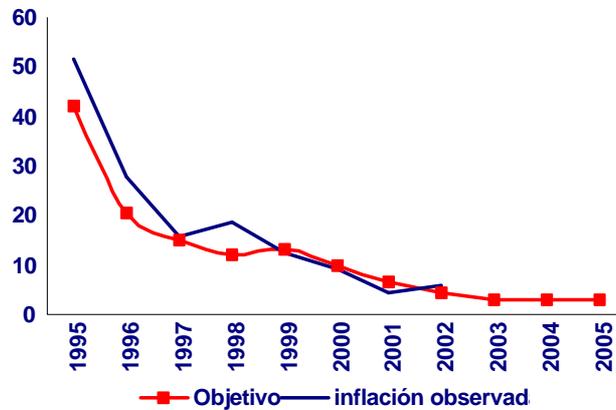


Figure 14: Objetivos de inflación e inflación observada. Fuente: Banxico.

estimado una función de transferencia entre tipo de cambio y precios para el periodo 1990-2001 con datos trimestrales y encontramos que el pass-through a un año vista es del 50%. Si bien es cierto que desde nuestro punto de vista todas las estimaciones podrían sobreestimar el verdadero pass-through (ya que el episodio del Tequila tiene un impacto sobre los parámetros estimados muy importante), todas las evidencias sugieren que es elevado, en especial cuando se compara con los de los países más desarrollados.

Los datos más recientes sugieren que el pass-through se habría reducido sustancialmente desde 1999. Sin embargo, la evidencia empírica disponible no es suficiente como para validar totalmente esta hipótesis.

Las autoridades económicas pretenden conseguir en el futuro una economía con estabilidad nominal, es decir, con los precios creciendo a tasas reducidas y similares a las de EUA. Sin embargo, mientras el pass-through sea elevado cumplir dicho objetivo implica conseguir estabilidad en el tipo de cambio. El objetivo del Banco Central pasa por controlar la evolución del tipo de cambio, para así controlar la tasa de inflación. Sin embargo, controlar el tipo de cambio en una economía con libre flotación resulta difícil en términos de política económica. La ventaja de un tipo de cambio flexible desaparece si la política económica persigue minimizar la volatilidad cambiaria. Obviamente, esa incongruencia desaparece si se reduce significativamente el pass-through. Se podría resumir diciendo que la estabilidad nominal a medio plazo de la economía estará entredicho hasta que México no consiga reducir el pass-through de forma significativa, incluso si se alcanzan los ambiciosos objetivos marcados para 2003 y en adelante.²⁸

Sin embargo, a pesar de que la inflación se puede considerar elevada cuando se compara con la de Estados Unidos u otras economías europeas es reducida en términos absolutos. La inflación es, en la actualidad, un problema menor desde el punto de vista de los riesgos macroeconómicos y la convergencia nominal con Estados Unidos debe ser considerada como un reto de medio plazo.

²⁸Para un análisis más detallado sobre la política monetaria en México véase Sánchez (2002).

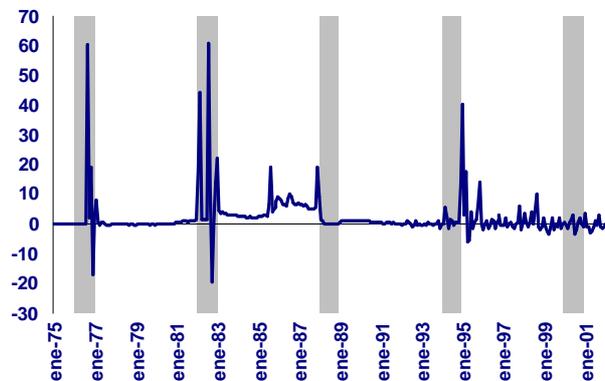


Figure 15: Depreciación mensual del tipo de cambio (%). En sombreado los años electorales. Fuente: elaboración propia.

7 El fin del ciclo político

Las elecciones presidenciales de 2000 han constituido un hito en la historia política y económica de México. La economía mexicana se convulsionaba cada seis años coincidiendo con las elecciones presidenciales. La volatilidad de los tipos de cambio o de los spreads durante elecciones políticas no es obviamente específica de México. Sería más bien una característica de los mercados emergentes dónde precisamente los eventos políticos (incluso los regulares como las elecciones) coinciden con volatilidades elevadas de las variables financieras.²⁹ Sin embargo, probablemente no había crisis financieras más recurrentes y regulares que las mexicanas, estando el ciclo político y el ciclo económico estrechamente vinculados. El pulso del sexenio, como lo muestra la última crisis mexicana de 1994 pero igualmente las anteriores devaluaciones o volatilidades cambiarias elevadas de 1988, 1982 y 1976, imprimía un ritmo con síncope regulares al desarrollo económico.³⁰ A modo de ejemplo, el gráfico muestra la fuerte depreciación del tipo de cambio en los años electorales.

