

Causas del reciente shock financiero en México

JOSÉ LUIS CALVA

Durante los meses de agosto y septiembre de 1998, la economía mexicana fue sacudida por un inquietante *shock* financiero. En su punto de mayor deterioro, la tasa de interés interbancaria de equilibrio se disparó hasta 51.4 por ciento el 15 de septiembre, 30 puntos porcentuales arriba del nivel observado mes y medio antes (21.4 por ciento); la cotización del dólar para operaciones interbancarias alcanzó los 10.64 pesos por dólar el 10 de septiembre, un salto de 19.4 por ciento respecto al nivel observado al cierre de julio (8.91 pesos) y de 31.2 por ciento respecto a la tasa de cambio observada al principio del año (8.11 pesos); el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores descendió hasta 2 856.1 unidades el 10 de septiembre, 32.7 por ciento inferior al nivel observado al cierre de julio (4 244.96 unidades) y 45.1 por ciento por debajo del nivel de principios del año (5 204 unidades); y las reservas internacionales del Banco de México al 18 de septiembre cerraron en 28 990 millones de dólares, 1 734 millones de dólares menos que las registradas al principio de agosto (30 724 millones de dólares).¹

En las semanas subsecuentes, el Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores recuperó 834.4 puntos, para situarse en 3 690.5 unidades; el peso mexicano recuperó 51 centavos frente al dólar, para ubicarse en 10.13 pesos; la tasa interbancaria de equilibrio se redujo a 39.84 por ciento, 18.4 puntos porcentuales arriba de la observada a principios de agosto, y la reserva internacional del Banco de México desaceleró su descenso al perder sólo 112 millones entre el 11 y el 18 de septiembre.²

Las autoridades monetarias y financieras afirman que se trata de una volatilidad que viene del exterior,³ no de los fundamentos de la economía nacional, y que el barco de la economía mexicana resistirá en medio de la tempestad y volverá al curso preestablecido en el programa económico gubernamental. Sin embargo, la credibilidad de las autoridades monetarias y financieras está muy deteriorada. Muchos mexicanos se preguntan qué es lo que en realidad está causando el desquiciamiento de las variables financieras básicas; y si lo que se está haciendo para mantener a flote la economía mexicana es lo

correcto o se está frente a un mal manejo macroeconómico análogo al “error de diciembre” o al del sexenio precedente.

Antecedentes y causas internas del *shock*

El reciente *shock* financiero no sobrevino como un rayo en cielo sereno. Durante la primera semana de agosto, la empresa calificadora Moody's Investors Service ratificó su baja calificación para la deuda mexicana, argumentando la pesada carga que la deuda externa y su servicio representan para la economía mexicana, la vulnerabilidad de ésta frente a los trastornos de la economía estadounidense, frente a los precios mundiales del petróleo y frente a las tasas internacionales de interés, así como los amplios vaivenes en la confianza de los inversionistas hacia México. A juicio de analistas bursátiles mexicanos, “*el comunicado de Moody's es la ratificación de lo que todo mundo sabe*”.⁴ Más tarde, al resumir la percepción de las calificadoras sobre la economía mexicana, el director de análisis de Bursamétrica Management consideró “poco probable que

El autor es profesor-investigador del Instituto de Estudios Económicos y Regionales (Ineser) del Centro Universitario de Ciencias Económico Administrativas de la Universidad de Guadalajara.

nuestro país logre el grado de inversión, ya que las agencias calificadoras internacionales cuestionan el *crecimiento discontinuo de México*, las *crisis recurrentes*, la *corrupción*, la *dependencia del sector externo* y la *mínima diversificación geográfica de su comercio*, así como la *falta de credibilidad de las autoridades financieras*".⁵

Fue en este escenario, nada halagüeño para México, cuando el gobierno ruso decidió devaluar su moneda y decretar una moratoria de tres meses para el servicio de su deuda externa, desatando con ello reacciones en cadena en los principales mercados financieros del mundo.

