



Centro de Estudios Económicos

www.colmex.mx

El Colegio de México, A.C.

Serie documentos de trabajo

**UNA VISIÓN GENERAL SOBRE EL TIPO DE CAMBIO EN ÉPOCA
DE CRISIS**

Manuel Gollás

DOCUMENTO DE TRABAJO

Núm. IV - 2004

I LA TASA DE CAMBIO

A. Definiciones y conceptos

La historia económica del México de la segunda mitad del siglo XX es la historia de su balanza de pagos. Por otra parte, en nuestra época de globalización y de creciente comercio, la estabilidad de las naciones depende del comportamiento de dos variables macroeconómicas por demás importantes: la tasa del cambio y la balanza de pagos.

Puesto que este ensayo no está escrito para economistas se consideró necesaria una introducción que explicará brevemente, sin tecnicismos y con la mayor precisión posible, los conceptos teóricos más importantes aquí empleados. Es así que la primera parte de este documento se dedica a explicar conceptos a establecer definiciones, y a ilustrar la manera como ciertas variables macroeconómicas clave interactúan. Los argumentos se constituyen en prosa (esperemos clara) y se hacen sin la ayuda del álgebra, ni de la aritmética, o de algún algoritmo, excepto tal vez el de la suma cuando si se quiere parecer profundo o impresionar a alguien. Asimismo, se recomienda a los economistas de profesión no leer este material ya que corren el peligro de aburrirse y, de seguro, perderán su tiempo. Antes de leer el texto propiamente dicho se recomienda a los principiantes familiarizarse con la Parte I donde, como ya se dijo, se detallan los conceptos y las definiciones que sirven para entender lo que se explica más adelante en las Partes II y III.

Para comprender porque ocurren fluctuaciones en los valores de las variables que definen una economía abierta, como la mexicana que comercia con otras naciones, se requieren llevar los registros contables de las transacciones comerciales internacionales que lleve a cabo. Del tipo y volumen de esas transacciones dependerá si el resto de las naciones nos vendieran más, o menos, de lo que nosotros les vendemos a ellas. Y viceversa. Si el balance es deficitario (o sea, si al resto de las naciones les compramos más de lo que les vendemos), o superávitaro (si les vendemos más de lo que les compramos) dependerá de, entre otras causas, de un precio clave en la economía: el precio, en pesos, de las monedas con que se llevan a cabo hoy día la mayor parte de las transacciones económicas internacionales en el mundo: el Dólar, el Euro y el Yen entre otras.

Una economía que no tiene comercio con el exterior, es decir, una economía cerrada, (difíciles de encontrar en estos días y sólo se menciona a manera de referencia) se encuentra en equilibrio si la cantidad de bienes y servicios que produce, y ofrece, es igual a la cantidad que de ellos se demanda.

Por otra parte, cuando una economía lleva a cabo relaciones comerciales con otros países, esto es cuando se está hablando de una economía abierta, el equilibrio se alcanza si, además del equilibrio interno descrito, el valor de los bienes exportados es igual al de los importados. Al equilibrio entre la oferta y la demanda internas de un país se le llama equilibrio interno, y al que se llega

cuando las exportaciones son igual a las importaciones, se le conoce como equilibrio externo.

Debe advertirse desde el principio, que la mayor parte los conceptos que aquí se emplean, se aplican a una economía abierta, esto es, a una que importa y exporta bienes, compra y vende servicios, ofrece préstamos y también pide prestado. Para conocer de manera ordenada los movimientos en las transacciones económicas internacionales, se requieren definir algunos conceptos contables que, brevemente se explican así:

La cuenta corriente.

Esta cuenta registra el intercambio de bienes y servicios entre países, y de ella forma parte la llamada de mercancías y servicios que contabiliza los pagos y los recibos por concepto de importaciones y exportaciones de bienes tangibles como automóviles textiles, productos agrícolas, etc. Esta cuenta también incluye a los Seguros y al Turismo así como a los intereses, regalías y remesas de mexicanos en el extranjero.

Se registra un superávit en la cuenta corriente si las exportaciones de bienes y servicios son mayores que las importaciones, y un déficit cuando ocurre lo contrario.

- **La cuenta de capital.** Esta cuenta, que registra los préstamos, inversiones y las transferencias internacionales, es parte de la balanza de pagos.

- **La balanza de pagos.** Esta cuenta, de la que forman parte la corriente y la de capital, registra el intercambio monetario entre países por concepto de los pagos y recibos que se originan en las transacciones comerciales y de capitales. La balanza de pagos es entonces la suma de la cuenta corriente y la de capital. Si en cualquiera de estas cuentas se observa un déficit, la balanza de pagos también lo exhibirá. Así cuando la cuenta de capital, o la corriente, es deficitaria, y la otra superavitaria por la misma cantidad, entonces el saldo de la balanza de pagos será de cero, no hay ni superávit ni déficit.

B. La tasa de cambio o el precio de la moneda extranjera

Cuando se lleva a cabo una transacción comercial internacional, como exportar o importar, por ejemplo, generalmente participan en ella más de una moneda. Veamos por qué.

Cuando alguien en México importa una máquina de E.U., por ejemplo, pagará por ella con dólares, no con pesos. Puesto que la moneda de México es el peso, no el dólar, el importador mexicano tendrá que comprar, en algún lugar, los dólares que necesita para pagar por esa compra. Pero ¿cómo, y en dónde, compra el importador mexicano los dólares que necesita?

De la misma manera que cuando se quieren comprar productos del mar en la ciudad de México se va al mercado de la Viga especializado en estos productos, así se acude a los mercados financieros especializados dedicados a vender y a comprar monedas de otros países (diferentes pescados). Los bancos y las casas de cambio, son parte de una red o mercado mundial de divisas donde se adquieren las monedas extranjeras que se necesitan para llevar a cabo las transacciones comerciales entre países (importaciones y exportaciones).

¿Cómo se establece el precio de ese bien llamado dólar que el comerciante mexicano necesita comprar para pagarle al productor de E.U. que le vendió la máquina? Así como en el Mercado de la Viga el precio del pescado se establece según la cantidad de pescado disponible ese día, y de acuerdo a que tanto pescado desean los consumidores; así en el mercado de divisas el precio del dólar se establece mediante el intercambio de información entre los que demandan y ofrecen dólares.

Al mecanismo que determina el precio del dólar, o el de cualquier otra moneda, exclusivamente mediante la interacción de su oferta y su demanda, sin la intervención de las autoridades monetarias (Banco de México o Secretaría de Hacienda, por ejemplo) se le llama de cambio flexible o flotante o limpio. El precio de una moneda así determinado puede variar en cualquier momento de acuerdo a las condiciones del mercado, tal como ocurre con el precio del pescado en La Viga a lo largo del día, sobre todo en Semana Santa.

La cantidad demandada de dólares por parte de aquellos cuya moneda es el peso, por ejemplo, dependerá de la necesidad que tengan de comprar dólares para usarlos en la compra de bienes y servicios de E.U., así como de su interés en adquirir en ese país activos financieros como bonos, o bienes físicos como edificios y fábricas.

Es razonable suponer entonces que, tal como sucedería con cualquier otro bien, o moneda, el dólar por ejemplo, entre más bajo sea su valor o precio, en pesos, más dólares se demandarán para usarlos, si así se desea, en la compra de bienes de E.U. para los que tienen pesos ya que podrán, si así lo desean, comprar dólares baratos con que pagar por las mercancías y servicios que vienen de E.U.

Luego la tasa de cambio de un país simplemente se define como el precio de su moneda en término de otra.

Se distinguen dos mecanismos que sirven para determinar la tasa de cambio. La aplicación del primero resulta en lo que se conoce como tasa de cambio fija y es una situación donde la tasa de cambio extranjera, o sea el precio de la tasa de cambio, lo determina, exclusivamente, o "casi" exclusivamente la decisión del gobierno de aumentarla o disminuirla, o dejarla como está. En contraste, se dice que la tasa de cambio de un país, o sea el precio de su moneda en términos de otra es limpia, flexible, o de flotación, cuando su precio lo determina

exclusivamente la interacción de la demanda y de la oferta de la moneda de que se trate. Esto es, en un régimen de flotación "pura", como también se le conoce, no hay intervención alguna por parte del gobierno para fijar el precio de la divisa o tasa de cambio. En un régimen de flotación "no tan pura", esto es "sucio", el gobierno interviene directamente y determina, de acuerdo con sus objetivos de política económica y prioridades, el precio de la moneda o tasa de cambio en cuestión.

Para hacer más clara la exposición veamos, desde otro ángulo, lo que arriba se explico.

De la misma manera como el gobierno en la Semana Santa de cada año fija el precio máximo al que se puede vender el pescado, así, mediante operaciones de compra-venta de dólares llevadas a cabo por el Banco de México, el gobierno interviene en el mercado de divisas y fija el precio del dólar de acuerdo a sus intereses. Cuando esto sucede se dice que la economía determinó el precio de su divisa mediante mecanismos de flotación sucia. De cualquier manera, ya sea que la tasa de cambio se determine mediante el mecanismo tipo de cambio "libre", o de uno "sucio o no tan sucio", el precio del dólar, en pesos, así determinado, se le llama tasa de cambio del peso por el dólar y viceversa". Veamos algunas propiedades de este precio tan importante en la economía al que se le llama tasa de cambio, pero primero investiguemos algunos de los efectos que, sobre la economía, tienen los distintos métodos para determinar la tasa de cambio.

Se ha observado empíricamente que cuando se emplea el mecanismo de tasa de cambio fija es muy probable que el país de que se trate experimente, tarde que temprano, desequilibrios en su balanza de pagos (déficits o excedentes), mientras que si, por otra parte, se emplea el mecanismo de flotación pura, los ajustes en el precio de la moneda de que se trate, o sea, en la tasa de cambio, se darán automáticamente hasta el punto en que la oferta de esa moneda sea igual a su demanda. Dicho de otra manera, el precio de la moneda en cuestión fluctuará hasta el punto en el que la cantidad demandada de esa moneda sea igual a la cantidad ofrecida de la misma. En México, a finales del año 2000, se aplicaba un sistema de cambio flotante, modificado, aunque no muy puro que digamos.

Como ejemplo de lo que se quiere explicar supóngase una computadora, que, en el año 1900 en E.U., costaba 2000 dólares. Si la tasa de cambio de entonces hubiera sido de 10 pesos por dólar, o, lo que es lo mismo, que cada dólar hubiera podido comprar 10 pesos, o que 10 centavos de dólar hubieran comprado 1 peso, o que cada peso hubiera podido adquirir 10 centavos de dólar, la computadora en cuestión le hubiera costado a un importador mexicano 20,000 pesos (2000 dólares a 10 pesos cada uno igual a 20,000 pesos).

Supóngase ahora otras condiciones en la economía que hacen que, cada peso cueste en el mercado de divisas una cantidad menor en dólares, esto es, una situación en la que cada peso puede ahora adquirir únicamente 8 centavos de

dólar en lugar de 10 centavos como en el caso anterior. Este cambio quiere decir que cada dólar es ahora más caro, ya que con un peso se pueden adquirir menos dólares. Si esto sucede se dice que el peso se depreció, lo que es lo mismo, que el dólar se apreció. En estas circunstancias la tasa de cambio, o sea el precio del dólar, es de 8 centavos de dólar por peso.

Por otra parte, si la tasa de cambio hubiera alcanzado el valor de 5 pesos por dólar, esto es, que cada dólar costara 5 pesos, el dólar se habría abaratado y la misma computadora habría costado solamente 10,000 pesos en lugar de 20,000. En estas condiciones, el comprador mexicano hubiera podido comprar los 2,000 dólares que necesita para pagar por la computadora con sólo 10,000 pesos, ya que cada dólar cuesta ahora 5 pesos en lugar de 10 como antes.