La novedad del año 2000, fue precisamente esta desvinculación del ciclo político y económico. En realidad, las elecciones de 2000 trajeron un doble cambio. Por un lado, no tuvo lugar ninguna crisis y por otro, el Partido Revolucionario Institucional (PRI) perdía la Presidencia de la República tras más de 70 años en el poder. Ambos hechos constituyeron una ruptura con las décadas anteriores. No sólo se daba una ruptura entre ambos ciclos, económico y político, sino que además esta ruptura ocurría precisamente el año de uno de los mayores cambios políticos de la historia contemporánea mexicana: el de la alternancia política entre el PRI y un partido de oposición, el PAN, con la llegada de Vicente Fox a la Presidencia.³¹

²⁹ Véase por ejemplo, para una comparación entre México y Corea o entre México y Rusia respectivamente, Chang (2002) y Lehoucq y Rutland (2002). Para un análisis más sistemático ver Hays, Freeman y Nesseth (Noviembre 2002), y Frieden y Stein (2001).

³⁰ Ver sobre este punto Santiso (enero 1999) y Santiso (2000a).

³¹ Ver, para una análisis del proceso político y de los cambios vinculados a las elecciones

El hecho de coincidir ambos hechos convierten a las elecciones de año 2000 en un momento particularmente relevante para la historia de México. Sin duda, la decisión de las agencias de rating de conceder el grado de inversión a México estuvo positivamente favorecida por este evento.

Sin embargo, la pérdida de la presidencia por parte del PRI ha traído algunas dificultades. Durante 70 años, el Presidente de la República dominaba también el poder legislativo. Ello implicaba que las propuestas y reformas que presentaba el Presidente de turno solían salir adelante en las Cámaras sin excesivos problemas.³² En la actualidad, las propuestas del Presidente Fox (PAN) se encuentran con numerosas trabas en las Cámaras. Las reformas deben ser negociadas y sólo son aprobadas cuando cuentan con el consenso político suficiente. Este proceso de prolongadas negociaciones políticas está generando dificultades de gobernabilidad en la República.

México registra, de hecho, algún retraso en el proceso reformador. Según un reciente estudio de Lora (2001), Uruguay y México serían los países más retrasados de Latinoamérica en relación con las reformas estructurales.

Índice de Reformas estructurales				
	1985	1990	1995	1999
Bolivia	0.290	0.466	0.614	0.690
Perú	0.279	0.335	0.598	0.659
Argentina	0.338	0.468	0.595	0.616
Brasil	0.259	0.430	0.515	0.610
Chile	0.488	0.570	0.577	0.606
Media regional	0.341	0.436	0.539	0.583
El Salvador	0.349	0.399	0.488	0.566
Paraguay	0.355	0.437	0.563	0.566
Colombia	0.291	0.413	0.524	0.562
Ecuador	0.309	0.405	0.536	0.528
Venezuela	0.284	0.343	0.477	0.514
México	0.290	0.424	0.531	0.511
Uruguay	0.369	0.372	0.451	0.477

Fuente: Lora (2001), BID

El retraso en las reformas estructurales también puede convertirse en una ventaja. El camino reformador para México es todavía largo. Esto permite aventurar que es posible un mayor crecimiento potencial si las reformas se implementan al ritmo adecuado.

8 Conclusiones

México logró, a principios de la década del 2000, el grado de inversión tanpreciado por los países emergentes, consiguiendo así plasmar la confianza externa otorgada por los operadores financieros. Detrás de esta valoración positiva por parte de los operadores de mercado están fundamentalmente variables económi-

del año 2000, Aldrich, Magaloni y Zechmeister (2002), y para una perspectiva comparativa Santiso (2002b).

³²Si bien es cierto el último presidente del PRI (Zedillo) ya no tuvo este "privilegio" desde 1997.

cas. El positivo cambio en la estructura exportadora, la financiación saneada del déficit del sector exterior, la reducida deuda externa y el cambio en la estructura productiva avalan la hipótesis de que México ha dejado de estar sujeto a crisis mayores de carácter macroeconómico.