El efecto global fue una severa reducción de los flujos financieros internacionales hacia los mercados emergentes, derivada de un incremento de la percepción del riesgo en estos mercados y de la búsqueda de inversiones más seguras en las economías desarrolladas.

Los flujos financieros en inversiones accionarias, bonos y préstamos hacia mercados emergentes se redujeron bruscamente de 17 300 millo-

nes de dólares en julio a 2 500 millones de dólares en agosto, según informes del Fondo Monetario Internacional. "Los flujos de capital fresco se han secado", señaló Charles Adams, subjefe de economía del organismo financiero.⁶

En estas condiciones, la tasa de cambio del peso se derrumbó de manera natural. Algo andaba mal. Desde el primer trimestre de 1996, el peso mexicano había experimentado un fuerte proceso de apreciación real, en virtud de que la paridad peso/dólar se mantuvo casi fija desde diciembre de 1995 (7.64 pesos por dólar) hasta septiembre de 1997 (7.77 pesos por dólar), mientras que la inflación acumulada en México durante ese lapso fue de 42.5 por ciento contra 5.5 por ciento en Estados Unidos.

En consecuencia, se produjo el clásico desalineamiento de los precios relativos internos frente a los externos: al mantenerse casi fija la paridad peso/dólar, los precios de los productos importados se mantuvieron casi fijos (en virtud de la baja inflación estadounidense de 5.5 por ciento),

mientras que los precios de los productos mexicanos crecieron significativamente (42.5 por ciento).

El resultado fue una *pérdida progresiva de la competitividad-precio de los productos mexicanos* tanto en el mercado interno como en el exterior, con el consiguiente crecimiento de las importaciones a un ritmo mayor que las exportaciones, lo que provocó el deterioro acumulativo de la balanza comercial. El déficit comercial sin maquiladoras, que había desaparecido en 1995, reapareció en el tercer trimestre de 1996 (220.7 millones de dólares) y creció aceleradamente durante 1997, alcanzando los 3 694.9 millones de dólares en el cuarto trimestre. Incluso si se descuentan los ingresos petroleros extraordinarios (originados básicamente por los altos precios que alcanzó el crudo en los mercados internacionales), el déficit comercial sin maquiladoras habría alcanzado 4 568.5 millones de dólares en sólo un trimestre al final de 1997.

Aun si se incluyen los flujos de las maquiladoras que se realizan bajo un régimen especial de internaciones temporales y cuyos productos finales tienen una insignificante proporción de componentes nacionales –menos de 2 por ciento en el periodo considerado–, se observa el paso de un superávit comercial de 2 197.3 millones de dólares en el segundo trimestre de 1996 a un *déficit* de 1 278 millones de dólares en el cuarto trimestre de 1997.

En 1998, no obstante la política fiscal contraccionista (recortes del gasto público que afectan significativamente la inversión y el gasto social, con efectos multiplicadores negativos sobre el volumen agregado de la actividad económica) y la polí-



