

ESTABILIDAD MACROECONÓMICA E INESTABILIDAD
MONETARIA: *PARTURIUNT MONTES, NASCETUR
RIDICULUS MUS* *

IGNACIO PERROTINI **

Por mi parte, soy ahora un poco escéptico respecto al éxito de una política puramente monetaria dirigida a influir en la tasa de interés. Espero ver que el Estado, que está en posición de poder calcular la eficiencia marginal de los bienes de capital de largo plazo sobre la base de la conveniencia social general, asuma una responsabilidad cada vez mayor en la organización directa de las inversiones, puesto que parece probable que la fluctuación en la estimación del mercado de la eficiencia marginal de las diferentes clases de capital [...] será demasiado grande para contrarrestarla con alguna modificación factible de la tasa de interés.

John M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 1936, p. 164.

Cuando más parecía que —al registrarse inflación de un solo dígito (7.05 por ciento) y superávit de 0.4 por ciento del PIB en las finanzas públicas en 1994 (Banco de México, 1995)— el desenlace de más de una década de ajuste y transformación, reduciría a simple traza y embeleco la hipótesis heterodoxa de que la estrategia de ajuste y estabilización de la macroeconomía de México se fundaba en “un modelo erróneo de inflación”¹ (Ros y Lustig, 1987), cuyo efecto era sobrea-

* Paren los montes, nacerá un ridículo ratón, metáfora de Horacio (*Arte Poética*) que refiérese sardónicamente a circunstancias en que a grandes promesas siguen resultados ridículos.

** El autor es profesor de la División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía de la UNAM. Agradezco el apoyo de Carlos Huerta en la elaboración de gráficas y datos estadísticos.

¹ El enfoque ortodoxo monetarista aduce que las fluctuaciones macroeconómicas tienen como única causa la política monetaria (Friedman, 1960; Gordon, 1970, cap. 1; Hahn, 1985, p. 86). Sin embargo, si bien el déficit fiscal nominal es sensible a la inflación, tal relación lineal de sensibilidad entre contracción de la demanda e inflación no puede postularse. De

luar el tipo de cambio, la reciente crisis monetaria develó la inestabilidad del peso mexicano y desgarró el velo que ocultaba la fragilidad financiera de la economía, fragilidad gestada como contraparte de la sobrevaluación cambiaria.

El grado de vulnerabilidad de la economía *vis a vis* un reajuste en la tasa de cambio llegó a su clímax entre enero y diciembre de 1994. En este periodo disminuyó la liquidez de las empresas al tiempo que su apalancamiento en moneda extranjera ascendió 80 por ciento de su deuda total. La liquidez declinó como efecto de una menor tasa de crecimiento de las ventas netas (7.6 por ciento en comparación al 30 por ciento registrado en 1993), así como de una más alta razón acumulación de inventarios/activo circulante. La tasa inventarios/circulante que en general se juzga normal en los negocios es 8.1 por ciento. Sin embargo, según datos de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y del Banco de México, en el sector de automóviles actualmente equivale a 27.7 por ciento; para los bienes de consumo es 17.3 por ciento; en electricidad 15.7 por ciento; en el comercio es 15.4 por ciento y en la industria de alimentos 11.4 por ciento. En estas condiciones iniciales, el potencial efecto contraccionista de una macrodevaluación se torna más que probable.

La devaluación actual del peso, de aproximadamente 110 por ciento hasta ahora, puede calificarse, sin incurrir en hipérbole, como la más dramática devaluación acontecida en un contexto no hiperinflacionario que jamás haya experimentado la divisa mexicana. El ajuste del tipo de cambio y las causas que condujeron a ello, han dado pábulo a una secuela de incertidumbre y turbulencia en los mercados que puede resumirse en los siguientes hechos: restricción externa al crecimiento económico representada por un déficit de la cuenta corriente equivalente a 7.8 por ciento del Producto Interno Bruto (PIB); evaporación de las reservas internacionales del Banco de México más cuantiosas de su historia (casi 30 mil millones de dólares en febrero de 1994, monto que respaldaba el total de la base monetaria); pérdidas cambiarias equivalentes a 4.6 mil millones de dólares sufridas por parte de las 78 empresas bursátiles más importantes; desplome de 33 por ciento en el índice de precios y cotizaciones (IPYC) de la BMV; reducción superior

ahí que el objetivo de equilibrio en finanzas públicas, efectuado mediante reducciones en la inversión pública real y en el gasto social en el caso de México durante la década pasada, haya generado tasas de recesión e inflación *ex post* más severas que las esperadas por el gobierno.

al 70 por ciento en el valor de capitalización de mercado de la BMV; incremento (de 26.27 a 109.71 por ciento) mayor a 300 por ciento en la tasa líder, la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP); aumento de la inflación a una tasa anualizada para este año mayor a 50 por ciento; ostensible reducción de los flujos de capital (por ejemplo, en el primer bimestre de 1995 ingresaron menos de mil millones de dólares); incremento en la cartera vencida de los bancos a 11 por ciento de la cartera total y, consecuentemente, virtuales quiebras bancarias;² paros masivos en la industria, el comercio y los servicios y aumento del desempleo en el mercado formal de trabajo.³

¿Cuáles son las causas que condujeron, primero, a la sobrevaluación y, después, al aterrizaje estrepitoso del peso? Ya corregida la tasa cambiaria y dados los rasgos estructurales de la economía mexicana ¿qué efectos se seguirán particularmente en el mediano y largo plazos? ¿Bajo qué premisas un tipo de cambio “más competitivo” reduce la restricción externa, corrige el desequilibrio en cuenta corriente y fortalece las condiciones iniciales del crecimiento económico con estabilidad? Finalmente, las medidas monetarias y fiscales adoptadas por el presente gobierno ¿son suficientes para contrarrestar los efectos contraccionistas de largo plazo asociados a la devaluación y, por ende, son conducentes a un escenario de crecimiento con estabilidad de precios? El nuevo plan de choque ¿afectará negativamente nuestra restricción externa? En las líneas que siguen intentamos una respuesta al caracterizar la naturaleza de la devaluación de diciembre de 1994 y sus efectos.

² La regulación prudencial del Comité de Basilea establece como norma una razón cartera vencida/cartera total de 3 por ciento. Por otra parte, Asemex-Banpaís, Banca Cremi, Banco Unión y Banco Obrero ahora están siendo rescatados por el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) y otros bancos sólo podrían acceder al 8.5 por ciento de capitalización, condición para participar en el mercado de futuros del peso que iniciará a mediados de 1995, mediante la ayuda del Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE).

³ A los cientos de miles de individuos que pasarán al ocio forzado no les queda sino emular a los antiguos griegos: *Otium cum dignitate* era el viejo lema. Por otra parte, dado que la devaluación del peso mexicano es “la primera gran crisis monetaria” de la era de globalización financiera, el “efecto Tequila” suscitó una declinación de ciertos mercados de valores emergentes: el mercado argentino perdió 7.29 por ciento y las acciones brasileñas cayeron 5.2 por ciento, además de que el Banco Central de Brasil hubo de intervenir repetidamente para impedir el desplome de la moneda (*Financial Times*, 22 de diciembre de 1994).