Sin embargo, esto no quiere decir que sea una economía sin debilidades. La situación fiscal, aunque sostenible, es frágil dada la pobre estructura de los ingresos. La estabilidad nominal estará en entredicho hasta que no se consiga eliminar el elevado pass-through de deprecación a inflación. Además, la nueva situación política está generando problemas de gobernabilidad en un país que necesita reformas estructurales adicionales. Estos problemas son relevantes, aunque insuficientes para generar una crisis profunda. En el futuro México deberá afrontar recesiones y periodos de ajuste económico, pero es poco probable que se produzca una crisis de balanza de pagos o que el país corra riesgo de un *default* de deuda a semejanza de otras economías emergentes. La consolidación de este grado de inversión por parte de México será uno de los retos de la presente década. Ello implicará consolidar los logros mencionados y fomentar un nuevo impulso reformador.

El análisis aquí presentado invita a más investigación, en particular en un sentido más comparativo: ¿cómo, por ejemplo, se logra consolidar el grado de inversión, o incluso, cómo se logra pasar de la categoría de país emergente a economía desarrollada? Una comparación entre México y Chile podría ser ilustrativa: ambos han experimentado un amplio proceso de reformas económicas y una transición política; ambos han logrado el grado de inversión, Chile con anterioridad a México.³³ En esta estrategia comparativa, se podría igualmente incluir un país como España, cuya trayectoria presenta similitudes con la de México: ambos también experimentaron reformas económicas (con secuencias comparables); ambos se beneficiaron de un “ancla de credibilidad” importante, España mediante su incorporación a la Unión Europea, y México mediante su incorporación al TLC.

9 Bibliografía

Aldrich, J., B. Magaloni, E. Zechmeister (2001), “Electoral Considerations and Party Change in Mexico and Taiwan”, 2001 Annual Meeting of the American Political Science Association.

Alesina, A., R. Barro, y S. Tenreyro (julio 2002), “Optimal Currency Areas”, *NBER Working Paper Series*, WP 9072.

Alesina, A. y R. Barro (mayo 2002), “Currency Unions”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (2), pp. 409-436.

Baqueiro A. y O. Sánchez (2001), *Inflation Targeting*, Seoul (Corea), The Bank of Korea.

BBVA-Bancomer (2001), “Reducción de Pasivos Gubernamentales”, *Serie Propuestas*, n° 13.

Berg, A. y Borensztein, E. (2000), “The Pros and Cons of Full Dollarization”, *IMF Working Paper* WP/00/50, Fondo Monetario Internacional.

Bergoeing, R., Kehoe, P., Kehoe, T. y Soto, R. (2002), “Decades Lost and Found: Mexico and Chile since 1980”, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

³³Bergogoeing et al. comparan en su trabajo la evolución de Chile con la de México