Proceso de apreciación real del tipo de cambio

Años	Índice de Precios al Consumidor		Tipo de cambio nominal (peso/dólar)	Tipo de cambio real o de equilibrio		Margen (%) de sobrevaluación (+) o subvaluación (-)	
	México	Estados Unidos		Base 1988	Base 1er. sem. 1996	Base 1988	Base 1er. sem. 1996
1988	10 027.60	143.60	2 322.10	2 322.10	2 300.00	0.00	-0.95
1989	11 889.20	150.50	2 511.82	2 626.64	2 601.96	4.57	3.59
1990	15 057.90	158.60	2 851.52	3 156.16	3 127.13	10.68	9.67
1991	18 470.40	165.30	3 026.02	3 715.08	3 680.34	22.77	21.62
1992	21 334.20	170.30	3 095.81	4 165.70	4 126.16	34.56	33.28
1993							
Diciembre	24 151.70	176.96	3 106.00	4 407.20	4 367.65	41.89	40.62
1994	25 042.58	179.92	3 472.08	4 628.35	4 584.30	33.30	32.03
Marzo	24 589.90	178.70	3 356.55	4 575.96	4 532.41	36.33	35.03
Noviembre	25 635.32	181.75	3 436.50	4 690.21	4 645.57	36.48	35.18
Diciembre	25 860.72	181.75	4 925.00	4 731.45	4 686.41	-3.93	-4.84
1995							
Marzo	29 619.86	183.73	6 725.00	5 360.83	5 309.81	-20.29	21.04
Diciembre	39 298.22	186.43	7 641.33	7 009.51	6 942.80	-8.27	-9.14
1996							
Marzo	42 578.27	188.95	7 640.00	7 493.31	7 421.98	-1.92	-2.85
Junio	45 312.85	190.39	7 507.50	7 914.26	7 838.93	5.42	4.41
Diciembre	50 185.72	193.38	7 815.00	8 629.84	8 547.70	10.43	9.38
1997							
Marzo	52 992.68	194.35	7 950.20	9 067.12	8 980.81	14.05	12.96
Septiembre	55 992.25	196.69	7 770.10	9 466.18	9 376.08	21.83	20.67
Diciembre	58 471.27	197.88	8 113.85	9 826.22	9 732.69	21.10	19.95
1998							
Marzo	61 501.42	198.59	8 558.08	10 298.32	10 200.30	20.33	19.19
Mayo	62 569.96	198.87	8 584.90	10 462.60	10 363.02	21.87	20.71
Junio	63 308.29	199.15	8 905.56	10 571.26	10 470.64	18.70	17.57
Julio	63 916.05	199.43	8 913.00	10 657.82	10 556.38	19.58	18.44
Agosto	64 197.74	199.69	9 990.69	10 690.68	10 588.92	7.01	6.00
Septiembre (día 24)	65 114.07	200.61	10 130.00	10 793.59	10 690.86	6.55	5.54

Nota metodológica: Se toma 1988 como año base de equilibrio cambiario peso/dólar estadounidense porque en ese año la *balanza comercial sin maquiladoras* se encontraba prácticamente en equilibrio (con un modesto superávit de 272 millones de dólares), lo cual indica que la *planta productiva mexicana* es globalmente competitiva con esa tasa de cambio. Durante el primer semestre de 1996 volvió a presentarse una situación de equilibrio en la *balanza comercial sin maquiladoras descontando incluso los ingresos petroleros extraordinarios derivados de los altos precios internacionales del crudo* (deduciendo estos ingresos extras, que se esfumarán en 1998, se registró un modesto superávit de 18 millones de dólares (véase *El Universal*, enero 16 de 1998), por lo que se propone el primer semestre de 1996 como nueva base de equilibrio cambiario en la paridad peso/dólar.

FUENTE: Elaboración propia con base en Banco de México, *Indicadores económicos*; y FMI, *Estadísticas financieras internacionales*.

tica monetaria restrictiva (los "cortos" del Banco de México), el déficit comercial sin maquiladoras –ya sin sobrepuestos petroleros– continuó su crecimiento durante el primer trimestre hasta alcanzar los 4 101.5 millones de dólares y se redujo ligeramente a 3 751.9 millones en el segundo trimestre, pero aumentó nuevamente en julio hasta 1 622 millones de dólares en un solo mes.

El desequilibrio comercial se reflejó, desde luego, en la brecha de divisas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que alcanzó 3 617.9 millones de dólares en el cuarto trimestre de 1997 y los 3 537.2 millones de dólares en el segundo trimestre de 1998, lo cual indujo expectativas de un déficit corriente anual superior a los 15 mil millones de dólares.