Puesto que la tasa de cambio expresa el valor de una moneda en términos de otra, la relación entre ellas es recíproca, esto es, cuando una de ellas se aprecia la otra se deprecia, y viceversa. Por esto se puede afirmar que cuando el peso se aprecia, en términos del dólar, el dólar se deprecia en términos del peso. Finalmente, la depreciación de una moneda simplemente quiere decir que el número de unidades monetarias que se tienen que ofrecer para obtener una unidad monetaria de otro país ha aumentado.

Por último, la cantidad de dólares que se ofrecen en E.U. a cambio de una moneda extranjera, pesos, por ejemplo, dependerá de los deseos, por parte de los que tienen dólares (ciudadanos de E.U.), por adquirir los pesos que se necesitan para comprar los bienes, servicios y otros activos mexicanos, es decir, para pagar por las exportaciones mexicanas a E.U.

La tasa de cambio, el precio de una moneda en términos de otra, puede, como se vio, variar y al hacerlo, introducir cambios en la demanda, y en la oferta globales de bienes y servicios.

De las consideraciones anteriores se infiere que cualquier perturbación que afecta a la oferta, o a la demanda, de divisas, alterará la tasa de cambio. De aquí se sigue que, para explicar los movimientos ocurren en el valor de la tasa de cambio, se necesite primero conocer la manera como interactúan los factores que determinan el volumen de la demanda y de la oferta de divisas.

C. La demanda y la oferta de divisas.

1. La demanda de divisas

La demanda de dólares, por parte de aquellos cuya moneda no es el dólar es decir, por aquellos como el importador mexicano que demos como ejemplo, se origina en la necesidad de adquirir bienes y servicios, y otros activos físicos y financieros de E. U. Dicho de otra manera, la tasa de cambio, o sea, el precio, en pesos, del dólar, se modifica cuando se alteran las condiciones de oferta y demanda de dólares en los mercados de divisas.

Ahora bien, puesto que para adquirir en México bienes producidos en E. U. se requiere de dólares con que pagar su importación, entre más baratos estos estén, mayor será la cantidad demandada de esos dólares que se utilizarán en la compra de bienes y servicios producidos en E.U. Veamos un poco más de cerca las razones por las que se demandan dólares, teniendo presente que esta demanda aparece cuando se van a llevar a cabo transacciones internacionales que requieren dólares para realizarlas. Entre las más importantes razones por las que se demandan dólares en los mercados de divisas deben citarse:

1. Las exportaciones de E. U.

Una actividad que incrementa la demanda de dólares en los mercados internacionales de divisas es la de los ciudadanos no-estadounidenses que desean adquirir bienes y servicios de ese país, pero que no disponen de dólares para pagarlos. Es así como la necesidad de adquirir más bienes y servicios externos aumenta la demanda por esta divisa. Algo similar sucede cuando se incrementa la demanda de las exportaciones de E. U. al resto del mundo. En estas circunstancias los importadores de trigo en México, por ejemplo, incrementarán la cantidad demandada de trigo cultivado en E. U., así como la demanda de dólares para pagar por los incrementos en la demanda de trigo.

2. Los flujos de capital hacia E. U.

Una actividad que incrementa la demanda de dólares en los mercados de divisas es la de las personas que, aunque no viven en Estados Unidos, desean comprar activos en ese país y al hacerlo demandan dólares para pagarlos.

3. La necesidad de un medio de cambio internacional.

La mayor parte del comercio internacional en nuestros días se lleva a cabo en dólares, de tal suerte que, entre más aumente el comercio mundial, más dólares se demandarán para este propósito.

4. La reserva de divisas extranjeras

A las reservas de monedas extranjeras que los bancos centrales de los países mantienen con fines de políticas monetarias, y de ajuste, la componen diversas monedas como son los Marcos, los Euros, las Libras, y los Yenes, pero, sobre todo, los dólares. Mientras más grande es el volumen de divisas que un país desea mantener, como reserva, mayor será su demanda de dólares, y de otras monedas.

5. El crecimiento del ingreso per capita

Es un hecho empíricamente verificado que el nivel de importaciones de un país lo determina el nivel del ingreso per capita de sus habitantes: entre más crece el ingreso per capita más grandes generalmente serán sus importaciones. Así también, entre más rápido crece el ingreso per capita de los países con los que México comercia, mayores serán las importaciones mexicanas de esos países, y más grande será también la demanda de los dólares que se necesitan para pagarlas.

6. Cambios en las preferencias

Los cambios en las preferencias de los consumidores de un país afectan directamente sus importaciones y, con ello la demanda de dólares para pagarlas.

7. La tasa de interés real en E. U.

La necesidad de los no-estadounidenses de adquirir activos y bonos en E. U. dependerá de que tan elevada es la tasa de interés que reditúan esos valores después de considerar la inflación. Mientras más elevadas sean las tasas de interés real en E. U., mayor será el atractivo que tendrá para los inversionistas de E. U. y de otras partes del mundo mantener activos denominados en dólares.

8. La expectativa de que el dólar encarezca.

Los movimientos de la oferta, y de la demanda de una moneda dependen, entre otras causas, de la expectativa que se tengan sobre los movimientos en el valor de la tasa de cambio. Como cualquier especulador que se respete bien lo sabe, si una moneda se compra a un precio puede, con suerte, venderse después a uno más alto y así obtener ganancias. Es por esto que, la expectativa de un aumento del precio del dólar incrementa su demanda, y ayuda a crear las condiciones para que su precio (tasa de cambio) aumente.

Ya hemos explicado quiénes y porqué se demandan dólares. Queda ahora por dilucidar quienes ofrecen dólares.

La oferta de divisas

Como ya reiteradamente se ha dicho, ofrecen dólares en el mercado de divisas ciudadanos de E. U. que, deseando comprar bienes y servicios, o valores físicos, o financieros fuera de E. U., (sus importaciones) compran con sus dólares la moneda extranjera con que pagarán esas importaciones. Lo más frecuente, sin embargo, es que los importadores de E. U. paguen directamente sus importaciones con dólares, y no con la moneda del país con que se está haciendo la transacción. De cualquier manera, el resultado final de estos movimientos es que la oferta de dólares en el mercado de divisas aumentó.

A manera de resumen se concluye que el precio de la moneda de un país, en términos de otra, o sea su tasa de cambio, lo determina el comportamiento de

la demanda, y el de la oferta, de la moneda del país de que se trate. De aquí se sigue que entre más bajo es el precio del dólar, en pesos, más barato será para los que tienen pesos, (los mexicanos) comprar bienes y servicios de Estados Unidos.

Dicho de otra manera, cuando el dólar se deprecia frente al peso se demandarán más de esos dólares baratos que servirán para comprar los bienes importados de E. U. que ahora son también más baratos. En el caso contrario, cuando el dólar se aprecia (el peso se deprecia), el valor de las exportaciones de E. U. aumentará en pesos. Los mexicanos necesitaron ahora menos bienes de E. U. esto demandarán menos dólares.

II La tasa de cambio, la inflación y el desempleo

A. La tasa de cambio y los desequilibrios económicos

Si nos interesa conocer la manera como alteraciones en el valor de la tasa de cambio ocasionan desequilibrios internos y externos en una economía, debemos primero que nada, definir qué se entiende por estos conceptos y posteriormente, investigar la manera cómo modifican a la demanda y oferta globales.

Se dice que una economía abierta se encuentra en equilibrio cuando los valores de sus variables clave, o "fundamentales", hacen posible que la oferta global (lo que se produce en el país de bienes y servicios más lo que se importa) sea igual a la demanda global (lo que demandan de la oferta los nacionales más los extranjeros, o sea, nuestras exportaciones).

Así se tiene que, cualquier desviación de los valores de equilibrio dan lugar, a cambios en el nivel general de precios. Si la demanda global es mayor que la oferta, el nivel general de precios. Si la demanda global es mayor que la oferta, el nivel general de precios aumentará, situación que en principio, puede convertirse en una inflación (aumento acelerado y generalizado de los precios). Por otro lado, si la oferta global es mayor que la demanda, el nivel general de precios disminuye y la economía podría encaminarse a una recesión.

Así también, un desequilibrio externo aparece cuando las importaciones de un país no son iguales a sus exportaciones, o sea cuando la cuenta corriente de la balanza de pagos no está en equilibrio. Más adelante veremos qué puede hacerse cuando en la economía se observan desequilibrios de esta naturaleza. Veamos primero más de cerca la manera como interactúan la tasa de cambio y los desequilibrios macroeconómicos.

Debe, por otra parte, debe quedar muy claro que la tasa de cambio es una de un buen número de variables que de manera conjunta, interactúan con la balanza de pagos, para determinar el equilibrio económico global. Sucede por

esto que cuando en una economía las importaciones son mayores que las exportaciones (debido a que la tasa de cambio es elevada y resulta barato importar y caro exportar), la balanza de pagos deficitaria que se origina llevará probablemente a la economía a un acelerado crecimiento de los precios, es decir, a una inflación. Por otra parte, cuando ocurre que las exportaciones son mayores que las importaciones, (debido a que la tasa de cambio es baja y es barato exportar y caro importar) la balanza de pagos será superávitaria y llevará a la economía a una disminución en su ritmo de crecimiento.

Debe resaltarse que un déficit en la balanza de pagos puede llevar una disminución de las reservas, dado lo tentador que resulta para las autoridades cubrir el déficit con la reserva de divisas. Puede, sin embargo, darse el caso que la disminución en la reserva de divisas de un país no signifique problema económica alguno. Esto es, los pagos por realizar pueden ser consecuencia de la necesidad de cumplir con pagos calendarizados de corto en ciertas épocas del año de manera de pagar holgadamente las importaciones de materia prima y equipo para la producción. Más adelante en el año, cuando los bienes manufacturados con la materia prima importada se exporten a su vez transformados, la reserva de divisas volverá a su nivel histórico.

Por otra parte, debe tenerse presente que la reserva de divisas desempeña un papel importante en las políticas de ajuste, ya que estas se constituyen precisamente con el objeto de pagar deudas por importaciones realizadas, y sirve a manera de "colchón" en situaciones cuando las ganancias que se obtienen en el extranjero por exportaciones son insuficientes para cubrir los pagos que, en dólares, se tienen que hacer por esas importaciones.

Los problemas, sin embargo, realmente aparecen cuando se tiene un flujo excesivo y continuo de pagos que se tiene que hacer al exterior. Este gasto excesivo que toma la forma de una cuenta corriente deficitaria, nos sugiere que el país en cuestión está consumiendo más allá de los recursos de que dispone.

El desequilibrio en estos casos se corrige importando menos, o exportando más, o las dos cosas a la vez. Si por alguna causa el desequilibrio en la balanza de pagos no se corrige a tiempo, las reservas se agotaron y otros países e instituciones internacionales financieras dejaron de ofrecer préstamos dada la incertidumbre sobre si el país estará en condiciones de pagar. Por otra parte, pudo haber también sucedido que el desequilibrio en la cuenta corriente, causado a su vez por una tasa de cambio elevada que facilitó las importaciones y desalentó las exportaciones, acentuó, tarde que temprano, los equilibrios internos y externos del país. En estas condiciones de la economía generalmente se recomienda aplicar las "políticas de ajuste" necesarias para corregir los desequilibrios.

Los mecanismos de corrección disponibles se entenderán mejor si recordamos que el precio de los bienes que se intercambian en el comercio internacional lo componen dos precios: (a) el precio del país de que se trata y; (b) el precio al que la moneda de ese país se intercambie por otras, es decir, por su

tasa de cambio. Si México, por ejemplo, se enfrentará a un déficit importante en su cuenta corriente, es decir, estuviera importando más de lo que está exportando, podría seguir uno de dos caminos para disminuir su déficit. El primero sería reducir los costos de producción mediante avances tecnológicos que disminuyeran el precio de los bienes que se están exportando. Esto aumentaría la demanda de esos bienes en el extranjero y se reduciría así el déficit de la cuenta corriente. El segundo camino que puede llevar a que se reduzca el precio de las exportaciones mexicanas y así, se estimule la demanda de sus exportaciones, dependerá del precio al que la moneda de México se intercambie por otras monedas, o sea su tasa de cambio.