I. AJUSTE MACROECONÓMICO, TIPO DE CAMBIO Y RESTRICCIÓN EXTERNA

En desafío a la lógica monetarista y a diferencia de las devaluaciones previas del peso mexicano, la de diciembre pasado es la primera gran devaluación que ocurre en ausencia de altas tasas de inflación y en presencia de una enfática restricción monetaria por parte del Banco de México: el agregado monetario M1 creció a una tasa menor, 5.7 por ciento, que el PIB nominal, 10.4 durante 1994 (Mancera, 1995). Es la primera ocasión en la historia monetaria nacional en que tan acentuada inestabilidad del tipo de cambio, fluctuación de la paridad nominal de casi 110 por ciento, y de las tasas de interés, coinciden con una atenuada tasa de inflación de 7 por ciento (ver gráficas 1, 3 y 4).⁴

El tipo de cambio real fluctuó con vehemencia también en el periodo hiperinflacionario: si adoptamos como base 100 el año 1982, el índice de la paridad cayó a 86.0 en 1985, aumentó a 113.0 en 1988 y volvió a descender a 95.4 en 1991. Este comportamiento parece consistente con la teoría de la *paridad del poder de compra* (PPC) que postula que el tipo de cambio depende de la tasa de inflación relativa entre dos economías:

$$\epsilon^j / \epsilon^i = p^j / p^i \quad [1]$$

donde la relación de cambio entre dos monedas, ϵ^j y ϵ^i , equivale a la relación entre los precios de las mercancías, P^j/P^i , en ambas economías. Si la tasa de variación del tipo de cambio de un periodo a otro para cada moneda es:

$$\epsilon_{t+1}^i = (1 + \Delta\epsilon^i) \epsilon_t^i \quad [2]$$

$$\epsilon_{t+1}^j = (1 + \Delta\epsilon^j) \epsilon_t^j \quad [3]$$

entonces la tasa de devaluación o apreciación de una moneda estará en función del diferencial entre la inflación π^j de la economía j y la inflación π^i de la economía i :

⁴ La volatilidad cambiaria con estrechos márgenes de inflación relativa entre países es un fenómeno cada vez más común en la economía mundial desde comienzos de la década pasada, en parte relacionado con la sustitución de tipos de cambio fijos por regímenes flexibles o semi-flexibles (Dornbusch y Giovannini, 1988).

$$\Delta \epsilon^j - \Delta \epsilon^i \approx \pi^j - \pi^i \quad [4]$$

Si se compara la tendencia hiperinflacionaria de la economía mexicana de los ochenta con la deflación de la economía norteamericana, simbolizada por el "Volcker shock" y acicateada por la periclitación del dólar frente al yen japonés y al marco alemán, desde esta perspectiva parecería que la hipótesis del PPC explica la fluctuación del peso en la década anterior (ver gráfica 5).⁵

Lo que, por el contrario, se antoja paradójico a la luz de este argumento es la tendencia a la sobrevaluación del peso frente al dólar en los años noventa, particularmente porque:

- i) En esta etapa la política monetaria del Banco de México se ubica en línea con la de la Federal Reserve (FED) de Estados Unidos.
- ii) La apertura comercial y el Tratado de Libre Comercio de Norte América (TLCNA) han impuesto, *Laissez-faire* de por medio, un techo a la tasa de inflación e inducido un efecto deflacionario.
- iii) Se supone que el cambio estructural y la reprivatización de la banca generarían flexibilidad de salarios, precios y tasas de interés.⁶

Una hipótesis alternativa al enfoque del poder de compra de la paridad sobre la apreciación del peso en los noventa, en el análisis vincula la apreciación al déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, hipótesis reiteradamente descartada por el Banco de México. Al respecto dice Miguel Mancera, gobernador del instituto central, "la existencia de un déficit en cuenta corriente no es por sí misma prueba de sobrevaluación del tipo de cambio. Es la expresión en las cuentas externas, de un exceso de inversión sobre el ahorro interno" (Mancera, 1995).

A consecuencia del viraje hacia el monetarismo de la política económica aplicada en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), entre otras causas,

⁵ Si se considera la globalización financiera, deberá tomarse en cuenta la influencia del arbitraje entre las tasas de interés r^j y r^i en la tasa de devaluación:

$r^j - r^i \approx \Delta \epsilon^j - \Delta \epsilon^i$, donde en el largo plazo regiría una sola tasa de interés:

$(1 + r^j)/(1 + \Delta \epsilon^j) = (1 + r^i)/(1 + \Delta \epsilon^i)$.

⁶ Una dificultad analítica de la hipótesis del PPC es que necesita el supuesto de una economía de un solo bien o, al menos, perfecta sustitución en la producción y el consumo. Mercados de bienes y activos imperfectamente integrados, por ejemplo, impedirían obtener los resultados preconizados por esta teoría.

la economía mexicana sufrió cuatro choques externos a principios de la década de los ochenta: colapso en la demanda de exportaciones; deterioro de los términos de intercambio; el choque de las tasas de interés y un choque en la oferta de capital (Singh, 1994). El racionamiento del crédito condujo a una crisis de balanza de pagos y abrió curso al inveterado ciclo Restricción Externa al Crecimiento → Devaluación → Fuga de Capitales → Compresión de las Importaciones → Recesión → Desequilibrio y Crisis Fiscal → Inflación → Desempleo → Más Recesión → Equilibrio Externo. (La turbulencia en la variación de la paridad cambiaria durante el periodo 1988 se muestra en la gráfica 5 y en el cuadro 1).

Si el anterior razonamiento es acertado, se infiere de ello que la vulnerabilidad de la economía mexicana *vis a vis* los cuatro choques exógenos de marras y, por tanto, *vis a vis* los ciclos de las economías de la OCDE (en particular el de la economía estadounidense), está en razón directa a la apertura de nuestros mercados financieros y a la creciente integración comercial y financiera (a través de la deuda externa) con los países capitalistas industrializados.⁷ Con este enfoque, la muy difundida especie en el sentido de que la crisis financiera de 1982 es imputable al modelo de sustitución de importaciones es al menos un sofisma. Así, dada la estructura de la economía mexicana, el déficit y la crisis fiscal del Estado simplemente no podrían producir el (Neoclásico) efecto *crowding out* del sector privado ni la explosión de las tasas de interés en los mercados de dinero y capital. Más bien a la inversa, puesto que la inversión pública era un motor del crecimiento y el empleo hasta principios de la década anterior, la crisis fiscal y la subsecuente estabilización macroeconómica de corte monetarista tuvieron consecuencias adversas sobre la capacidad de crecimiento de largo plazo de la economía.⁸ Como apunta correctamente Ajit Singh, cuando se combinan estos fenómenos provocan “inestabilidad monetaria y financiera extremas y episodios de hiperinflación” (Singh, 1994, p. 18).

La tendencia de crecimiento secular de largo plazo de la economía mexicana muestra que existe una relación perversa o *trade offs* entre

⁷ Al no asimilar esta traumática experiencia de 1982, como si se tratara de una labor de Sísifo, México se autocondenó a repetirla en 1994.