La economía mexicana entró así a la zona de peligro. No es casual que las calificadoras hayan señalado entre las causas de desconfianza para México las *crisis recurrentes* y la *dependencia del sector externo* (a los precios petroleros), a la *restricción de liquidez*, etcétera. Por eso, los capitales que salen de los mercados financieros con más problemas no se encaminan hacia México. Los dólares escasean y sube su precio. En medio del tobogán devaluatorio, el Banco de México señaló: "el flujo de inversión extranjera se ha reducido de manera importante y esto se ha reflejado en una acelerada depreciación del tipo de cambio".⁷

Shock financiero y sobrerreacción monetaria

Todavía hasta el primer trimestre de 1998 –y desde el segundo trimestre de 1996– la cuenta de capital de la balanza de pagos había arrojado sistemáticamente saldos positivos supe-

riores al déficit de cuenta corriente. Más aún, las fuertes entradas de inversión extranjera, principalmente, no sólo permitieron financiar el déficit, sino también aumentar la reserva de divisas del banco central.

Pero durante el segundo trimestre de 1998 el *saldo en la cuenta de capital* se redujo 2 387.3 millones de dólares, cifra inferior al *déficit de cuenta corriente* (3 537.3 millones de dólares). Dado el comportamiento precedente, podría afirmarse que el factor marginal que obró como causa principal de este resultado fue el retiro de 1 002 millones de dólares de inversión extranjera del mercado accionario y la salida de 434.9 millones de dólares de inversión extranjera del mercado de dinero. Sin embargo, el éxodo de estos capitales no causó mayores problemas, gracias al saldo positivo de 1 526.9 millones de dólares en el renglón de "errores y omisiones", que completó el financiamiento del déficit corriente y hasta permitió al Banco de México aumentar su reserva en 375.3 millones de dólares durante ese trimestre.

De este modo, el retiro de capitales extranjeros de los mercados accionario y de dinero fue, simplemente, un *campanazo de alerta* respecto al deterioro de las expectativas de los inversionistas extranjeros en mercado financiero acerca de la economía mexicana, afectada por el creciente déficit corriente, la caída de los precios petroleros y los sucesivos recortes presupuestales.

Desde el mes de mayo, el *Índice de Precios y Cotizaciones* de la Bolsa Mexicana de Valores había registrado una caída relativamente lenta, al pasar de 5 098.53 unidades al cierre de abril a 4 244.96 unidades al cierre de julio. Pero en agosto, empujada por

el nuevo brote de inestabilidad en los mercados asiáticos y por la crisis rusa, se aceleró la caída del Índice de Precios y Cotizaciones hasta ubicarse en 2 991.93 unidades al cierre del mes, lo que representó un desplome mensual de 29.5 por ciento. Si a éste se agrega la devaluación del peso observada durante agosto (la paridad pasó de 8.91 pesos por dólar al cierre de julio a 9.99 al cierre de agosto), la caída del Índice de Precios y Cotizaciones en dólares resultó de 37 por ciento. En consecuencia, se produjo una brusca reducción de la inversión extranjera en mercado accionario: de 38 831.71 millones de dólares al cierre de julio, la inversión extranjera en acciones mexicanas cayó a 24 987 millones de dólares al cierre de agosto.⁸ Sin embargo, se trató de un movimiento casi puramente contable, producto de la caída del Índice de Precios y Cotizaciones en dólares, y no de una *salida real* de inversión extranjera del mercado accionario, que se estimó apenas en 225 millones de dólares.⁹

Más importante fue la salida de inversión extranjera del mercado de dinero, que se redujo de 3 567.91 millones de dólares al cierre de julio a 2 787.89 millones de dólares al cierre de agosto: un éxodo de 780 millones de dólares.¹⁰ Al parecer, *fueron precisamente estas salidas de capitales de cartera* (que sumaron alrededor de mil millones de dólares), *no compensadas por otros ingresos de divisas*, las que provocaron la sobredemanda de dólares y la depreciación prácticamente ininterrumpida del peso durante agosto. Los demás rubros de la cuenta de capital parecen haberse casi equilibrado con el renglón de *errores y omisiones*, porque la reserva del Banco de México se redujo 1 248

millones de dólares en ese mes (de 30 724 millones a 29 475 millones de dólares), cifra cercana a la salida real de inversión extranjera de los mercados accionario y de dinero.