En ambos casos, ya sea que la disminución en los precios de los bienes que se exportan sea atribuible a una reducción de la tasa de cambio, o a un avance tecnológico que disminuya los costos de producción (aumento en la productividad) el resultado final seguramente será que las exportaciones aumenten al hacerse relativamente más baratas (competitivas). Claro está que estos resultados sólo se obtendrán si las importaciones no aumentan más rápidamente que las exportaciones. Veamos como se llevan a cabo estos ajustes pero primero que nada, aunque resulte repetitivo, hagamos un breve resumen de lo hasta ahora expuesto.

Hemos explicado que el intercambio comercial entre países se realiza mediante la acción de individuos, o empresas que, mediante cálculos que toman en cuenta los precios nacionales, y los de otros países, deciden cuánto y qué les conviene exportar o importar. Desafortunadamente para el intercambio, cada país tiene su propia moneda, Estados Unidos dólares, España pesetas, Francia francos, México pesos, etc. EL EURO constituye una excepción ya que representa un esfuerzo por unificar las monedas europeas en una sola: el EURO. El hecho de que se empleen diferentes monedas ocasiona al comercio complicaciones de dos tipos: (1) el importador necesita conseguir la, o las, monedas extranjeras de que se trate con el fin de pagar con ellas las importaciones y; (2) necesita elegir el mecanismo mediante el cual determina a qué precio su moneda se cambia por otra, o sea su tasa de cambio. Un dólar, por ejemplo, podía comprarse, en el año 2000, por aproximadamente diez pesos mexicanos. Este precio, o tasa de cambio, se determina, como vimos, en el mercado de divisas que está formado por los bancos, los "brokers", las casas de cambio, etc., que son los que compran y venden moneda extranjera.

Como antes se dijo, cuando la tasa de cambio la determina el libre juego entre la oferta y la demanda no habrá ni déficits ni excedentes de monedas extranjeras, ya que el funcionamiento del mercado de divisas asegura, subiendo o bajando el precio de la moneda, que su demanda sea igual a su oferta. Cuando esto ocurre, se dice que el precio de la moneda extranjera se ha determinado y que se ha alcanzado el precio de equilibrio establecido por la oferta y la demanda de la divisa en cuestión.

Porque pareciendo tan fácil determinar la tasa de cambio los gobiernos intervienen, en mayor o menor grado, en el mercado de divisas? ¿Porqué no se deja en paz al mercado de divisas de tal manera de manera que funcione "naturalmente"? La contestación parcial a esta pregunta se encuentra estudiando de cerca el efecto que, en el nivel de la tasa de cambio, y sus movimientos, tienen ciertas variables clave de la economía. Veamos.

B. Los movimientos de la tasa de cambio

Supóngase que la tasa de cambio del peso en relación al dólar, aumentó o, dicho de otra manera, que la tasa de cambio del dólar, en relación al peso disminuyó. Esto significa que las exportaciones de México a Estados Unidos, o sea, las importaciones de bienes y servicios mexicanos por parte de E. U. son ahora más caras para los estadounidenses. Esto pasará porque, con el aumento de la tasa de cambio del peso, cada dólar compra ahora menos de los pesos que sirven para pagar las importaciones que vienen de México, o sea las importaciones mexicanas por parte de Estados Unidos. De manera simétrica, cuando la tasa de cambio del peso aumenta (cuando la del dólar disminuye), el precio de las importaciones que México hace de Estados Unidos disminuye, lo que quiere decir que ahora cada peso puede adquirir más de los dólares que servirán para pagar las importaciones mexicanas por parte de Estados Unidos.- En general se espera que un incremento en la tasa de cambio del peso tenga como consecuencia aumentar nuestras importaciones y disminuir nuestras exportaciones.

Por otra parte, a medida que nuestras exportaciones se reducen el empleo en las industrias de exportación disminuye también, ya que ahora se produce una menor cantidad de los bienes de exportación cuya demanda disminuyó debido a que ahora son más caros para los estadounidenses.

Por otra parte, el empleo de trabajadores en las industrias nacionales que compiten con bienes importados disminuye también. Esto se debe a que ahora resulta más barato importar esos bienes que producirlos en México empleando mano de obra mexicana.

Por otra parte, el empleo de trabajadores en las industrias nacionales que compiten con bienes importados disminuye también. Esto se debe a que ahora resulta más barato importar esos bienes que producirlos en México empleando mano de obra mexicana.

Resulta tal vez ahora comprensible porqué generalmente preocupa que el peso aumente de valor en relación al dólar, ya que, cuando esto ocurre la tasa de cambio del peso afecta negativamente las exportaciones, y, por lo tanto el nivel de empleo de las industrias nacionales que compiten con bienes importados. Frecuentemente periodistas y conductores de radio y televisión cometen, a la luz del razonamiento anterior, un error de juicio económico al celebrar, siempre con júbilo, que el peso amaneció "duro" o "fuerte" ese día, es decir, que el peso subió,

cuando esto, según vimos, puede significar que importaremos más, exportaremos menos y emplearemos menos gente. Lo de "duro" es un concepto relativo, a menos que se piense que todo lo "duro" es siempre bueno.

Un peso que amanece duro puede ser buena o mala noticia, dependiendo de qué lado esté uno y cuáles sean nuestros intereses.

2. Cuando la tasa de cambio baja

Hemos visto que una disminución de la tasa de cambio del peso hace que aumente la demanda global (la suma de las demandas de bienes y servicios por parte de mexicanos y extranjeros). Este aumento ocurre debido a que el incremento en la tasa de cambio hace que aumenten nuestras exportaciones que ahora son más baratas para los extranjeros. Simultáneamente, sin embargo, la disminución de la tasa de cambio desalienta las importaciones que ahora son más caras para los mexicanos. Así, estos dos efectos, el aumento de las exportaciones y la disminución de las importaciones, estimulan el empleo. Asimismo, las industrias mexicanas que compiten produciendo bienes similares a los importados reaccionarán en la misma forma, aunque con más lentitud.

Un error frecuente de política macroeconómica, se comete cuando, al intentar corregir los desequilibrios internos y externos, no se aplican, simultáneamente, otras políticas que atenúen los efectos negativos de una sobrevaluación que, como antes se explicó, desalienta las exportaciones al hacer las importaciones artificialmente baratas. Un corolario negativo de la política de mantener sobrevaluada la moneda es que, inevitablemente, tarde que temprano, llevará a la economía a déficits crecientes y continuos en su balanza de pagos. El resultado de mantener la tasa de cambio sobrevaluada es que hace a la producción para exportar poco atractiva y, simultáneamente estimula el crecimiento de las importaciones.

En una situación de desequilibrio como esta, lo primero que generalmente se les ocurre a los encargados de la política económica (economistas venidos a políticos y políticos aprendices de economistas) es devaluar, ya que con la aplicación de esta medida se espera que resulten efectos contrarios a los de una sobrevaluación. Desgraciadamente a la devaluación casi siempre la acompañan, todo tipo de secuelas negativas. Entre estas sobresale el encarecimiento de las importaciones de insumos y bienes de capital necesarios en la producción interna y las exportaciones.

Una devaluación puede, por supuesto, también traer consigo efectos positivos en la economía. Los que piensan que devaluando se corrige el problema del déficit en la cuenta corriente resaltan el hecho de que una devaluación, al estimular las exportaciones haciéndolas más competitivas, lleva a que disminuya el déficit comercial en el país. Por otra parte, no es improbable que en esta situación el precio de las importaciones aumente al perder valor el peso en relación al dólar (devaluación). En esta nueva situación cada peso comprara

ahora menos dólares o, dicho de otra manera, se necesitarán más pesos para comprar la misma cantidad de bienes importados.

El resultado final de la política devaluatoria dependerá de la rapidez, e intensidad, con que reaccionen la oferta de exportaciones y la demanda por importaciones a movimientos en la tasa de cambio. A estas incógnitas se requiere dárseles respuesta empírica antes de embarcarse en un programa devaluatorio de ajuste.

Por otra parte, y esta vez argumentando en contra de la devaluación como la política para restaurar el equilibrio global, un pesopreciado, o sea, una tasa de cambio sobrevaluada, abarata el precio de los insumos y de otros bienes de capital importados. Es por esta razón que un peso caro (dólar barato), estimula la producción y el empleo y desalienta las condiciones que propician un rápido crecimiento de los precios (inflación).

Es así que un peso subvaluado propicia aumentos en los precios de los bienes incluyendo entre ellas los de los insumos y otros bienes importados. Por su parte, un peso barato (dólar caro) desalienta el empleo, reduce la oferta y propicia la inflación.

El efecto dual de un movimiento en la tasa de cambio puede resumirse así: por un lado un peso caro (apreciado) es, por su efecto negativo en las exportaciones, un factor que contrae el crecimiento de la economía. Pero, por el otro lado, ese mismo peso caro, al abaratar las importaciones, entre ellos los insumos de materia prima necesarios para la producción), estimula la oferta global y se convierte en un factor de crecimiento de la economía.

Dependiendo de cuál efecto es mayor, el que se origina del lado de la demanda, o el que lo hace por el lado de la oferta, un peso caro puede aumentar, o disminuir, la producción y el empleo según sea el caso.

De lo que si se puede estar seguro, o casi seguro, en economía casi nunca se está seguro de algo, es de que un peso caro (un dólar barato) disminuye las presiones inflacionarias. La razón es que tanto los efectos por el lado de la demanda, como los de por el lado de la oferta, ejercen presiones para que reduzcan los precios.

A manera de resumen de lo visto hasta ahora hagamos las siguientes consideraciones. Los movimientos en la tasa de cambio ejercen efectos importantes sobre el equilibrio macroeconómico y sobre la oferta y la demanda globales. Por ejemplo, una tasa de cambio del peso sobrevaluada, esto es, un dólar barato, tiene, por sus efectos sobre la demanda agregada, y por el desestímulo que genera en las exportaciones, un efecto contraccionista en la economía. Por una parte, por el efecto positivo que se da en la oferta global mediante insumos más baratos, el peso sobrevaluado genera ahora también un efecto expansionista que ayuda a que disminuya el precio de los insumos

importados necesarios para la producción y el empleo. Dependiendo de cuál de los dos efectos es más fuerte, el que se origina por el lado de la demanda, o el que aparece por el lado de la oferta, un peso sobrevaluado puede incrementar, o disminuir el PIB. Antes de aplicar un programa de ajuste macroeconómico deben estimarse la magnitud y la confiabilidad de los parámetros del modelo que se esté empleando puesto que, como hemos visto, el resultado puede ir en cualquier sentido.

Finalmente, debe resaltarse el hecho de que un peso sobrevaluado, o sea una tasa de cambio elevada, disminuye, como se explicó arriba, las presiones inflacionarias por los efectos que tienen ambas, la demanda y la oferta globales.

C. La tasa de cambio y la política monetaria

Tómese, como ejemplo, una economía que tiene, en relación al PIB, un déficit significativo en su balanza de pago. Este déficit significa, como ya vimos, que la economía está importando más de lo que está exportando, y que esa diferencia, o sea la cantidad no cubierta por los dólares que se obtienen por exportaciones, tendrá que ser financiada de alguna otra manera. ¿Cómo se establecerá ese nuevo valor de la tasa de cambio que, se espera, simultáneamente, hará que disminuyan las importaciones y, con suerte, estimule también las exportaciones?