⁸ Entre 1971 y 1982 la inversión como porcentaje del PIB fue 21 por ciento en promedio anual y en los momentos de bonanza consiguió un valor máximo de 25 por ciento, mientras que en los momentos más bajos del ciclo su valor mínimo fue de 19 por ciento del PIB. En cambio, durante 1983-1988 el valor promedio de la razón inversión/PIB fue 15.88 por ciento, su valor máximo 16.8 por ciento y el mínimo 15.2 por ciento.

la tasa de crecimiento del PIB, por un lado; y la inflación, el empleo, la distribución del ingreso y los equilibrios de las macrovariables (cuenta corriente, balance ahorro-inversión, finanzas públicas y estabilidad del tipo de cambio del peso) por otro. Estos *trade offs* constituyen un rasgo estructural de la economía mexicana y provocan recurrentemente la llamada restricción externa al crecimiento en el largo plazo⁹ (Casar, 1993). Al desplazar al modelo de sustitución de importaciones, la política de ajuste macroeconómico aplicada en el sexenio 1982-1988 buscaba superar los *trade offs* antes señalados. Se partía de la hipótesis de que sin la previa restauración de los equilibrios macroeconómicos básicos nunca es posible retornar al crecimiento estable. De ahí la necesidad de restringir el crecimiento de la demanda agregada interna a una tasa menor a la del PIB mediante la disciplina fiscal, la escasez crediticia, el libre cambio, la desregulación de los mercados y la reforma estructural. Casar (1993) presenta un escrutinio meticuloso de los indicadores macroeconómicos del proceso de ajuste de la economía mexicana en los años ochenta. El estudio de Casar permite identificar que la rigidez que muestra la economía en el largo plazo, se debe al éxito de la estrategia de ajuste en el corto plazo: la eliminación de más de dos terceras partes del déficit externo entre 1982 y 1983 implicó una *descreación* de capacidad productiva, condición del crecimiento a largo plazo. Por ello puede establecerse que hacia el final del periodo de ajuste y transformación se deterioró la restricción externa porque en 1983-1988 se contuvo la rápida formación de capital que se había registrado hasta 1981. Durante 1982-1988 el PIB per cápita se redujo en 1 por ciento en promedio anual, costo demasiado alto a cambio de lograr el equilibrio de la balanza de pagos vía depresión de la demanda interna. Otro dato relevante es que entre 1981 y 1983 las importaciones se contrajeron casi 70 por ciento (corolario necesario del choque de capitales ya señalado). El aparente sobreajuste al que se sometió a la economía en esta etapa consigue abatir la inflación y equilibrar las finanzas del sector público, pero el costo del ajuste en términos de PIB per cápita y descreación de capacidad productiva significa que

⁹ "En términos generales, al hablar de restricción externa al crecimiento se hace referencia a una situación en la cual la tasa de aumento del producto, asociada al nivel de ahorro de pleno empleo y la relación producto capital marginal, genera un crecimiento de las importaciones superior al de las exportaciones [...] la restricción externa cuya evolución interesa evaluar es la asociada al comercio de productos manufacturados o no primarios" (Casar, 1993, p. 198). Siguiendo este razonamiento, se afirma entonces que a mayor índice de utilización de la capacidad productiva instalada mayor déficit comercial, y viceversa.

las condiciones iniciales, y con ello la restricción externa, se han deteriorado. La tendencia de largo plazo del crecimiento del PIB se ha contraído notablemente; los valores mínimos y máximos alcanzados por el crecimiento del producto en su evolución cíclica se deterioraron durante la etapa de ajuste con recesión de 1983-1988: en el periodo 1971-1976 las tasas de crecimiento máximo y mínimo del PIB fueron 8.5 y 4.2 por ciento respectivamente, correspondientes a tasas de inflación máxima y mínima de 27.2 y 5.2 por ciento; para el periodo 1977-1982 la tasa máxima de crecimiento del PIB fue 9.2 por ciento y la mínima fue negativa por primera vez en décadas, -0.5 por ciento, mientras que la tasa de inflación máxima fue 98.9 por ciento y la mínima de 16.2 por ciento. El periodo de ajuste monetarista 1983-1988 arrojó los siguientes resultados en cuanto a PIB y precios: la tasa máxima de crecimiento fue 3.7 por ciento y la mínima fue negativa, -5.3 por ciento; la inflación máxima ascendió a 159.2 por ciento, y la mínima fue 47.7 por ciento.¹⁰ De ahí que al recuperarse la economía en 1989-1992, la cuenta corriente tienda al desequilibrio (ver gráfica 4) y la restricción externa (7.8 por ciento del PIB correspondiente a una tasa de crecimiento del producto que es apenas la mitad del de 1981) precipite una nueva crisis en balanza de pagos.

II. LA POLÍTICA DE TIPO DE CAMBIO Y LA INFLACIÓN

En cuanto a la relación paridad cambiaria-nivel de precios, en México ha existido un patrón de política monetaria: entre 1972 y 1994 el tipo de cambio se ha utilizado como una herramienta para contener la inflación.

En los ochenta se efectuaron al menos tres maxidevaluaciones, las de 1982 y 1985-1986 fueron devaluaciones reales de 50 por ciento asociadas a programas de ajuste estructural (la segunda vinculada también al tercer *shock* petrolero que redujo el precio internacional de los

¹⁰ Si en lugar de ilustrar la evolución de largo plazo a partir de los valores extremos del pico y el piso de los ciclos de la economía mexicana, tomamos los valores medios, se confirma la misma tendencia: en 1971-1976 la tasa de crecimiento promedio del PIB fue 6.2 por ciento y la inflación media 15.2 por ciento; para 1977-1982 la economía creció al ritmo de 6.1 por ciento en promedio anual y los precios se aceleraron a una tasa promedio de 35.7 por ciento. Este patrón de comportamiento medio de precios y producto contrasta con lo ocurrido en 1983-1988 en que el crecimiento fue -0.1 por ciento y la inflación promedió 86 por ciento. (Ruprah, 1990.)

hidrocarburos y las rentas del petróleo) y la de 1987 estuvo inducida por el *crack* bursátil de ese año. Como resultado la inflación rebasó los tres dígitos, hasta alcanzar 160 por ciento en 1987. Aunque en este caso influyó mucho la monetarización del déficit fiscal, una consecuencia más del choque de capitales de los ochenta. La creación de crédito del Banco Central sirvió para financiar los déficit fiscales (en 1982 el déficit llegó a significar 12.5 por ciento del PIB). Ante la ausencia de perfecta movilidad de capitales, la continua expansión de la base y la oferta monetarias pueden generar inflación no obstante el rezago que mostró el tipo de cambio del peso en esta etapa. Sin embargo, al agotarse las reservas internacionales el Banco de México tenía que devaluar. Un efecto combinado de las devaluaciones y la hiperinflación de 1982-1987 es la contracción del salario real en 40 por ciento.¹¹

El estancamiento *cum* devaluación de los ochenta y las políticas ortodoxas arrojaron un superávit fiscal primario de cinco por ciento del PIB y un superávit operacional de dos por ciento del PIB en 1987. Lo extraño desde el punto de vista del enfoque ortodoxo es que la demanda de dinero (medida por la razón $M1/PNB$) disminuyó sistemáticamente desde 1982 y, sin embargo, la hiperinflación e inestabilidad de la moneda persistían. ¿Por qué? ¿Cuál fue la causa? ¿La monetarización del déficit? No precisamente. El déficit operacional resurgió en 1988, cuatro por ciento del PIB, y se financió principalmente con deuda interna. La monetarización fue parcial. Lo que ocurrió es que las altas tasas de interés real se erigieron en fuente de inflación al gravitar pesadamente sobre el presupuesto federal.

A partir de 1987, la fijación de la tasa de cambio real en un nivel competitivo se convirtió en un objetivo de la política monetaria. (Los bemoles en la manipulación del régimen de tipo de cambio se resumen en el cuadro 1). Los efectos de esta disposición fueron: *i*) menor fuga de capitales; *ii*) lo que se tradujo en un incremento en 100 por ciento de las reservas del Banco de México, que más tarde se usarían para recomprar deuda a una tasa de descuento; *iii*) aumento de las exportaciones manufactureras y reducción de las importaciones pese al deterioro de los términos de intercambio y *iv*) inercia inflacionaria, debido a múltiples factores: los salarios y precios nominales se ajustaban a la inflación pasada; el superávit en cuenta corriente (2.6 por ciento

¹¹ Curiosamente, esto contraviene el dogma monetarista de la rigidez de la tasa salarial real.

del PIB) y el ingreso de capitales aumentaron la base y la oferta monetarias y, por último, la tasa de cambio nominal se ajustaba al alza para mantener una devaluación real.