- Blanchard, O. (1990), "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", *OECD Working Paper*, n° 79.
- Blázquez, J. (2003), "Un Indicador de Sostenibilidad de la Deuda externa y su Aplicación a Latinoamérica", mimeo (no publicado).
- Chang, M. (2002), "Reading the News: Elections, Institutions and Market Speculation in Mexico and Korea", trabajo presentado en el 2002 *Annual Meeting of the American Political Science Association*, Boston, MA., 28-30 de Agosto 2002.
- Country Credit Ratings (1998), Institutional Investors.
- Country Credit Ratings (2002), Institutional Investors.
- Frankel, J. (agosto 2002), "Experiences of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", Harvard University, trabajo presentado en el *Study on Monetary and Financial Cooperation in East Asia* (no publicado).
- Frankel, J. y A. Rose (mayo 2002), "An Estimate Effect of Currency Unions on Trade and Growth", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117 (2), pp. 437-466.
- Frieden, J. (2002), "The Political Economy of Dollarization: Domestic and International Factors", in Levy-Yeyati, E. Y F. Sturzenegger, eds., *Dollarization*, Cambridge, Mass., MIT Press.
- Frieden, J. and E. Stein, eds. (2001), *The Currency Game: Exchange Rate Politics in Latin America*, Baltimore, The Johns Hopkins University Press.
- Glick, R. y A. Rose (junio 2002), "Does Currency Union Affect Trade? The Time Series Evidence", *European Economic Review*, vol. 46 (6), pp. 1125-111.
- Goetzmann, W. y P. Jorion (enero 1997), "Re-emerging Markets", *NBER Working Paper*, número 5906 (publicado en el *Journal of Financial and Quantitative Analysis* en 1999).
- Hays, J., J. Freeman, y H. Nesseth (noviembre 2002), "Exchange Rate Volatility And Democratization In Emerging Market Countries", trabajo presentado en *The Political Economy Workshop*, Yale University Leitner Program in International Political Economy (no publicado).
- Inter-American Development Bank (IADB), *Foreign Direct Investment in Latin America. The role of European investors*, Washington, DC, IADB, 2002.
- Kaminsky, G. y S. Schmukler (2001). "Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?", George Washington University y The World Bank, mimeo (no publicado).
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (diciembre 2002), "Financial Markets in Times of Stress", *Journal of Development Economics*, vol. 69 (2), pp. 451-470.
- Lehoucq, F. y P. Rutland (2002), "Tequila-Vodka: What Can We Learn from the Mexico-Russia Comparison?", trabajo presentado en el 2002 *Annual Meeting of the American Political Science Association*, Boston, MA., 28-30 de Agosto 2002.
- Lora, E. (2001), "Structural Reforms in Latin America: What Has Been Reformed and How to Measure?", *Working Paper 466*, Inter-American Development Bank.
- Martínez, J. y J. Santiso (2003), "Financial Markets and Politics: The Confidence Game in Latin American Emerging Markets", *International Political Science Review*, vol 24, n° 3, pp. 363-395.
- Mauro, P., N. Sussman, and Y. Yafeh (mayo 2002), "Emerging Markets Spreads: Then versus Now", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 17 (2), pp. 695-733.

- Mognuillansky, G. (agosto 2002), "Inversión y Volatilidad Financiera en América Latina", *Revista de la CEPAL*, número 77, pp. 47-65.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (Abril 2002), *OECD Economic Surveys: Mexico*, Paris, OECD, Vol. 2002/7.
- Rigobon, R. (julio 2002), "The Course of Non-Investment Grade Countries" Sloan School of Management, MIT y NBER, documento de trabajo publicado en *Journal of Development Economics*, Vol. 69 (2), Diciembre 2002, pp. 423-449.
- Rose, A. (agosto 2002), "The Effect of Common Currencies on International Trade: Where Do We Stand?", *Occasional Paper* n° 22, Economics Department, Monetary Authority of Singapore.
- Rose, A. (2000), "One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade", *Economic Policy*, Vol. 15 (30), pp.
- Sánchez, M. (2002), "The Need for Monetary Reform in Mexico", *Cato Journal*, Vol. 22 No 2, pág 373-393.
- Sánchez, M. y N. Karp (2002), "Inflación, Política Monetaria y Unión Monetaria en México", en Sebastián, M., ed., *Ensayos sobre Colombia y América Latina*, Madrid (España), BBVA, pág. 599-621.
- Santiso, J. (abril-octubre 2000a), "Wall Street y la Crisis Financiera Mexicana", *Foro Internacional*, vol XL, n° 4, pp. 594-631.
- Santiso, J. (2000b), "Le Passé des uns et le Futur des Autres: une Analyse des Démocratisations Mexicaines et Chiliennes", in Jaffrelot, ed., *Démocraties d'ailleurs*, Paris, Editions Karthala, pp. 207-243.
- Santiso, J. (enero 1999), "Wall Street and the Mexican Crisis: a Temporal Analysis of Emerging Markets", *International Political Science Review*, vol. 20 (1), pp. 49-72.
- Spoloare, E. y R. Wacziarg (septiembre 2002), "Borders and Growth", *NBER Working Paper Series*, WP 9223.
- Tenreyro, S. (marzo 2002), "On the Consequences of Currencies Unions", Harvard University, *documento de trabajo* (no publicado).
- Tenreyro, S. y R. Barro (diciembre 2002), "Economic Effects of Currency Unions", *Federal Reserve Bank of Boston*, Working Paper, número 02-4. (publicado en *NBER Working Paper Series*, WP 9435).
- Tomz, M. (agosto 1997), "Do International Agreements Make Reforms More Credible? The Impact of NAFTA on Mexican Stock Prices", Harvard University, Department of Government, trabajo presentado en la *1997 Annual Meeting of the American Political Science Association*.
- United Nations (1986), *National accounts Statistics: Main Aggregates and Detailed Tables*, 1984. Nueva York: United Nations.