Se distinguen dos caminos que sirven para lograr este objetivo. Antes de continuar, sin embargo, necesitamos primero saber si la economía está funcionando bajo el sistema de "tipo de cambio fijo", o uno del tipo "flotante". Esto es, necesitamos saber si se está empleando un mecanismo de libre flotación que, como vimos, se apoya exclusivamente en la interacción entre la oferta y la demanda para fijar el precio de equilibrio de la tasa de cambio, o se está utilizando uno de cambio fijo determinado por el gobierno de acuerdo a sus objetivos. En el primer caso de un déficit y un sistema de cambio flotante, y después de haber llevado a cabo todos los ajustes entre la oferta y la demanda de la moneda de que se trate, el resultado final es un nuevo nivel de equilibrio y una tasa de cambio más alta. Estos resultados ayudarán así a reducir el déficit en la balanza comercial.

Si para determinar el nuevo nivel de la tasa de cambio se emplea el mecanismo de "tipo de cambio fijo", las autoridades monetarias fijarán, de acuerdo a su criterio, cual debe ser el valor de la nueva tasa de cambio. Las políticas y las operaciones monetarias del gobierno tendrán ahora como principal objetivo conseguir los dólares faltantes para pagar el exceso de importaciones sobre exportaciones.

Cuando los flujos financieros hacia el país de que se trate se reanuden nuevamente y después de haber aplicado el programa de ajuste, se estará exportando más, importando menos y/o pidiendo prestado. Conviene entonces

que el Banco de México realice las operaciones monetarias necesarias de manera que la oferta de dinero, o base monetaria (en pesos), se mantenga más o menos la misma. Si esto se logra se evitarán efectos indeseables como la inflación que, en este ejemplo, sería directamente causada por el ingreso a la economía de dólares adicionales.

A las operaciones financieras del Banco de México que sirven para neutralizar los efectos negativos de la entrada de dólares al país, se le llama la "esterilización" de esos dólares. Veamos un poco más acerca de este importante concepto: A la oferta monetaria total de un país la componen sus reservas de moneda extranjera más el volumen total de moneda nacional como billetes, monedas, así como las cuentas de ahorro, etc., y otros instrumentos financieros. El volumen o masa monetaria total estará determinada por la política de crédito expansionista o restrictiva del Banco de México según sea el caso. Es por esto que, cuando los flujos externos de capital hacia el país aumentan, equivale a incrementar la oferta monetaria total. Un incremento en la oferta total de dinero, ya sea que se origine por un aumento del flujo de divisas, o por un aumento en la oferta monetaria nacional, tiene generalmente efectos inflacionarios. Estos efectos también tienen como consecuencia que cuando los flujos externos de capital aumentan las autoridades monetarias generalmente intentan disminuir la oferta monetaria mediante políticas monetarias restrictivas y con la esperanza de contrarrestar, o cuando menos mitigar, los probables efectos inflacionarios de la entrada de capital desde el exterior. A estas acciones del Banco de México, como se explicó, se les llama "esterilizar" los efectos inflacionarios y se logra a través de políticas que se sabe tienen efectos contrarios a los de aumentar la oferta monetaria. En el ejemplo que se está explicando de una economía con déficit en su balanza comercial, las operaciones de esterilización consistirán, entre otras medidas, en la compra, por parte del gobierno, de deuda pública, es decir, de bonos a cambio de dinero y otros instrumentos financieros similares.

Veamos otros aspectos que agregan a la descripción del papel que tiene la tasa de cambio en los programas de ajuste y tomemos a México como ejemplo.

D. La tasa de cambio en los programas de ajuste

Supóngase un país (México) con un déficit en la cuenta corriente de su balanza de pagos y una tasa de cambio determinada por un régimen de tasa de cambio fija. Esta situación describe en términos generales un desequilibrio en el que el país está pagando al exterior por importaciones más de lo que recibe por exportaciones. En este ejemplo el problema central de la política económica se convierte ahora en cómo pagar el déficit de la cuenta corriente. Este déficit puede financiarse iniciando diversas acciones entre las que destacan las siguientes:

- 1) Acudiendo a la reserva de moneda extranjera de que se dispone;

- 2) Solicitando préstamos a la comunidad financiera internacional (pública y privada);
- 3) Haciendo atractivo México a la inversión extranjera, ya sea en la forma de Inversión Extranjera Directa (IED), o en instrumentos financieros de todo tipo.

El peso de la política económica del país se orientará ahora a reducir el déficit mediante la promoción de actividades que propicien la entrada al país de más divisas que las que sales. Ilustremos con el ejemplo anterior lo que se quiere explicar, suponiendo, además, que el país vive una situación en la que el acceso al capital externo ya no es una opción realista a la que se pueda tener acceso y, aún siendo el caso de que si se pudiera, se obtendría a un precio muy alto (tasas de interés muy elevadas).

Una manera de reducir el déficit de la cuenta corriente en una economía como la descrita, es disminuyendo la demanda interna de bienes importados. ¿Cómo se logra esto? Si en un país observa una elevada propensión a importar, esto es cuando una importante parte de su ingreso se lo gasta en la importación de bienes y servicios de otros países, un aumento en los impuestos y en las tarifas de importación generalmente logran el objetivo de reducir las importaciones. Esta recomendación de política se sustenta en la observación empírica, verificada en numerosos estudios, de que cuando el ingreso per capita de un país aumenta su propensión a importar tiende a aumentar también. Algunos países llegan al extremo de prohibir totalmente parte de sus importaciones (usualmente bienes no esenciales o de lujo). Este tipo de control claramente disminuye las alternativas de elección de los consumidores, pero también reduce las importaciones, que es el objetivo que se quiere alcanzar.

La aplicación de tarifas para reducir el déficit ofrece, según algunos, ventajas, aunque los hay también quienes piensan lo contrario. Los que critican estas políticas sostienen que la aplicación de tarifas no es la medida adecuada ya que no incentiva a las empresas a reducir sus costos, o a incrementar la productividad, o a hacerlas más competitivas.

Hay, por otra parte, quienes sostienen que para disminuir el déficit en la balanza de pagos se requiere incrementar el precio de los bienes importados hasta el punto de que las importaciones disminuyan y las exportaciones aumenten. Los que así piensan consideran que de esta manera se llega a los mismos resultados que cuando se devalúa, pero sin efectos colaterales adversos. Otros no están de acuerdo con este razonamiento y sostienen que el éxito dependerá, críticamente, de la manera como las exportaciones y las importaciones responden a las políticas de abaratamiento, o encarecimiento, de la tasa de cambio. Dicho de otra manera, el efecto final de una devaluación sobre el déficit, según estos economistas, dependerá de qué tan sensibles sean las importaciones y las exportaciones a movimientos en los precios, sobre todo al precio o valor de tasa de cambio.

Ya hemos explicado que cuando el precio de una moneda, en términos de otra, aumenta, el peso en términos del dólar, por ejemplo, nuestras exportaciones

encarecen y, por lo mismo, se hacen menos atractivas para los compradores extranjeros. Asimismo con esta medida nuestras importaciones se hacen relativamente más baratas y, atractivas. ¿Qué consecuencias adicionales tendrán las fluctuaciones en el precio de la tasa de cambio sobre la economía? Veamos.

A La tasa de cambio y la demanda y oferta globales

1.- La demanda global

Recuérdese que la cuenta corriente de la balanza de pagos, tal como lo hemos definido, registra el intercambio de bienes y servicios entre países. Se hace referencia a ella como la diferencia entre exportaciones e importaciones, o sea, las exportaciones netas. Es claro que si las exportaciones disminuyen, y las importaciones permanece sin cambio alguno, tarde que temprano la cuenta corriente se hará negativa, y lo mismo pasará con la balanza de pagos de la que forma parte. El resultado final será un déficit en la cuenta corriente y en la balanza de pagos. Pero volvamos a hacernos la misma pregunta que nos hicimos al principio de este trabajo. ¿Por qué no conviene a una economía mantener una balanza de pagos continuamente deficitaria?

Recuérdese que las importaciones que otros países hacen de nuestros productos son nuestras exportaciones, y que la demanda global de lo que se produce en México es la suma de los bienes y servicios demandados por lo que viven en México, más los bienes y servicios demandados por los que los compran en el extranjero, es decir, nuestras exportaciones. Es así, que si nuestras exportaciones disminuyen, lo hace también nuestra demanda global, ya que aquellas son parte de esta.

Dicho de otra manera: un aumento en el valor de la tasa que disminuya su demanda global ya que, como ya vimos, está compuesta por la demanda nacional más la demanda extranjera. En qué tanto disminuye la demanda global dependerá de la importancia que tenga en ella la industria exportadora. Entre más grande sea esta más desempleo propiciará y más disminuirá la demanda global. Este mecanismo explica porque una disminución en la demanda global, causada por un incremento en la tasa de cambio, conduce a una disminución del IB.

De la misma manera se pueden rastrear los efectos de una disminución en la tasa de cambio. Esta vez la demanda global crecerá porque se incrementa la demanda de nuestras exportaciones que ahora son más baratas, y por qué, simultáneamente, disminuyen las importaciones que ahora nos resultan más caras. Estos movimientos dan lugar a que el empleo en las industrias de exportación aumente.

Ya vistos los efectos de movimientos en la tasa de cambio sobre la demanda global, veamos su efecto en la oferta global.

2. La oferta global

Así como los movimientos en la tasa de cambio, afectan a la demanda global (véase arriba), y tienen importantes consecuencias en el equilibrio macroeconómico, algo similar pasa con el efecto que, sobre la oferta agregada, tienen movimientos en la tasa de cambio. Ilustremos con un ejemplo.

México, como casi todas las naciones, importa materias primas y maquinaria y equipo para emplearlos en la producción. Concretamente también ya se vio que un incremento en la tasa de cambio abarata todas las importaciones, incluyendo entre ellas, por supuesto a las materias y al equipo. Dicho de otra manera, un peso apreciado (una tasa de cambio elevada) contribuye a disminuir el precio de los insumos y de la maquinaria y equipo importados. Estos efectos estimulan la producción (oferta global o PIB) y hacen que los precios disminuyan. El efecto que sobre la oferta global tiene un peso apreciado estimula el empleo y la producción hace que disminuyan los precios.

Por otra parte, una disminución de la tasa de cambio, esto es, un peso depreciado (barato), tiene efectos contrarios: el precio de los insumos y de la maquinaria y equipo importados aumentan y al encarecerse lleva a que disminuya la oferta global. Por su lado, la disminución de la oferta tendrá un efecto contraccionista que puede conducir a un mayor desempleo y a que aumente el nivel general de precios (inflación).

La magnitud de estos efectos sobre el equilibrio de la economía dependerá de la importancia que tengan los bienes importados (insumos, maquinaria y equipo) en la producción.

C. Políticas de estabilización

Las políticas de estabilización, como antes se explicó, agrupan a aquellas que tienen como objetivo corregir el déficit en la balanza de pagos y a disminuir la inflación. Estos desequilibrios en la economía son casi siempre manifestaciones de un exceso de demanda sobre la oferta globales en la economía y tienen como objetivo recuperar el balance entre la oferta y la demanda globales. Para alcanzar estos objetivos, corregir el déficit en la balanza de pagos, o disminuir la inflación, se requiere de una amplia variedad de políticas que van desde ajustes menores en la demanda u oferta globales, hasta cambios en las reglas que definen la intervención del estado en la economía.

Deben mencionarse dos hechos cuyo conocimiento ayuda a decidir cuando una política es la apropiada para realizar ciertos ajustes, ya que difieren en sus efectos colaterales cuando se aplican. El primero de estos hechos se refiere al tipo de perturbación que produce el desequilibrio y, el segundo, tener conocimiento del mecanismo que se emplea para determinar la tasa de cambio.