III. LA ORTODOXIA HETERODOXA: UN NUEVO GIRO EN LA POLÍTICA CAMBIARIA

La modificación de la política monetaria ocurrió cuando en diciembre de 1987 se introdujo el plan de estabilización radical, el Pacto de Solidaridad Económica (PSE). El elemento axial de este programa es la coexistencia de políticas fiscales y monetarias ortodoxas radicales con otras medidas heterodoxas incluidas por razones pragmáticas, no de concepción. Sus componentes más conspicuos son conservadurismo fiscal y monetario, fijación del tipo de cambio *nominal* (se abandona la fijación del tipo de cambio real), control de precios de algunos productos de consumo básico, congelamiento del salario mínimo y de los precios y tarifas de los bienes y servicios del sector público, liberalización comercial y financiera, cambio estructural y desmantelamiento del aparato productivo y financiero estatal. La centralidad de este complejo programa es el papel crucial asignado a la política cambiaria en el combate a la inflación. Por tanto, el Pacto se organiza en torno a la estabilidad de la paridad cambiaria y las demás medidas se tornan subsidiarias de ese objetivo. De inmediato, el tipo de cambio deviene una variable endógena y la sobrevaluación inicia su tendencia *in crescendo* en 1988 (apreciación de 25 por ciento). Pero el efecto buscado se logra: la inflación descendió desde el pico, 180 por ciento anual a finales de 1987, a 20 por ciento entre fines de 1988 y 1990; asimismo, el superávit fiscal primario asciende a siete por ciento del PIB en 1989 y el salario real decrece en 10 por ciento. Un dato que cabe destacar es que aunque el PIB crecía a tasas positivas nuevamente (1 – 1.5 por ciento) hacia fines de la década de los ochenta, el PIB per cápita, fundamental para el mejoramiento de la restricción externa, continuó declinando. Comenzó a gestarse, además, un fenómeno que a la postre socavaría paradójicamente la estabilidad del peso y precipitaría la especulación financiera con Tesobonos y otros títulos que forzaron la devaluación de diciembre 1994: aunque disminuyó la inflación, la tasa nominal de interés no cayó en la misma proporción y, por tanto, la tasa real de interés se disparó.

En 1989 el sistema de paridad nominal fija se sustituyó por otro de *crawling peg* en el que la tasa de devaluación se indizó a la inflación (aproximadamente 20 por ciento). En 1990-1991, adicionalmente, se determinó una disminución en la tasa de ajuste devaluatorio de la paridad nominal, con lo que se rezagó el tipo de cambio hasta quedar prácticamente fijo. De este modo, dado que la inflación fue 30 por ciento en 1990 y 29 por ciento en 1991, el tipo de cambio real permaneció constante en el nivel sobrevaluado de fines de 1988 durante 1989-1990 y se revaluó nueve por ciento en términos reales en 1991 al acusar el efecto de un déficit en cuenta corriente de 15 mil millones de dólares (100 por ciento mayor que el déficit de 1990).

La nueva estrategia monetaria dislocó las tasas de interés no sólo para financiar crecientes desequilibrios en cuenta corriente, sino porque la política cambiaria de *crawling peg cum rezago* cambiario hasta fijar la paridad en la práctica afectó las expectativas sobre el tipo de cambio futuro y menguó la ventaja que significaba la reducción del déficit fiscal primario: ¹² i) aumentó el riesgo-país, lo cual se reflejó en la discrepancia entre la tasa de interés que pagaban los títulos de deuda mexicana denominada en dólares (20 por ciento) y la tasa de interés real de 35 por ciento (interés nominal de 55 por ciento menos inflación de 20 por ciento) sobre los títulos de deuda denominados en pesos; ¹³ ii) para mantener constante —que no estable— y anclar la paridad cambiaria, y con ello anclar también la tasa de inflación, pese al déficit en cuenta corriente de casi cuatro por ciento del PIB hubo que enfatizar aún más el componente ortodoxo del PSE, *i.e.*, aumentar la liquidez de la economía; *iii*) el aumento en las tasas de interés debilitó el equilibrio en las finanzas públicas por su impacto sobre el peso de la deuda interna en el gasto del gobierno.

La restructuración de la deuda externa aligeró las presiones sobre el peso y permitió que las expectativas sobre el tipo de cambio (devaluación esperada de 20 por ciento) convergieran con la tasa de devaluación real implícita en la política cambiaria del gobierno. Éste fue un factor

¹² Por esta razón los CETES perdieron competitividad frente a los TESOBONOS —que aparecen en esta etapa—, puesto que con este último instrumento de deuda pública el gobierno mexicano tomaba todo el riesgo cambiario.

¹³ Los inversionistas esperaban una devaluación de 30 por ciento, mientras que la política cambiaria concedía a lo sumo una depreciación nominal de 20 por ciento. La inconsistencia entre la política cambiaria de *crawling peg* rezagada y las expectativas en el mercado cambiario fue superada parcialmente con el Plan Brady y el Menú del Mercado, pues al cambiar el perfil de la deuda externa redujo su servicio de 5 a 2 por ciento del PIB.

que contribuyó a desactivar la presión en el mercado de cambios en el corto plazo y que postergó la maxidevaluación para una mejor (¿peor?) ocasión. Pero al mismo tiempo determinó que la economía sesgara su trayectoria de largo plazo hacia: 1) el mantenimiento de una paridad cada vez más sobrevaluada; 2) el crecimiento del déficit en cuenta corriente como consecuencia de la tendencia apreciativa de la tasa de cambio, de la política de apertura comercial y de la tasa de interés cada vez mayor.

Durante el periodo 1989-1994, se pergeñaron reformas estructurales y macroeconómicas que los mercados financieros (Wall Street en primer término) juzgan consistentes y necesarias para el relanzamiento de cualquier economía. Desafortunadamente, al conjugarse una restricción externa más deteriorada,¹⁴ con la sobrevaluación de la moneda y un déficit de la cuenta corriente de 7.8 por ciento del PIB, se repitió una vez más el patrón de inestabilidad de la tasa de cambio y del nivel de precios del periodo 1972-1988 y no el patrón más estable que rigió durante 1954-1970. Las bases sólidas para superar los *trade offs* entre el crecimiento y los equilibrios macro y la distribución del ingreso es todavía una tarea pendiente. Citemos algunos datos que documentan lo anterior: durante 1989-1994 la tasa de crecimiento del PIB per cápita fue de 1.5 por ciento, evolución magra en comparación con el tres por ciento de 1965-1980; los coeficientes de importación fueron más altos en 1991 que en 1981, año anterior a la crisis de deuda y al ajuste de la economía, y es más que probable que continuaron aumentando con la apertura comercial, por lo que es razonable esperar un déficit comercial mayor por cada punto porcentual de crecimiento del producto en la era TLCNA que en 1981.

IV. LA DEVALUACIÓN DE 1994-1995

La largamente anunciada maxidevaluación llegó en diciembre 20 de 1994 y la secuela de inestabilidad se extiende hasta ahora (marzo) pues el Banco de México se rehúsa a fijar la paridad por carecer de reservas. Los detonantes inmediatos de la depreciación fueron múltiples: la inversión extranjera en cartera representó 85 por ciento de la inversión

¹⁴ Deterioro en gran parte causado por los "éxitos macroeconómicos" que implicaron una reducción de la inversión pública y privada y que no se pudo revertir cuando la economía volvió a crecer durante 1989-1994 a razón de 2.5 y 3 por ciento en promedio anual.

extranjera total en 1993 y 74 por ciento en 1994, *i.e.*, el desequilibrio externo se financiaba con ahorro externo de corto plazo; en conexión con lo anterior, en el primer trimestre de 1995 el gobierno tendría que disponer de recursos para realizar una amortización total de pasivos por 14 475 millones de dólares (Tesobonos, Cetes en manos de extranjeros y deuda externa), suponiendo que el Banco de México no pudiera recolocar en el mercado los instrumentos de deuda pública;¹⁵ el crédito interno neto del Banco de México aumentó drásticamente desde marzo de 1994 —revirtiendo una evolución contraccionista de cuatro años exactamente—, como efecto de las operaciones de esterilización (expansiva) realizadas por el instituto central a fin de compensar el impacto de las pérdidas de reservas sobre la base y la oferta monetarias, y evitar así una escalada mayor en las ya elevadas tasas de interés.¹⁶

Ya hemos dicho que la devaluación reciente es atípica porque ocurre cuando la economía estaba muy próxima de domeñar la inflación y en observancia del más aséptico balance en las cuentas públicas. ¿Cómo caracterizarla entonces y cuáles serán sus efectos?