WORKING PAPERS

- 0001 **Fernando C. Ballabriga, Sonsoles Castillo:** BBVA-ARIES: un modelo de predicción y simulación para la economía de la UEM.
- 0002 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** Some new results on interest rate rules in EMU and in the US
- 0003 **Carmen Hernansanz, Miguel Sebastián:** The Spanish Banks' strategy in Latin America.
- 0101 **Jose Félix Izquierdo, Angel Melguizo, David Taguas:** Imposición y Precios de Consumo.
- 0102 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** A Small Forward-Looking Macroeconomic Model for EMU
- 0201 **Jorge Blázquez, Miguel Sebastián:** ¿Quién asume el coste en la crisis de deuda externa? El papel de la Inversión Extranjera Directa (IED)
- 0301 **Jorge Blázquez, Javier Santiso:** Mexico, ¿un ex - emergente?
- 0401 **Angel Melguizo, David Taguas:** La ampliación europea al Este, mucho más que economía.
- 0402 **Manuel Balmaseda:** L'Espagne, ni miracle ni mirage.
- 0501 **Alicia García Herrero:** Emerging Countries' Sovereign Risk:Balance Sheets, Contagion and Risk Aversion
- 0502 **Alicia García-Herrero and María Soledad Martínez Pería:** The mix of International bank's foreign claims: Determinants and implications
- 0503 **Alicia García Herrero, Lucía Cuadro-Sáez:** Finance for Growth:Does a Balanced Financial Structure Matter?
- 0504 **Rodrigo Falbo, Ernesto Gaba:** Un estudio econométrico sobre el tipo de cambio en Argentina
- 0505 **Manuel Balmaseda, Ángel Melguizo, David Taguas:** Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España.
- 0601 **Ociel Hernández Zamudio:** Transmisión de choques macroeconómicos: modelo de pequeña escala con expectativas racionales para la economía mexicana
- 0602 **Alicia Garcia-Herrero and Daniel Navia Simón:** Why Banks go to Emerging Countries and What is the Impact for the Home Economy?
- 0701 **Pedro Álvarez-Lois, Galo Nuño-Barrau:** The Role of Fundamentals in the Price of Housing: Theory and Evidence.

- 0702 **Alicia García-Herrero, Nathalie Aminian, K.C.Fung and Chelsea C. Lin:** The Political Economy of Exchange Rates: The Case of the Japanese Yen
- 0703 **Ociel Hernández y Cecilia Posadas:** Determinantes y características de los ciclos económicos en México y estimación del PIB potencial
- 0704 **Cristina Fernández, Juan Ramón García:** Perspectivas del empleo ante el cambio de ciclo: un análisis de flujos.
- 0801 **Alicia García-Herrero, Juan M. Ruiz:** Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0802 **Alicia García-Herrero, Eli M. Remolona:** Managing expectations by words and deeds: Monetary policy in Asia and the Pacific.
- 0803 **José Luis Escrivá, Alicia García-Herrero, Galo Nuño and Joaquin Vial:** After Bretton Woods II.
- 0804 **Alicia García-Herrero, Daniel Santabárbara:** Is the Chinese banking system benefiting from foreign investors?
- 0805 **Joaquin Vial, Angel Melguizo:** Moving from Pay as You Go to Privately Manager Individual Pension Accounts: What have we learned after 25 years of the Chilean Pension Reform?
- 0806 **Alicia García-Herrero y Santiago Fernández de Lis:** The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitisation Model and Dynamic Provisioning.
- 0807 **Ociel Hernández, Javier Amador:** La tasa natural en México: un parámetro importante para la estrategia de política monetaria.
- 0808 **Patricia Álvarez-Plata, Alicia García-Herrero:** To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy
- 0901 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.
- 0902 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?
- 0903 **Alicia Garcia-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools
- 0904 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 0905 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 0906 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 0907 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.

- 0908 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 0909 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?.
- 0910 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 0911 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 0912 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers
- 0913 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile
- 0914 **Máximo Camacho:** MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.
- 0915 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 0916 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade
- 0917 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 0918 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García;** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China
- 0919 **C. Fung, Alicia Garcia-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan
- 0920 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Un balance de la inversion de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica
- 0921 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica

The analyses, opinions and findings of these papers represent the views of their authors; they are not necessarily those of the BBVA Group.

The BBVA Economic Research Department disseminates its publications at the following website: <http://serviciodeestudios.bbva.com>



Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA

P. Castellana 81 planta 7

48046 Madrid

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