Hasta aproximadamente la década de los setenta la causa a la que con más frecuencia se acudía para explicar un desequilibrio en la balanza de pagos, era la política expansionista del gasto del gobierno. Otros factores responsables del déficit en la balanza de pagos que con frecuencia se mencionaban eran las perturbaciones (shocks) internas y externas como el deterioro de los términos de intercambio comercial, o las drásticas fluctuaciones en el precio insumos indispensables como el petróleo.

PARTE IV. LA CRISIS MONETARIA DEL 94

1. La precrisis

A México en los años 50, y hasta finales de década de los 70, se le tenía en círculos internacionales como paradigma de estabilidad política y crecimiento económico. La tasa de cambio era estable, la convertibilidad, sin restricciones, la inflación, moderada, el ingreso creciente, aunque, eso sí, mal distribuido.

Este periodo de felicidad terminó cuando, hacia 1976, tanto había aumentado el precio internacional de nuestro petróleo, que se desató una desenfundada orgía de gasto público financiada, por supuesto, con los ingresos que se obtenían de las exportaciones petroleras. Con tal cantidad de recursos financieros, y sin tener a quien darle cuentas, las políticas económicas se hicieron inconteniblemente expansionistas, la moneda se sobrevaluó, los préstamos del gobierno aumentaron, y el capital (nacional y extranjero) se asustó y huyó. Con el ritmo de gasto que se traía el gobierno a nadie sorprendió que México, para 1982, estuviera clasificado internacionalmente como "país insolvente". Poco después, en 1990, gracias a un acuerdo que se pactó en el esquema del llamado Plan Brady propuesto por E. U., se logró modificar la estructura de la deuda en términos más favorables. Como estímulo por haber hecho suyas las recomendaciones de ese plan, y por haber llevado a cabo algunas de las reformas económicas que ahí se exigían, el capital empezó cautelosamente a regresar a México, aunque ya no en forma de préstamos como antes, sino sobre todo como inversión en cartera (acciones, fondos de inversión, Cetes, mesas de dinero, etc).

Es necesario resaltar aquí que para el periodo que terminó en 1982, México había acumulado una cuantiosa deuda externa equivalente al 49% de su Producto Interno Bruto (PIB).

Por otra parte en México, en 1986, la deuda externa, más la pública y privada, llegaban a casi 100 mil millones de dólares que darles servicio requerían de más de 14 mil millones por pagos por intereses. No debe minimizarse el hecho que por esos años el 75% de las divisas del país se obtenían del ingreso que obtenía de las exportaciones de petróleo. Desafortunadamente, en 1986, poco después del derrumbe de los precios del petróleo en ese año, México ya no tenía con que pagar los intereses de su deuda. Las reservas extranjeras habían disminuido hasta llegar solamente a 2.5 mil millones de dólares. Al peso, por su

parte, se le devaluó sistemáticamente en la creencia de que así se estimularían las exportaciones y se reducirían las importaciones. (Véase los apartados II y III de este trabajo).

Para 1986 la tasa de cambio se había devaluado drásticamente y alcanzaba niveles de 750 pesos por dólar, cantidad que contrastaba con los 22 pesos por dólar en 1982.

En ese mismo año el déficit del presupuesto del gobierno equivalía ya al 13% del PIB, y los pagos por intereses de la deuda pública interna requerían más del 70% del presupuesto federal anual. Esa cantidad era muy elevada cuando se le comparaba con la de Estados Unidos, por ejemplo, que requería únicamente el 15% del presupuesto federal para ese propósito.

A pesar de la lamentable situación económica que se vivía en 1986, México, para 1989 había empezado a atraer nuevamente, poco a poco, nuevos préstamos internacionales y los inversionistas extranjeros parecían haberse decidido a invertir nuevamente en deuda mexicana en pesos.

Entre 1982 y 1994 México experimentó cambios que tendrían importantes consecuencias para la economía de los años por venir. Un desafortunado hecho ocurrió, sin embargo, cuando, en ese periodo, el déficit del gobierno y el desequilibrio en la balanza de pagos se dieron al mismo tiempo que disminuían los flujos de ahorro externo. Estos acontecimientos marcaron el principio de un periodo de alta inflación y desalentador estancamiento económico.

Para frenar estas tendencias el gobierno de la época reaccionó reduciendo el gasto, los precios de algunos bienes y servicios y los impuestos. Estas medidas, sin embargo, resultaron insuficientes ya que, a los problemas iniciales se les sumó el del deterioro de los términos de intercambio. Con la disminución de los flujos externos de capital hacia México en 1982, el problema del desequilibrio externo se agravó. El país se transformó de ser un importador neto de capitales, de aproximadamente 12 mil millones de dólares en 1981, a uno exportador hasta el arreglo de la deuda en 1990.

Con el fin de dar permanencia a las reformas económicas de esos años se llevaron a cabo importantes cambios institucionales. Entre ellos destaca el haber integrado la Secretaría de Hacienda y Crédito Público con la de Programación y Presupuesto para así tener bajo un solo control el gasto, los impuestos y las políticas de crédito. También por esos años se reformó la Constitución del país con el objeto de dar independencia al Banco de México de la Secretaría de Hacienda. Esta medida, se vería después, tendría enorme trascendencia para la nación en los años venideros. En esa época se aprobó también el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) de impredecibles consecuencias.

Como antes se hizo notar México, al principio de la década de los 90, todavía se tenía como ejemplo de que cuando se hacen reformas económicas

dirigidas a perfeccionar el funcionamiento del mercado, se puede llevar a los países al desarrollo económico y a la prosperidad.

Para finales de 1993 los principales indicadores económicos mostraban que la economía de México se encontraba, finalmente, en orden, con el TLC como gran patriarca dándole sentido, dirección y continuidad a lo ya ganado. Sólo faltaba que estos avances se materializaran como una sociedad más abundante y equitativa, pero de esto, en la euforia petrolera y del TLC, pocos se acordaron. No obstante un futuro tan prometedor, algunos economistas percibían señales de peligro, nada grave, nada que no pudiera controlarse.

Sin embargo, contrario a lo esperado, la economía, mexicana en 1994, sufrió tremendo sangoloteo. El déficit de la cuenta corriente, que se encontraba en equilibrio al final de la década de los 80, se había deteriorado para los 90 cuando llegó a representar el 6.8% del PIB en 1993 y el 7.9% en 1994. El creciente déficit en la cuenta corriente entre 1988 y 1994 se atribuye, principalmente, al incremento de la inversión que, de equivaler al 20.4% del PIB en 1988, pasó al 23.6% en 1991. Un factor adicional, aunque no por eso menos importante, que explica el deterioro del déficit externo, fue la disminución del ahorro nacional que, de representar el 19.4% del PIB en 1988, pasó al 15.7% en 1994.

B. La crisis del 94: sus causas y sus medios

Para 1992 México, como ya se observó había alcanzado innegables metas económicas y aprendido a hacer crecer la economía. Sin embargo, en el camino inexplicablemente se nos olvidó (o tal vez nunca lo supimos) el principio económico fundamental que sentencia que lo que se produce debe repartirse, y debe repartirse bien. Veamos algunas estadísticas clave de la economía de entonces.

En 1993 el gobierno disponía de excedentes fiscales y la economía registraba sólo un modesto déficit externo. La inflación había disminuido y muchos creían que el desarrollo económico acelerado, y la aceptación al Club del Primer Mundo, estaban a la vuelta de la esquina, sobre todo ahora que ya se había puesto en marcha el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) o TLC.

Para 1994, sin embargo, era claro que las cosas no estaban saliendo como se habían planeado. Desde la adopción de las reformas estructurales de mediados de 1980, hasta el pacto entre obreros, campesinos, empresarios y el gobierno de 1987, la economía se había abierto al comercio y se habían realizado cambios institucionales necesarios para el desarrollo. Era verdad que el peso se encontraba sobrevaluado, y que el déficit de la cuenta corriente era relativamente alto, pero esos desequilibrios, después se vería, no eran, en sí, del tamaño como para precipitar una crisis como la que se desató. Desafortunadamente, ya para abril de 1994 se detectaban señales de peligro adicionales como la elevación de

las tasas de interés resultado de ataques especulativos contra el peso. Los cambios en las variables "clave" o "fundamentales" de la economía constituían avisos, para mexicanos y extranjeros, de lo ingenuo que sería suponer que en el futuro volveríamos a vivir un México "como el de antes".

Las reservas de divisas internacionales, elevadas al principio de 1994, disminuyeron varias veces a lo largo del año. Para diciembre de ese año, a unos cuantos días de que tomara posesión Ernesto Zedillo como Presidente de la República, el deterioro financiero se había generalizado. En el veinteaño día del llamado "diciembre negro" de 1994, el peso se devaluó (no valía mucho en relación a otras monedas) y ya nadie lo quería (pobre peso y pobres de nosotros). El sistema financiero de México se paralizó ese día, y los inversionistas (nacionales y extranjeros), se apresuraron a deshacerse de sus documentos financieros mexicanos a como diera lugar. Así se inició una estampida global de capitales que tuvo efectos negativos en los mercados emergentes de todas partes. A estas perturbaciones monetarias que alcanzaron a casi todas las economías del mundo se les bautizó como "efecto tequila".

Entre 1994 y 1995 México fue escenario de acontecimientos inesperados, unos internos, y otros externos. Entre estos últimos destaca, al principio de 1994, la disminución de los flujos de capital hacia México. Esta era la "primera llamada" de una serie de avisos que anunciaba la urgencia de disminuir, cuanto antes, el déficit externo. El reto consistía en hacerlo sin paralizar la economía ni precipitar la inestabilidad macroeconómica. Desafortunadamente el gobierno de entonces no quiso, no puso, o no supo como hacerlo, iniciando con esto así un generalizado desconcierto financiero y una aguda recesión. Era el comienzo de una crisis de "dimensiones bíblicas", como lo anunciaban los exagerados de siempre. Para otros, tampoco muy optimistas, lo que había empezado no era una crisis cualquiera, sino la Apocalipsis misma del sistema financiero internacional. ¿Sería a caso México la tumba del capitalismo?

Por otra parte, también en 1994, para desgracia del Partido Revolucionario Institucional, aunque no para el resto del país, se inició en el estado de Chiapas un movimiento guerrillero indígena. Meses después otro terremoto político conmovió al país. Luis Donaldo Colosio, candidato a la presidencia de la república por el partido que había gobernado a la nación por más de 70 años, el PRI, fue asesinado. Estos acontecimientos, "to say the least", agravaron y pusieron a prueba, y en duda, la capacidad del gobierno para mantener la estabilidad económica y política del país.

Los problemas que empezaron a aparecer después de la devaluación de 1994 fueron numerosos y variados, estando seguramente entre los más difíciles de resolver es seguir atrayendo capitales a un país con el ambiente político y económico como el que se vivía, y con un gobierno que se enfrentaba una agobiante deuda externa pactada en dólares.

Un acontecimiento que complicó los efectos negativos de la devaluación fue la percepción sobre todo, por parte de los inversionistas extranjeros, de haber sido engañados, ya que se les había asegurado que no habría devaluación. Ni los expertos monetaristas, ni el público en general, estaban de acuerdo con la explicación de que el anuncio de la devaluación son frecuentes, argumentaban, en países donde el Ministro de Finanzas, o el equivalente al Secretario de Hacienda de México, anuncia que nunca se devaluara. Es más, existe la regla no escrita de que cuando un funcionario importante de las finanzas de un país asegura que no habrá devaluación, lo más seguro es que sí ocurrirá y de que ha llegado el momento de abandonar la moneda en cuestión transformar las inversiones a formas de riqueza menos inseguras y más redituables. Tal vez la diferencia entre lo que pasó en México, y lo que ha ocurrido en otros países, fue que aquí la devaluación se hizo después de que las reservas se habían agotado, y cuando vencían numerosas obligaciones de pagos de deuda externa en dólares (Tesobonos). Si esta descripción es correcta el error que se cometió no fue anunciar la devaluación, sino haberlo hecho a destiempo, cuando las reservas eran bajas y la deuda de corto plazo, en dólares, elevada. Según otros, lo que pasaba en la economía era que había llegado el momento de aplicar, además de las conocidas políticas fiscales y monetarias restrictivas, un ajuste en el tipo de cambio el que, se creía, estaba sobrevaluado. También los había quienes, con optimismo, pensaban que si se aplicaba un variado "popurri" de políticas el déficit en la cuenta corriente desaparecería gradualmente.