El enfoque convencional propone que si al inicio de una devaluación existen recursos productivos ociosos, la devaluación tendrá un efecto expansivo y aumentará el producto y el nivel de empleo. Simplificando, la esencia del enfoque monetarista consiste en que la devaluación debe tener sólo efectos inflacionarios, puesto que la posición normal o de largo plazo de la economía es el pleno empleo o, lo que es lo mismo, la economía opera a una tasa natural de desempleo de pleno empleo. Estos enfoques pierden de vista las condiciones estructurales de una economía semindustrializada y por ello difícilmente pueden predecir el efecto de la devaluación de 1994-1995.

Un enfoque alternativo es el estructuralista (Krugman y Taylor, 1977). Aquí el efecto depende de las condiciones iniciales de la economía que devalúa su divisa. Una devaluación tendrá efectos contraccionistas si se cumple uno o más de los siguientes casos:

¹⁵ El monto total de Tesobonos pendiente de amortización para este año es ahora aproximadamente de 18 a 20 mil millones de dólares.

¹⁶ Robert L. Bartley, editor del *Wall Street Journal*, sostiene en forma arrogante que “México sufre la sabiduría convencional”, supuestamente porque la devaluación y “la calamidad financiera” se pudieron haber sorteado si se hubieran duplicado las tasas de interés antes, “para defender un tipo de cambio de 3.5”, y no después como ocurrió. La candidez (¿o interés egoísta?) de este argumento estriba en creer que el ajuste de una moneda sobrevaluada se puede posponer *ad calendas graecas* sin consecuencias para la planta productiva. (Bartley, 1995.)

1. Si las condiciones iniciales indican que al momento de ocurrir la devaluación existe un déficit en la balanza comercial. En este caso el aumento de los precios de los bienes exportables reduce el ingreso real de la economía que devalúa y aumenta el ingreso real de sus socios comerciales. La misma suerte correrán el empleo y las importaciones, y la magnitud del efecto contraccionista inducido por la depreciación monetaria resultará proporcional a la magnitud de la restricción externa.¹⁷ Dado que la devaluación reciente ocurrió con un déficit en cuenta corriente de 7.8 por ciento del PIB, cabe esperar una contracción del producto.

2. Si la devaluación altera los precios relativos de tal forma que ocurran ganancias de capital en favor de las industrias de bienes exportables y de las industrias de bienes de importación. En este caso la tasa de salario nominal crecerá menos que los precios y si las tasas marginales de ahorro del capital y el trabajo son diferentes, como es natural suponer, se verificará una redistribución del ingreso de los salarios hacia las ganancias y el aumento del ahorro agregado deprimirá la demanda agregada. La magnitud del efecto contraccionista en este caso, está en función de la diferencia de las propensiones al ahorro mencionadas, de la participación del trabajo en el ingreso y de la razón importaciones/PIB. En esta segunda circunstancia el efecto contraccionista tendría lugar aún si la balanza comercial estuviera en equilibrio. Es evidente que el caso mexicano contiene también esta segunda circunstancia, lo que se puede documentar con los siguientes datos: el programa de ajuste para hacer frente a la emergencia económica prescribe un incremento de 10 por ciento al salario nominal, inferior a la inflación esperada (42 por ciento), es decir, el salario real disminuirá; por otra parte, la distribución del ingreso se ha polarizado notablemente desde 1982 hasta la fecha como consecuencia de las políticas económicas ortodoxas aplicadas desde entonces: el coeficiente de Gini aumentó de 0.4292 en 1984 a 0.4749 en 1992 y esta tendencia no ha sido revertida en los dos últimos años (Fujii, 1995).

3. Si la devaluación tiene efectos fiscales, por ejemplo, si en la economía aplican impuestos *ad valorem* al comercio internacional de manera que se verifique una redistribución del ingreso en términos reales

¹⁷ Si la devaluación tiene lugar cuando la balanza comercial está en equilibrio, los efectos derivados del incremento de los precios de las exportaciones y las importaciones se anularán recíprocamente, por supuesto, si los términos de intercambio permanecen constantes.

del sector privado hacia el gobierno. Además, si al ocurrir la devaluación existe un déficit fiscal podría acontecer que los ingresos de exportaciones no compensen al sector privado el incremento en la factura de sus importaciones asociado a la devaluación. Aquí el caso mexicano será un poco diferente porque si bien se ha incrementado en 50 por ciento el impuesto al valor agregado, el efecto fiscal de la devaluación tenderá a hacerse efectivo a través de la revisión al alza al arancel promedio que se ha decretado. Desde el punto de vista fiscal, un Banco Central más autónomo determinará que el efecto ingreso derivado de un déficit en las finanzas públicas sea diferente en comparación al caso en que la monetización o *seignoreage* constituyan el principal método de proveer recursos al gobierno.

4. Efectos monetarios: Si al verificarse la devaluación, el estímulo a los bienes exportables aumenta los precios y la demanda nominal de dinero para un nivel dado del producto y del empleo, pero las autoridades monetarias congelan o contraen el crédito interno y los agregados monetarios no se modifican. El efecto contraccionista se realizará a través de las tasas de interés. Una vez más, el potencial contraccionista para el caso mexicano es muy alto porque la política monetaria para 1995 limitará el crecimiento del crédito interno a 10 000 millones de nuevos pesos. Una idea de este fenómeno se refleja en la evolución de las tasas de interés (TIIP, CETES y CPP) y del índice de precios y cotizaciones de la Bolsa de Valores (ver gráficas 2 y 3). Aunque cabe aclarar que el Banco Central más bien utiliza operaciones de mercado abierto para crear nueva base monetaria, lo que introduce un matiz en el argumento.

CONCLUSIONES

Independientemente de los dispositivos crediticios arreglados para estabilizar los mercados financieros, como el crédito por 52 mil millones organizado por el presidente de Estados Unidos, William Clinton, el escenario más probable para la economía mexicana en los próximos tres años es la contracción y el estancamiento de los sectores productivos y del empleo. Eliminar la restricción externa al crecimiento mediante una recesión no es posible debido, entre otras cosas, a la imperfecta integración de los mercados de bienes y servicios en el ámbito mundial. O, mejor aún, enjugar un desequilibrio comercial equivalente a

7.8 por ciento del PIB a través del solo recurso de la recesión requeriría una contracción de una magnitud insostenible para cualquier economía. Por esta razón, una maxidevaluación puede ayudar a lograr el objetivo del equilibrio externo, pero en manera alguna es condición suficiente. La estrategia anticrisis debe tener un carácter integral y global. Por tanto, no puede soslayar los siguientes elementos (inexplicablemente ausentes en el Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad Emergencia Económica) que deben ser parte del Plan Nacional de Desarrollo:

1) Una política industrial que *guíe* al mercado, similar a la que sustentó la industrialización de los países escandinavos, del sureste asiático, Australia y Nueva Zelanda, entre otros. Experimentar con supuestas políticas *market friendly* o *market conforming*, como hizo América Latina durante su “década perdida”, sólo conduce a “fallas del mercado” y a fluctuaciones cíclicas severas como indica la experiencia.¹⁸

2) Procurar una integración estratégica con la economía mundial en lugar de una integración vía liberalización de importaciones. La primera ruta contribuiría a paliar la propensión de la economía a incurrir en crisis de balanza de pagos y a evitar deterioros drásticos en la restricción externa. La segunda ruta aumenta la fragilidad financiera de una economía semindustrializada como la de México.¹⁹

3) Como complemento, ha de implementarse una política de capitales dirigida a incrementar el ahorro interno, regular el crédito, robustecer la formación de capital y estabilizar la inversión. Ello implica regular la inversión extranjera para que contribuya al incremento del acervo de capital fijo y la calificación del trabajo. Sin una política de capitales de esta índole, los flujos de inversión serán fundamentalmente capital de corto plazo que significarán burbujas especulativas con enorme potencial de desestabilización del tipo de cambio.

4) Superar la contradicción entre macroeconomía y microeconomía explícita en las políticas ortodoxas aplicadas durante 1982-1994. La política monetaria para 1995, anunciada por Banxico, augura que un objetivo de contener la inflación es mantener una tasa de devaluación real que induzca un cambio

¹⁸ Aunque parezca paradójico, en los países desarrollados hoy miembros de la OCDE el *Laissez-faire* fue una creación del Estado interventor, no de la mano invisible.

¹⁹ Y no sólo la estabilidad financiera de economías semindustrializadas puede ser alterada por las políticas de *Laissez-faire*. Las turbulencias monetarias y financieras recientes de Estados Unidos e Inglaterra hunden sus raíces en las políticas ofertistas de la era Reagan en el primero y de la era Thatcher en la segunda.

en los precios relativos a fin de reducir la brecha en la cuenta corriente. Pero si no se resuelve la contradicción micro-macro, ninguna tasa de devaluación real será suficiente a tal efecto.

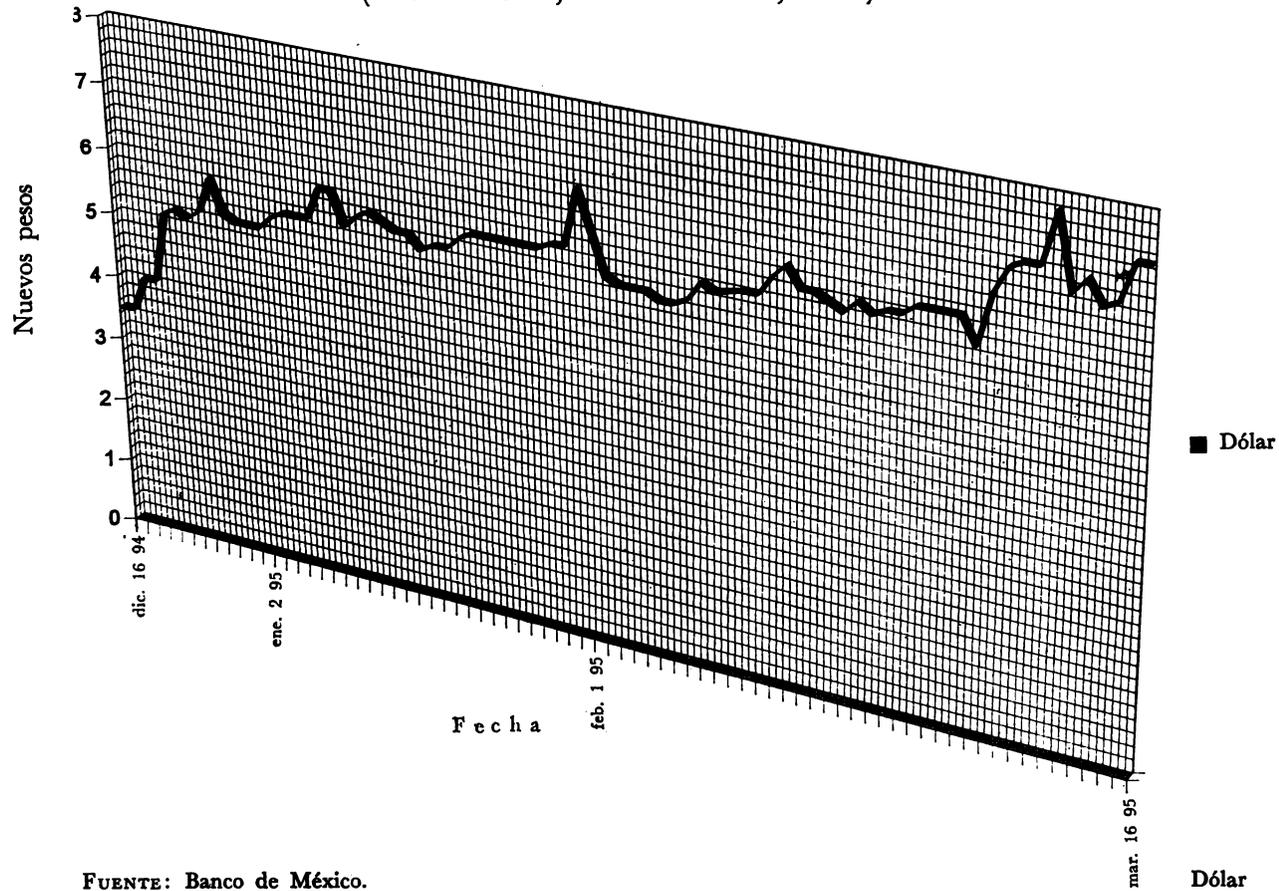
Las experiencias monetarias recientes, nos enseñan que hoy existen buenas razones para ser “escéptico respecto al éxito de una política puramente monetaria dirigida a influir en la tasa de interés”, como lo era Keynes en los años de la Gran Depresión.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco de México, “La Política Monetaria para 1995”, en *Comercio Exterior*, vol. 45, núm. 2, febrero, 1995.
- Bartley, R. L., “México: Suffering the conventional wisdom”, en *The Wall Street Journal*, febrero 8, 1995, p. A18.
- Casar, J., “La restricción externa y el crecimiento a largo plazo”, en Ros, J. (compilador), *La edad de plomo del desarrollo latinoamericano*, México, Fondo de Cultura Económica, 1993.
- Dornbusch, R. y Giovannini, A., “Monetary Policy in the Open Economy”, en *Handbook of Monetary Economics*, North Holland, 1988.
- Financial Times*, diciembre 22, 1994.
- Fujii, G., “La distribución del ingreso en México (1984-1992)”, en *Investigación Económica*, núm. 211, vol. LV, enero-febrero, 1995, Facultad de Economía, UNAM.
- Friedman, M., *A Program for Monetary Stability*, Nueva York, N. Y., Fordham University Press, 1960.
- Gordon, R. J. (Editor), *Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with his Critics*, Chicago, The University of Chicago Press, 1970.
- Hahn, F., *Money and Inflation*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 1985.
- Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Nueva York, Harcourt Brace Jovanovich, 1936.
- Krugman, P. y Taylor, L., “Contractionary Effects of Devaluation”, en *Journal of International Economics*, North Holland Publishing Co., 1977.
- Mancera, M., “Mexico's Monetary Policy in 1994”, en *The Wall Street Journal*, 31 de enero, 1995.
- Ros, J. y Lustig, N., *Stabilization and Adjustment Programmes and Policies*, Helsinki, WIDER, 1987.