En estas circunstancias, habiendo agotado sus reservas, y dilapidando su credibilidad, el gobierno mexicano ya no contaba con los recursos financieros suficientes para pagar a sus acreedores. A los banqueros y organismos financieros internacionales, antes ansiosos de prestarle a México, ya no se les veía por ninguna parte.

En 1995 el gobierno mexicano corría ciertamente el riesgo de declararse en quiebra, pero no porque fuera insolvente, ni porque no quisiera pagar sus obligaciones, sino, simple y llanamente, porque no tenía liquidez. Esto es, no contaba con las reservas internacionales necesarias para cubrir sus deudas de corto plazo, y sólo podría pagarlas si recibía nuevos préstamos. Para entonces en México ya empezaba a aparecer el perverso fenómeno, frecuente en estos casos, de que el temor a una quiebra incrementa la probabilidad de que ocurra.

Afortunadamente, poco después de que el peso se devaluara, cuando el pánico de los inversionistas por poco llevaba a México al desastre, apareció el salvador histórico de siempre. Ante la posible quiebra financiera de México, el gobierno de Estados Unidos, y el Fondo Monetario Internacional, respondieron con el anuncio de un paquete de apoyo de 52 mil millones de dólares que serviría para restablecer la confianza internacional en la economía mexicana. Al paquete lo acompañaba el compromiso, por parte del gobierno mexicano, de modificar algunas de sus políticas económicas e instituciones.

La ayuda para oxigenar a la economía mexicana fue extraordinaria desde varios puntos de vista. La contribución del Fondo Monetario Internacional de ayuda de 17 mil millones de dólares igualaba 7 veces la cuota mexicana, y era El más grande programa en la historia del Fondo Monetario Internacional, en forma absoluta y como por ciento de la cuota.

Antes de exponer argumentos a favor, y en contra, de que una moneda se devalúe y así se corrija el déficit en la cuenta corriente, conviene recordar algunos conceptos.

Devaluar o depreciar el peso, o sea, aumentar su tasa de cambio, quiere decir que cada dólar cuesta ahora, en pesos, más que antes o, simplemente: que el dólar se encareció o, lo que es lo mismo, que cada peso ahora vale, en dólares, menos que antes. Estos nuevos valores indican que cada dólar puede ahora comprar más pesos con los que podrá pagar las importaciones que vienen de México. Esta situación seguramente estimulará las exportaciones mexicanas que ahora son más baratas para los importadores de E. U.

Por el contrario, reevaluar, o apreciar, o disminuir la tasa de cambio del peso en relación al dólar, quiere decir que cada dólar cuesta ahora menos pesos o, lo que es lo mismo, que cada peso cuesta más dólares. Dicho de otra manera, cada dólar comprará ahora menos pesos de los que servirían para pagar las importaciones que vienen de México. Esto es así porque las exportaciones mexicanas, siendo ahora más caras, son menos atractivas a sus importadores internacionales y su volumen seguramente disminuirá.

Dado que con la reevaluación del peso cada dólar es ahora más barato, se necesitarán menos pesos para comprar los dólares necesarios que servirán para pagar por las importaciones que vienen a México de E. U. Es mediante este mecanismo que nuestras importaciones aumentan cuando el peso se revalúa.

D. La tasa de cambio y el crecimiento

Para algunos economistas la severa contracción del crédito que siguió a la crisis del 94 dio lugar a la peor recesión en la historia económica de México, y llevó al sistema bancario a su casi total descomposición. Lo que estaba ocurriendo ciertamente desconcertó a aquellos que recomendaban la devaluación del peso como medida para corregir el déficit en la cuenta corriente.

Los que no estaban a favor de una devaluación como la política que debía seguirse para salir de la crisis, argumentaban que este no era el momento para llevar a cabo una del 20% que recomendaban los que sí estaban a su favor. Una devaluación de esa magnitud, advertían, asustaría a los inversionistas nacionales y extranjeros. En efecto, para diciembre de 1994 el terror se había apoderado de los inversionistas en activo mexicanos quienes, a partir de entonces, y por un largo tiempo, no volverían a adquirir valores mexicanos aún a muy altas tasas de interés.

Conviene hacer notar que la crisis mexicana de 1994, en contraste con otras en América Latina, no fue el resultado de un comportamiento fiscal irresponsable. Entre 1990 y 1994 el balance del presupuesto del gobierno había sido positivo, y demostraba con esto que el consumo del gobierno había permanecido casi constante y que la inversión pública se había incrementado sólo marginalmente. Dicho de otra manera, el comportamiento de estas variables mostraba que el deterioro en la cuenta corriente era expresión del exceso de inversión privada sobre el ahorro (Sachs, Tornel y Velasco, 1997), y que la mayor parte de la deuda externa la había contraído el sector privado.

Un aspecto de la crisis de 1994, que sorprendió a propios y extraños, fue el hecho de que el comportamiento de las variables macroeconómicas clave no mostraron que se estuviera gestando una crisis de la virulencia con que se dio, aunque, a decir verdad, poco antes se habían advertido ya algunas señales de peligro, como lo era una tasa de cambio sobrevaluada, por ejemplo.

Ante estas condiciones de la economía, el gobierno aplicó una medida de política económica que ciertamente resultó preocupante, que era la de que, para cubrir el déficit en la balanza de pagos, el gobierno empezó a apoyarse en préstamos externos de corto plazo los que, como su nombre lo indica, tenían que pagarse pronto.

El déficit de la cuenta corriente, que equivalía al 6.8% del PIB en 1993, siguió creciendo y alcanzó el 8% en 1994. Esta situación para muchos era una clara advertencia de que algo tenía que hacer para disminuir el déficit. Así las cosas, lo primero que para lograr este objetivo se les ocurrió a los políticos aprendices de economistas y a los economistas aspirantes a "grillos", fue seguir la ruta ortodoxa: devaluar el peso.

Para algunos, lo que pasó en la economía después de la devaluación del peso en 1994 da la razón al punto de vista que sostiene que, cuando para reducir la inflación se aplican políticas de estabilización, que a su vez se apoyan en la tasa de cambio a manera de "ancla", se obtienen resultados generalmente satisfactorios. Aún más, antes de la devaluación de 1994, los que así pensaban, simultáneamente sostenían, el punto de vista de que la apreciación de una moneda, e incrementos en el déficit de la cuenta corriente pueden tomarse como señales de que la economía está funcionando bien. En una situación como la descrita, y en el contexto del dilema de si devaluar o no, la pregunta central de la política económica a la que había que dar respuesta seguía siendo la de si una devaluación incrementaría o no las exportaciones al abaratarlas para los importadores de nuestros productos. Desafortunadamente, como casi siempre sucede en este y en otros asuntos donde intervienen economistas, no hay acuerdo general para la conveniencia de utilizar las devaluaciones como parte del paquete de medidas que se cree estimularán el desarrollo y reducirán el déficit en la cuenta corriente. Dicho de otra manera, aunque teóricamente los beneficios de una devaluación para reducir el déficit parecen evidentes, la aceptación de esta medida no es generalizada en la teoría ni en la práctica del desarrollo económico.

Los que no están de acuerdo en emplear las devaluaciones como medidas de política para estimular el desarrollo y reducir el déficit en la cuenta corriente argumenta, además, que aún cuando no aparecieran los efectos inflacionarios que generalmente acompañan a las devaluaciones, el desarrollo económico no necesariamente haría acto de presencia.

El grupo de los economistas optimistas, por su parte, interpretan lo que pasó en 1994 como una lección en macroeconomía que nos dará la oportunidad de comprobar si las devaluaciones ayudan o no a estimular el desarrollo económico. Por lo que a México concierne, la evidencia empírica apoya el punto de vista que sostiene que las recesiones en la economía se observan históricamente asociadas a las devaluaciones, y las apreciaciones al crecimiento. De hecho, no se tiene noticia de un largo período en la historia económica de los países en que una tasa de cambio devaluada, y un alto nivel de actividad económica caminen al parejo.

Para el punto de vista contrario, el de los "devaluacionistas", los que creen en la eficacia de las devaluaciones, la asociación que se da entre el valor de la tasa de cambio y el crecimiento del PIB no constituye evidencia empírica suficientemente "robusta" como para afirmar que las depreciaciones inhiben el crecimiento. Según este grupo la dirección de causalidad de las variables no es unívoca, esto es podría ocurrir que el crecimiento económico causará movimientos en la tasa de cambio, pero también podría suceder lo contrario. Es más la pretendida relación que se dice se observa entre el crecimiento del PIB y una tasa de cambio apreciada puede ser espuria (falsa), y sólo reflejar la respuesta de estas variables a cambios en otra, como el acceso a préstamos internacionales, por ejemplo.

En el grupo de los "devaluacionistas" los hay quienes aceptan que el "efecto crecimiento" de una devaluación puede, en las primeras etapas de su aplicación, anularse como resultado de efectos contraccionistas de corto plazo pero, más tarde que temprano, el crecimiento económico. Algunos en este grupo conjeturan que la relación inversa que en México se observa entre devaluación y crecimiento se debe simplemente, a que la devaluación nunca se ha mantenido, por un periodo lo suficientemente largo como para consolidar los efectos positivos que la devaluación tiene sobre el crecimiento.

Los anti-devaluacionistas, o "apreciacionistas", por su parte, sostienen que las devaluaciones llevan a la disminución del PIB y no a su crecimiento. Según ellos es posible demostrar que las depreciaciones se encuentran inversamente relacionadas con el crecimiento, y que las apreciaciones lo están directamente. En México trabajos empíricos apoyan la hipótesis de que las devaluaciones sostenidas están estadísticamente asociadas a altas tasas de inflación y a la contracción de la actividad económica.

Volvamos al tema de la crisis financiera del 94 y sus causas. Como ya se explicó en párrafos anteriores, un buen número de economistas está de acuerdo

en aceptar que el manejo del déficit en la cuenta corriente, y la apreciación de la tasa de cambio, fueron las principales causas que llevaron a la devaluación del peso en diciembre de 1994. A esta interpretación, sin embargo, se le critica no poner la debida atención al siguiente punto clave que ya antes se explicó cuando un país es receptor de abundantes flujos de capital del extranjero, es muy probable que su tasa de cambio se aprecie, y que la economía pierda por ello competitividad en sus relaciones comerciales con el exterior. Esto pasa como consecuencia de que, al aumentar el valor de la tasa de cambio, nuestras exportaciones se encarecen estimulando con ello una reducción en las exportaciones. Por su parte, en 1994 las importaciones aumentaron al abaratarse estas como resultado del elevado valor de nuestra tasa de cambio. No se debe, sin embargo dejar de mencionar la tesis empíricamente verificada de que cuando a una apreciación la acompañan incrementos en la productividad. (originados en cambios tecnológicos, por ejemplo), la economía no pierde necesariamente competitividad en su comercio internacional y, las exportaciones continúan siendo atractivas para los importadores de nuestros productos. El espectacular crecimiento de las exportaciones mexicanas durante los últimos años constituye evidencia de que cuando la productividad aumenta, la competitividad internacional de nuestras exportaciones no deteriora a pesar de la sobrevaluación del peso. (Dornbusch, Goldfajn, 1997). Fue mediante este mecanismo que en 1994 las exportaciones mexicanas crecieron notablemente a pesar de que la tasa de cambio se encontraba, desde entonces, sobrevaluada. Las exportaciones totales en 1994 crecieron 17.3%, las no petroleras 20.2%, y las de manufacturas no maquiladoras 21.7%. Resultados nada despreciables para una situación de sobrevaluación de la tasa de cambio que, se suponía, desalentaría las exportaciones. Señalemos otros acontecimientos económicos pertinentes a la economía de esa época.