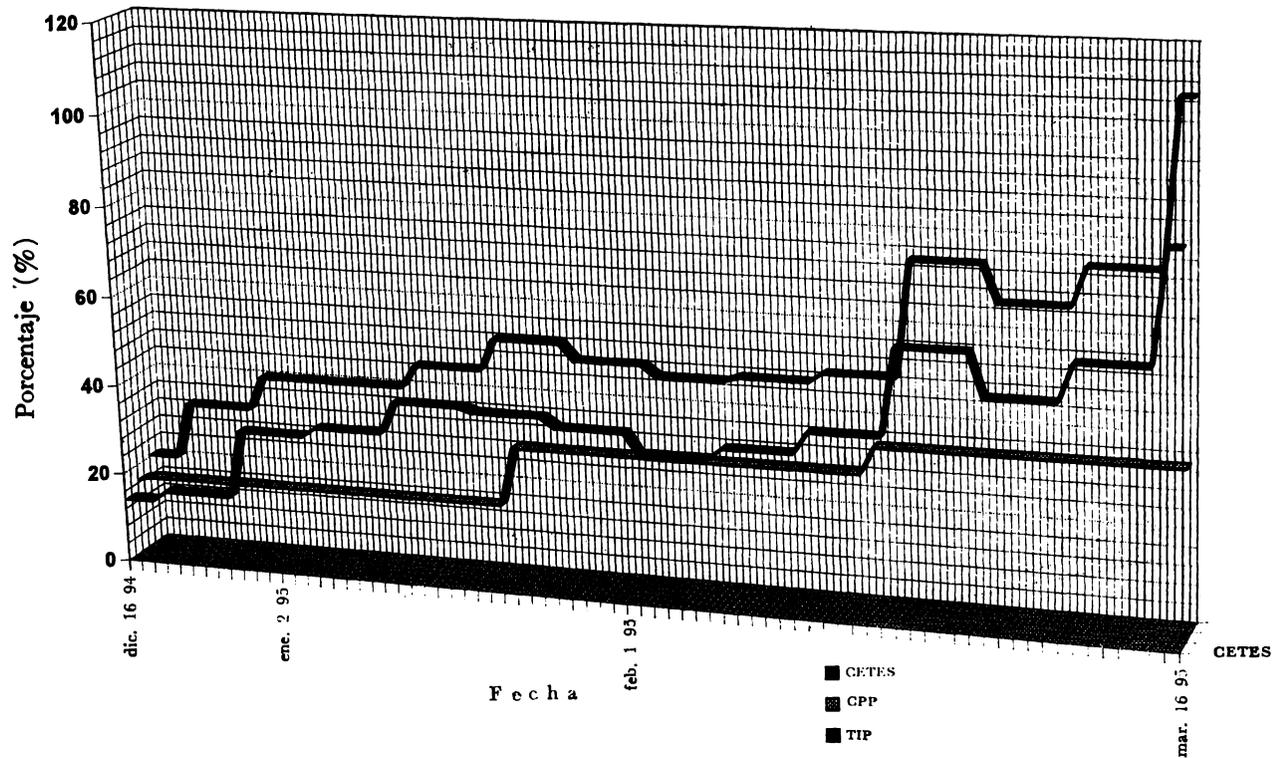
- Ruprah, I., "México, estructura, evolución y problemas principales", en vv.aa., *La Búsqueda de Alternativas*, México, Ediciones de Cultura Popular, 1990.
- Singh, A., "Asian Economic Success and Latin American Failure in the 1980s: New Analyses and Future Policy Implications", *Working Paper*, núm. 204, marzo, 1994, Kellog Institute.

GRÁFICA 1. *Evolución diaria del tipo de cambio*
(Diciembre 16, 1994-marzo 16, 1995)



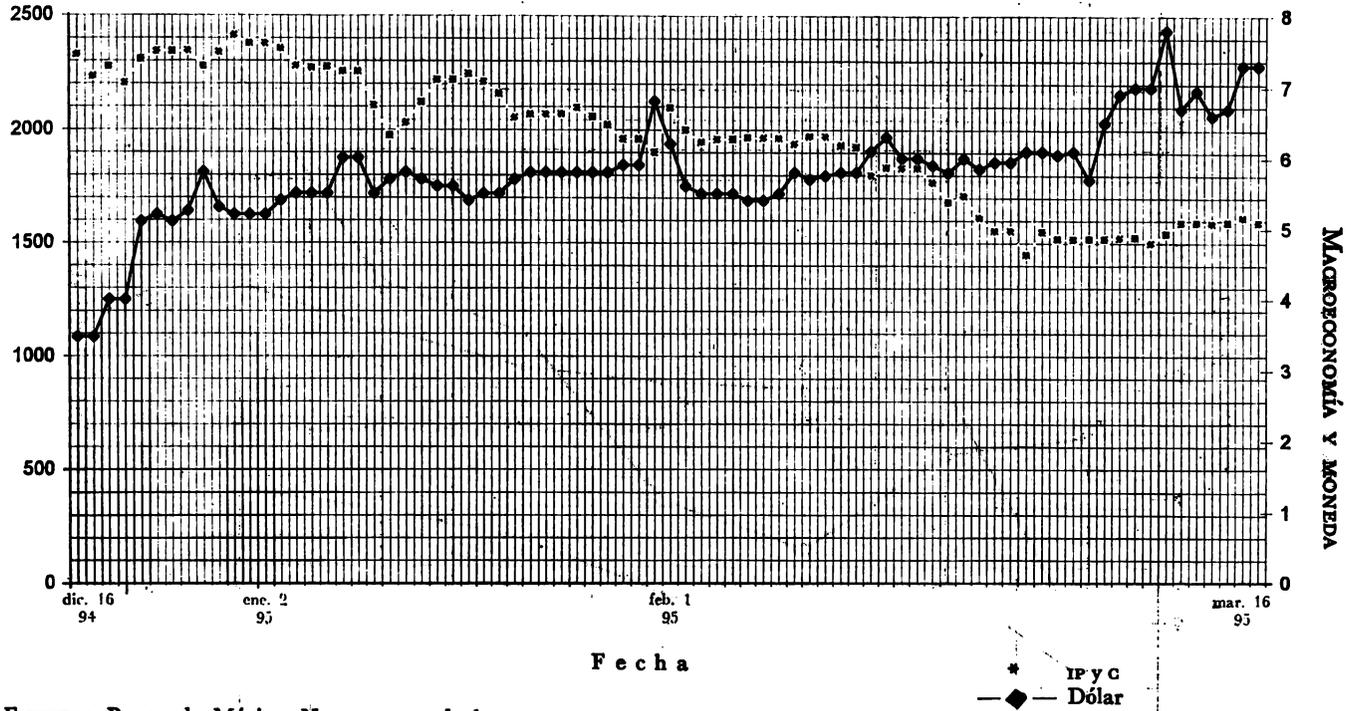
FUENTE: Banco de México.

GRÁFICA 2. Evolución diaria, TIP (tasa interbancaria promedio),
 CETES y CPP
 (Diciembre 16, 1994-marzo 16, 1995)



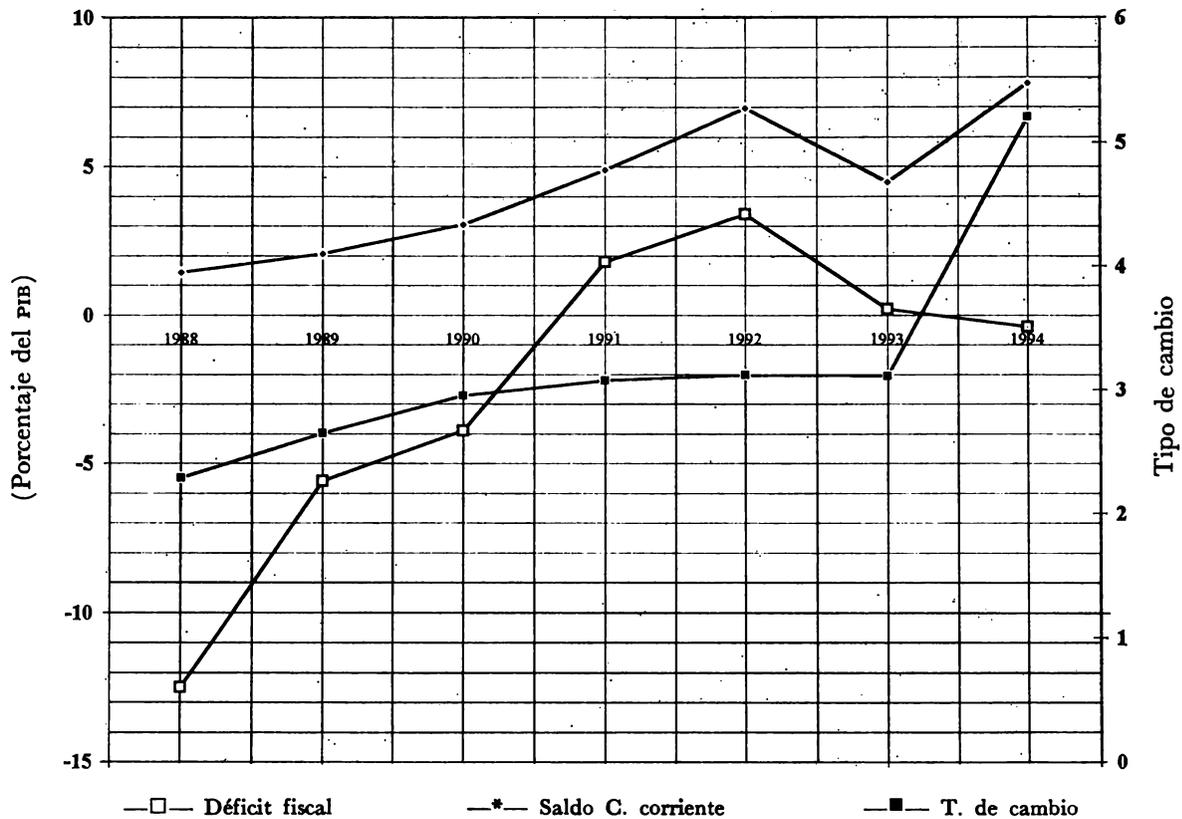
FUENTE: Banco de México. Nota: CETES de 28 días.

GRÁFICA 3. Evolución diaria IPYC y tipo de cambio
(Diciembre 16, 1994-marzo 16, 1995)



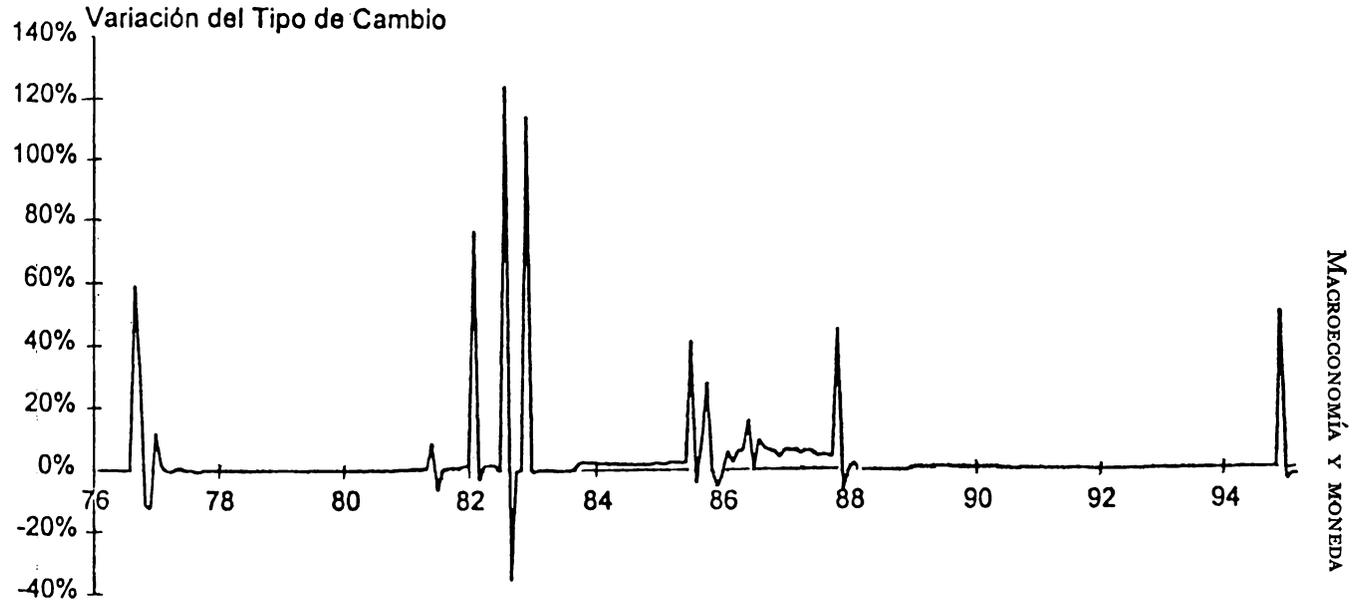
FUENTE: Banco de México. Nota: IPYC de la RMV.

GRÁFICA 4. Evolución de las razones cuenta corriente/PIB, déficit (superávit) fiscal/PIB y tipo de cambio, 1988-1994



FUENTES: Banco de México, INEGI y FMI.

GRÁFICA 5. *Variación del tipo de cambio*



FUENTE: Banco de México.

CUADRO 1. *Regímenes de tipos de cambio, 1982-1992*

Fecha/periodo	Tipo de cambio (pesos/dólares)		Régimen de tipo de cambio
	Mercado	Controlado	
31 Dic. 1981	26.23	—	Flotación controlada.
18 Feb. 1982	44.64	—	Retiro del Banco Central del Mercado. Devaluación del peso.
5 Ago. 1982	104	69.5	Introducción del tipo de cambio dual.
1 Sep. 1982	70	50	Introducción de un completo control de todos los tipos.
13 Dic. 1982	148.65	96.98	Se eliminan en gran medida los controles de cambio (pero se mantienen los tipos duales).
1983	150.29	120.17	Intervenciones del Banco Central en el manejo de los tipos de cambio, controlado y de libre mercado, dependiendo de las condiciones del mercado y de las metas de política.
a			
1985	310.27	256.96	
25 Jul. 1985	347.5	280.92	Medio punto en el tipo de cambio controlado, que implica una devaluación del 16.7 por ciento.
1985	310.28	256.96	Manejo flotante, sesiones de fijación diaria.
a			
1987	1 405.81	1 366.73	
18 Nov. 1987	2 272.5	1 753.85	Cese de intervención en el mercado libre.
14 Dic. 1987	2 227.5	2 198.5	Depreciación del tipo controlado en un 18 por ciento: se reduce el <i>spread</i> entre el tipo controlado y el libre al 1.5 por ciento.

CUADRO 1. (Continúa)

Feb. 1988	2 297.5	2 257	Se fija el peso al dólar a 2 297.5 pesos por dólar.
1 Ene. 1989	2 297.5	2 257	Depreciación preestablecida diariamente de 1.0 por dólar al día.
10 Nov. 1991	3 060	—	Fusión de los tipos “libre” y “controlado”, introducción de la banda de fluctuación que se ensancha gradualmente a 4 puntos porcentuales hacia fines de 1992.

FUENTE: Banco de México.