A manera de resumen de lo hasta aquí dicho se pueden hacer los siguientes comentarios. Poco después del ya multi-citado asesinato del candidato priísta a la presidencia de la república en marzo de 1994, la tasa de cambio se devaluó nuevamente y las tasas de interés se incrementaron en alrededor de 7 puntos. Sin embargo, y a pesar de cambios favorables en las tasas de interés para los inversionistas, la fuga de capitales continuó. En un esfuerzo por detener esta tendencia se aplicaron medidas adicionales que, se esperaba, mantendrían estables la tasa de cambio y las de interés. Esto se lograría con la ayuda de la expansión del crédito doméstico y de la conversión de documentos financieros gubernamentales de corto plazo denominados en pesos (CETES), a bonos denominados en dólares (Tesobonos). Desafortunadamente, y contrario a lo que se esperaba sucedería con esta política, lo único que se logró fue disminuir aún más las reservas internacionales y aumentar la deuda de corto plazo denominada en dólares.

Cada uno de estos acontecimientos contribuyó a que el gobierno se hiciera financieramente cada vez más vulnerable. Los economistas monetario-fundamentalistas, los apasionadamente convencidos de las bondades de las devaluaciones y del mercado, estimaron que 1995 era el momento justo para

devaluar otra vez. La devaluación esperada, sin embargo, nunca se realizó. La justificación que se dio para no hacerla fue que, de haberse hecho el candidato del PRI habría perdido popularidad y también despertado descontento en la ciudadanía, estado de ánimo nada deseable en un año de elección presidencial. Para los mexicanos, sin embargo, esta ingenua explicación de porqué no se devaluó ofendía a la inteligencia (cuando la había). ¿Cómo podría el candidato del PRI convencernos de haber ganado las elecciones sin haber tenido que enfrentarse a un candidato de oposición creíble a quien derrotar en las urnas, o fuera de ellas?

E. Crónica de una devaluación anunciada.

Para algunos, los economistas apocalípticos, la devaluación del 94, y la crisis del 95 que le siguió, ya venían encarriladas y eran imparables.

Para otros, los que no compartían este fatalismo económico, la crisis y el pánico que le siguieron fueron eventos independientes, primero apareció la devaluación y después el pánico.

Los que pensaban que la devaluación, el desbarajuste y lo que le siguió, podía haberse evitado, compartían también el punto de vista de que las políticas que seguía el gobierno eran las apropiadas, como quedaba demostrado por el hecho de que las variables macroeconómicas importantes, los "fundamentals", o "variables clave", eran controlables y se comportaban de manera no diferente a las de otras economías del mundo. (Sachs, Tornel y Velasco, 1997). Estos economistas optimistas, -los menos- pensaban que no era necesario un ajuste devaluatorio, ya que con la aprobación del TLC, y las reformas económicas que se estaban ensayando, se incrementarían la producción, las exportaciones y el empleo. Todavía más, estos mismos economistas juzgaban que la relación deuda/PIB en el México de ese entonces era relativamente baja, de tal manera que se podía seguir pidiendo prestado a los mismos niveles que en 1993 (alrededor del 8% del PIB).

Sin embargo, con frecuencia sucede entre economistas, había un grupo de "aguafiestas" a los que ninguna de las propuestas resultaba convincente. (Sachs, Tornel y Velasco, 1997). Estos economistas, como ya se vio antes, eran los mismos que, en 1994, sostenían que la economía se encontraba encaminada hacia un desastre financiero, y que sólo con suerte, y fuertes dosis de políticas urgentes e imaginativas, se podía cambiar el rumbo y evitar una inevitable catástrofe. Si no se hacían estos ajustes, sentenciaban, el déficit en la cuenta corriente crecería de manera incontrolable como resultado de la sobrevaluación. Peor aún, el déficit ya no iba a poder ser financiado con recursos del exterior ya que nadie, en su sano juicio, le prestaría a un país en tan precarias condiciones financieras y políticas como las de México.

Para el grupo de los escépticos la crisis podía atribuirse, sobre todo, a la testaruda decisión de devaluar, cuando una política monetaria contraccionista

habría salvado la situación. Dicho de otra manera, estos economistas atribuían la crisis a que el anuncio de la devaluación se hizo cuando el peso se encontraba sobrevaluado, y sus efectos negativos ya habían empezado a manifestarse. (Dornbusch, Goldfajn, 1995). Finalmente, otros culpaban de la crisis directamente al Banco de México por haber gastado, en 1994, sus reservas, y por haberlo hecho del conocimiento público a destiempo, es decir, muy pronto

F. De otras cuestiones monetarias

1.- La disminución de las reservas

Como ya se señaló, la disminución de las reservas tuvo un papel central en la gestión de la crisis de 1994. Al poco tiempo de haberse firmado el TLC, el Banco de México ya había disminuido sus reservas, de 29 mil millones de dólares en febrero de 1994, a sólo cerca de 6 mil millones en diciembre de ese año. La disminución de estas, desafortunadamente se inició al mismo tiempo que disminuían los flujos de capital hacia México y de que se empezarán a aplicarse medidas monetarias (equivocadas) con el propósito de disminuir los incrementos que se estaban dando en las tasas de interés. Estas reducciones, como era de esperarse, desalentaron pronto la inversión extranjera. A las medidas monetarias que al principio se aplicaron hay que agregar otras no menos desafortunadas como aquella de no pagar el déficit con capital externo sino con las ya disminuidas reservas con las que contaba el país.

Antes de explicar porque las políticas monetarias que se siguieron facilitaron la crisis de 1994 se deben recordar algunos conceptos. Es un hecho empírico aceptado que, cuando los flujos de capital externo entran a un país, la base monetaria (billetes, monedas, etc.) aumenta, y esto, por lo general, casi siempre lleva a que el nivel general de precios de la economía aumente. En estos casos lo que usualmente se recomienda es aplicar medidas que contrarresten, o “esterilicen”, los efectos inflacionarios provocados por los incrementos en la base monetaria. Lo contrario se recomienda cuando se trata de una fuga de capitales.

Desafortunadamente, en 1994, cuando los flujos de capital habían empezado a salir de México, el gobierno aplicó políticas monetarias apropiadas para anular los efectos negativos de una entrada de capitales, no los de una salida, que era lo que estaba ocurriendo. Se quiso justificar esta medida (equivocada) argumentando que se aplicaba con el fin de evitar que las tasas de interés se elevaran demasiado y que con esto se desalentaran los préstamos para la inversión. La aplicación de esta política, como era de esperarse, hizo que los mecanismos de corrección monetaria automáticos fueran sistemáticamente abortados. (Sachs, Tornel y Velasco, 1997). Dicho de otra manera, el error de la política económica consistió en que, al tratar de corregir los desequilibrios monetarios, se interfirió con el mecanismo automático de ajuste sin haber logrado los objetivos establecidos. Dicho de manera breve: el Banco de México “esterilizó” los efectos monetarios cuando no debía, y no lo hizo cuando se necesitaba hacerlo.

Los que estaban de acuerdo con las medidas adoptadas, y así interpretaban los hechos y las cifras de la economía de entonces, compartían también el punto de vista de que la disminución de las reservas fue el resultado de la expansión del crédito por parte del Banco de México, y no consecuencia de la pérdida de confianza por parte de los inversionistas. La pérdida de confianza, en sí misma, sólo habría llevado a tasas de interés más altas y a un menor déficit en la cuenta corriente.

Entre 1992 y en 1993 los flujos privados de capital hacia México promediaron 24 mil millones de dólares al año, o sea alrededor del 7% del PIB. Aunque durante este periodo los flujos privados y públicos se incrementaron, el privado lo hizo más rápidamente al punto de que bastaba, por sí mismo, para financiar el déficit en la cuenta corriente. En el periodo 1991-1993, por ejemplo, el déficit ascendió a 48 mil millones de dólares, los flujos externos de capital a 57 mil millones (suficientes para financiar el déficit de 48 mil millones), y la contribución de las reservas para financiar el déficit a 7 mil millones. Claramente una situación holgada.

Desafortunadamente, para marzo de 1994, los flujos privados de capital habían disminuido drásticamente, y México empezaba a financiar el déficit de su cuenta corriente con sus reservas, las que, como antes se señaló pronto se agotaron.

Sobre este punto en particular algunos economistas consideran que la política del Banco de México de aumentar las tasas de interés fue el factor que más contribuyó a que se agotaran las reservas. De no haber expandido el crédito, la economía, como antes se dijo, habría tenido que ajustarse a un flujo menor de capital privado extranjero, y el Banco de México no habría agotado sus reservas.

¿Por qué los inversionistas extranjeros huyeron de México no obstante de las altas tasas de interés y una tasa de cambio subvaluada que disminuía el riesgo de inflación y estimulaba, además, las exportaciones? Los economistas que gustan de explicaciones psicoanalíticas interpretan que lo que preocupó a los inversionistas fue, ciertamente, resultado del pánico, pero también su causa. Así visto, la crisis del 94 fue un "pánico que se auto-realizó".

Finalmente, para otros el origen del pánico financiero que se apoderó de todos en diciembre de 1994 no fue la elevada deuda pública, el pánico, más bien, se inició cuando hizo público que las obligaciones de corto plazo del gobierno, y las del sistema bancario en general, habían alcanzado niveles muy elevados en relación a las reservas líquidas del gobierno.

¿Fue acaso el Banco de México con su política expansionista (aumento de la oferta monetaria), quien sentó las bases para la futura devaluación del peso en Diciembre de 1994? Algunos lo creen así.

2. Devaluar o no devaluar: he ahí el dilema

Si algo por largo tiempo caracterizó al peso mexicano fue su colapso sexenal. Al final de cada seis años el peso se encontraba casi siempre sobrevaluado y maduro para devaluarse. ¿Pero, quién haría la devaluación? ¿El presidente entrante, o el saliente? La impopular devaluación sexenal casi siempre le tocaba, por razones históricas, políticas, y hasta de machismo, hacerla al presidente saliente. A él le tocaba protagonizar el rito de la inmolación política que significaba devaluar. El presidente entrante, no siendo quien devaluaba, sembraba esperanzas y optimismo, mejoraba su imagen, ganaba prestigio, y también las elecciones. Así de fácil.

Debe tenerse presente que a los movimientos en la tasa de cambio se acude para explicar todo tipo de acontecimientos económicos, y no económicos, que van desde desequilibrios en la balanza de pagos, hasta el raquítico crecimiento de la economía. La tasa de cambio, desafortunadamente, no tiene la culpa de ni puede explicarlo todo.

Conviene recordar aquí que en esa época se escuchaban ya con insistencia fuertes críticas a las políticas económicas de gobiernos recientes. Estas se referían a que no se había prestado la debida atención a la tarea de mantener competitiva la tasa de cambio y así mantener atractivos los precios de nuestras exportaciones a los importadores de nuestros productos. A ese descuido, por ejemplo, se atribuye el lento crecimiento de la economía mexicana en 1994. Los que comparten este punto de vista generalmente también están de acuerdo en que una moneda apreciada disminuye el ritmo de desarrollo y lleva a incrementos en el déficit comercial. Para estos economistas la disminución del PIB en 1994 se debió a que el incremento en el valor de la tasa de cambio desalentó nuestras exportaciones. Sin embargo, la evidencia empírica aunque escasa, parece apoyar el punto de vista contrario, esto es, el de que la tasa de cambio no es una variable de gran poder explicativo cuando se trata de entender porqué crecen las exportaciones. En 1994, en una encuesta a nivel nacional llevada a cabo por el Centro del Sector Privado para Estudios Económicos, se preguntó a un grupo de empresarios de alto nivel que jerarquizaran las más importantes limitaciones para exportar. De siete factores escogidos, situaron a la tasa de cambio en el penúltimo lugar en importancia.

En la investigación económica, teórica y empírica, se ha discutido acaloradamente, y por largo tiempo, el asunto de si la apreciación de la tasa de cambio estimula, o deprime, la economía. La controversia no está resuelta y aunque ya para algunos, la evidencia empírica claramente apoya la posición de que una tasa de cambio apreciada no es obstáculo para el crecimiento. Un caso latinoamericano bien documentado es el de Argentina que, a lo largo de su historia, ha experimentado largos periodos de rápido crecimiento y, simultáneamente, una acelerada apreciación de su moneda. En distinto grado lo mismo ha sucedido en otros países.

Debe señalarse, por otra parte, que ya desde antes de la devaluación de 1994 los había economistas que dirigían sus esfuerzos y creatividad a la tarea de diseñar políticas que mantuvieran competitiva la tasa de cambio de manera de estimular las exportaciones y el crecimiento.

Sin embargo, resulta también convincente el punto de vista contrario: esto es, el que argumenta que las devaluaciones se encuentran históricamente asociadas a lentos ritmos de crecimiento económico mientras que las apreciaciones a uno rápido. ¿Cuál de las dos posiciones es la correcta?

G. Preguntas sin respuestas y algunas conclusiones tentativas.

Desde 1945 seis regímenes de tasa de cambio, fija, o semifija se han experimentado en México. Con la experiencia que tenemos en esto de las devaluaciones, no dejó de extrañar que lo que pasó en 1994 ocurriera a pesar de las políticas restrictivas que se aplicaron. Otra sorpresa la causó el hecho que los inversionistas abandonaran los Tesobonos (obligaciones en dólares) que corrían poco riesgo. Lo más sorprendente, sin embargo, fue que los efectos de la crisis del 94 se extendieran a los mercados emergentes de todo el mundo.

Para algunos la sobrevaluación del peso, y el déficit en la cuenta corriente, eran avisos que, justificadamente, alertaron a los inversionistas para que disminuyeran sus préstamos a México antes de que ocurrieran más devaluaciones y desaciertos monetarios.

Años después de la crisis se pudo constatar que tanto la reacción de los mercados al anuncio de la devaluación, como el temor de los inversionistas, fueron exagerados. De la solvencia del gobierno mexicano no había duda, ya que podía cumplir satisfactoriamente con sus obligaciones internacionales denominadas en Tesobonos (dólares). Ahora se sabe que gran número de poseedores de este tipo de títulos incurrió en pérdidas innecesarias al venderlos a destiempo con grandes descuentos.

No existe una razón única que explique cabalmente la aparición de la crisis de diciembre de 1994, ni por qué lo hizo con la malignidad con que lo hizo. Se puede sí conjeturar, con la ayuda de la teoría económica, de la estadística, de la historia, de la experiencia, del chisme y de la intuición, que la crisis se gestó a partir de la aplicación simultánea de dos políticas incompatibles: primero, la política que utilizó el tipo de cambio como "ancla" para evitar que la inflación se hiciera incontrolable y; Segundo, las políticas macroeconómicas que, entre 1993 y 1994, se declararon abiertamente expansionistas favoreciendo la inflación. (OCDE, 1994).

En seguida se enumeran algunas de las variables, hechos, números y razones a las que se puede acudir para ayudarnos a entender la crisis de 1994: (1) la ya multicitada tasa de cambio sobrevaluada, (2) la política de crédito

expansionista del Banco de México; (3) la información engañosa y desigual al público, y; (4) un nivel de ahorro nacional insuficiente.

Por último, debe mencionarse también la opinión de los que consideran que la crisis de 1994 no se hubiera dado si el gobierno hubiera acompañado su programa con ajustes macroeconómicos y reformas políticas. Puesto que estas condiciones no se cumplieron, las medidas de estabilización que se aplicaron sólo llevaron a la sobrevaluación de la tasa de cambio, a una situación financiera precaria, y a la ausencia de crecimiento.

SERIE DOCUMENTOS DE TRABAJO DEL CEE

El Centro de Estudios Económicos de El Colegio de México, ha creado la *Serie Documentos de Trabajo* con el propósito de difundir investigaciones que contribuyan a la discusión de importantes problemas teóricos y empíricos, aun en su versión preliminar. Con esta publicación se busca estimular el análisis de las ideas ahí expuestas, así como la comunicación con sus autores. El contenido de los trabajos es responsabilidad exclusiva de estos últimos.

Los siguientes documentos de trabajo pueden solicitarse a: The following working papers are still available upon request from:

Rocío Contreras, Centro de Documentación, Centro de Estudios Económicos, El Colegio de México A.C., Camino al Ajusco 20, 01000 México, D.F., México. rocio@colmex.mx

1999

- I Gollás, Manuel. *Las eficiencias pública y privada.*
- II Gollás, Manuel. *La movilidad del ahorro y la inversión en México.*
- III Burguet, Roberto and Jaime Sempere. *Trade incentives and the strength of environmental policies under imperfect competition.*
- IV Esquivel, Gerardo and Felipe Larraín. *Explaining currency crises.*
- V Esquivel, Gerardo and Felipe Larraín. *Latin America confronting the Asian crisis.*
- VI Esquivel, Gerardo. *Gasto en educación y desarrollo regional: una evaluación inicial del Fondo de Aportaciones para la Educación Básica y Normal.*
- VII Romero, José. *Expansión monetaria y crecimiento económico: Una visión alternativa.*
- VIII Urzúa, Carlos M. *A simple and efficient test for Zipf's law.*
- IX Esquivel, Gerardo. *Convergencia regional en México, 1940 – 1995.*
- X Márquez, Graciela. *La administración hacendaria de Matías Romero.*
- XI Sobarzo, Horacio. *Estructura hacendaria y desigualdad regional en México.*
- XII Burguet, Roberto and Jaime Sempere. *Does freer trade imply weaker environmental policies?*
- XIII Ortuño, Ignacio and Jaime Sempere. *Is regionalism better for economic integration? Nations, regions, and risk-sharing.*
- XIV Yúnez-Naude, Antonio y J. Edward Taylor. *Manual para la elaboración de matrices de contabilidad social con base en encuestas socioeconómicas aplicadas a pequeñas poblaciones rurales.*
- XV Romero, José. *Estrategias de crecimiento en economías duales*

2000

- I López-Calva, Luis F. and Luis A. Rivas. *Capital accumulation and child labor: Can compulsory schooling be counterproductive?*
- II López-Calva, Luis F. *A social stigma model of child labor.*
- III López-Calva, Luis F. and Koji Miyamoto. *Filial obligations and child labor.*
- IV Sheshinski, Eytan and Luis F. López-Calva. *Privatization and its benefits: theory and evidence.*
- V Urzúa, Carlos M. *Welfare consequences of a recent tax reform in México.*
- VI Márquez, Graciela. *Interests and ideas of commercial policy in México, 1868 – 1872.*
- VII Urzúa, Carlos M. *Vicisitudes del federalismo mexicano.*
- VIII Urzúa, Carlos M. *Las ciudades mexicanas no siguen la ley de Zipf.*
- IX Fields, Gary S., Luis F. López Calva y Ernesto Pérez de Rada. *La pobreza en las zonas urbanas de Bolivia: un análisis de sus características y determinantes.*
- X Larraín, Felipe and Luis F. López-Calva. *Privatization in Central America: Fostering economic growth through private sector development.*
- XI Esquivel, Gerardo and Felipe Larraín. *Currency Crises: Is Central America Different?*
- XII Esquivel, Gerardo, Felipe Larraín and Jeffrey D. Sachs. *Central America's External Debt Problem: Honduras, Nicaragua and the HIPC Initiative.*
- XIII López-Calva, Luis F. and Juan Rosellón. *The Reform of the Mexican Natural Gas Market: Effects on Production and Distribution.*

2001

- I Freije, Samuel and Luis F. López-Calva. *Child Labor, School Attendance, and Poverty in Mexico and Venezuela.*
- II Andalon, L., Mabel A. and Luis F. López-Calva. *What Happens to Workers when Governments Divest?: Labor and the Privatization of Mexican Railroads.*
- III López-Calva, Luis F. *Child Labor: Myths, Theories, and Facts.*
- IV Romero, José. *Factores que llevaron a la apertura comercial en México.*
- V Márquez, Graciela. *Protección y cambio institucional: La política arancelaria del Porfiriato a la Gran Depresión.*
- VI Romero, José. *Sustitución de importaciones y apertura comercial: Resultados para México.*
- VII Romero, José y Oscar Fernández. *Crecimiento, comercio y movimientos de capital en economías con oferta ilimitada de trabajo.*
- VIII Esquivel, Gerardo. *Producción científica e impacto de los economistas académicos en México.*
- IX Romero, José. *México: Cuatro estrategias de crecimiento.*

- X Márquez, Graciela. *Monopolio y comercio en América Latina, siglos XVI-XVII*.
- XI Márquez, Graciela. *Daniel Cosío Villegas, sus años como economista*.

2002

- I López-Calva, Luis F. and Juan Rosellón. *On the Potential Distributive Impact of Electricity Reform in Mexico*.
- II López-Calva, Luis F. *Social Norms, Coordination, and Policy Issues in the Fight Against Child Labor*.
- III Fernández Ruiz, Jorge. *Endeudamiento y uso óptimo de información en contratos financieros bajo selección adversa*.
- IV Basu, Kaushik and Luis F. López-Calva. *Functionings and capabilities*.
- V Esquivel, Gerardo y Raúl Razo. *Fuentes de la inflación en México, 1989 – 2000: Un análisis multicausal de corrección de errores*.
- VI Filipovich, Dragan. *Trading in Names under Moral Hazard*.
- VII Filipovich, Dragan. *Product Identification in the Absence of Trademarks*.
- VIII Filipovich, Dragan. *Learning About a Population and the Emergence of Trust in Transition Economies*.
- IX Filipovich, Dragan. *The Border Game: Fences and "Happy Meals"*.

2003

- I Filipovich, Dragan and J. Sempere. *Redistributive Constitutions and Self-Enforced Coordinations*.
- II Castañeda Sabido, Alejandro y Luis F. López Calva. *Reforma del sector eléctrico con visión de largo plazo*.
- III Gollás, Manuel. *México, crecimiento con desigualdad y pobreza. (De la sustitución de importaciones a los tratados de libre comercio con quien se deje)*.
- IV Puyana, Alicia y José Romero. *La estrategia comercial mexicana, ¿superando la fuerza centrípeta (el magneto) estadounidense?*
- V Romero, José y Alicia Puyana. *Reforma estructural y remuneraciones a los factores: La experiencia mexicana*.
- VI Romero, José y Alicia Puyana. *Apertura comercial, productividad, competitividad e ingreso: La experiencia mexicana, 1980 – 2000*.
- VII Esquivel, Gerardo y José Antonio Rodríguez-López. *Technology, Trade, and Wage Inequality in México before and after NAFTA*.
- VIII Esquivel, Gerardo. *México: En pos del crecimiento*.
- IX Esquivel, Gerardo y Felipe Larraín B. *¿Qué sabemos realmente sobre las crisis cambiarias?*

2004

- I Puyana, Alicia y José Romero. *The Mexican economy after two decades of trade liberalization.*
- II Romero, José y Alicia Puyana. *Evaluación integral de los impactos e instrumentación del capítulo agropecuario del TLCAN.*
- III Gollás, Manuel. *Auge y Ocaso de la Agricultura en México*
- IV Gollás Manuel. *Una visión general sobre el tipo de cambio en época de crisis*