No se estaba frente a una catástrofe. Más aún: después de haberse incurrido durante 1996-1997 en el repetido error de propiciar la insana sobrevaluación del peso, el ajuste cambiario era sumamente positivo, al encaminar la corrección de la sobrevaluación que había provocado el peligroso crecimiento del déficit de cuenta corriente. Visto en perspectiva histórica, podría decirse que estaba costando relativamente barato al país el *relineamiento de los precios relativos* de los productos externos respecto a los precios de los productos internos y, por lo tanto, la restauración de la competitividad agregada de la planta productiva mexicana.

No obstante, después de la primera quincena de agosto se registró una tremenda *sobrerreacción del Banco de México*, elevando dramáticamente las tasas de interés, a fin de retener los capitales en México, evitar una mayor depreciación del peso mexicano y hasta revertir parcialmente la devaluación.

Todavía hasta el 19 de agosto, el manejo monetario había sido prudente: a través del aumento del "corto" (restricción de liquidez al sistema bancario), que pasó de 30 millones de pesos diarios al cierre de julio a 50 millones el 10 de agosto y a 70 millones el 17 de agosto,¹¹ el banco central había empujado la tasa interbancaria de equilibrio de 21.4 por ciento al cierre de julio al 23.2 por ciento el 11 de agosto y a 24.4 por ciento el 18 del mismo mes. Señal *hasta aquí razonable* de que el banco cen-



tral no toleraría un desbordamiento de la tasa de inflación.

Sin embargo, contrariamente a lo esperado por el Banco de México, las mayores tasas de interés produjeron el efecto deseado sobre el tipo de cambio: no solamente no se apreció el peso mexicano, sino que ni siquiera se detuvo su depreciación. Para empujar aún más arriba las tasas de interés, en espera de estabilizar la tasa de cambio, el Banco de México adoptó la inusitada disposición de *poner un piso a la tasa de interés de 27 por ciento*, aplicable a sus operaciones diarias (a plazos de hasta tres días), con lo cual empujó nuevamente al alza la tasa interbancaria de equilibrio, que pasó del 24.3 por ciento el 20 de agosto al 29.62 por ciento el 26 de ese mes.¹²

Sin embargo, tampoco estas *tasas de interés fueron capaces de contener la depreciación del peso*, cuya paridad pasó de 9.34 pesos por dólar el 20 de agosto a 9.80 pesos el 26 del mismo mes.

El Banco de México anunció entonces –el 26 de agosto por la noche– la constitución de *depósitos obligatorios* por los bancos comerciales en el banco central a razón de 1 250 millones de pesos diarios a partir del 2 de septiembre, hasta completar la cifra

de 25 mil millones de pesos.¹³ El objetivo no fue restar liquidez al mercado, ya que simultáneamente el banco central se comprometió a regresar estos recursos crediticios a la circulación, mediante subastas. El objetivo fue aumentar el control del banco central sobre las tasas de interés, manipulándolas más fácilmente al alza a través de las subastas.

Como resultado, la tasa interbancaria de equilibrio saltó del 29.62 por ciento el 26 de agosto hasta el *extravagante nivel* de 38.3 por ciento al cierre del mes y de 40.61 por ciento el 9 de septiembre, sin que se haya logrado contener la depreciación del peso, que pasó de 9.80 por dólar el 26 de agosto a 9.99 el 31 del mismo mes y hasta 10.33 por dólar el 9 de septiembre.

Algo fallaba en la percepción del Banco de México, porque se habían duplicado las tasas de interés interbancarias y el peso continuaba devaluándose. La clave parece encontrarse en lo señalado por Fernando Romero, analista latinoamericano de *ABN Amro* en Nueva York: *“la orden es salir del mercado, sin importar el precio”*. “Estamos atorados en el ciclo perverso de profecías anunciadas. *El mercado quiere sangre y la está*

Índice accionario, tipo de cambio y tasas de interés

Fechas	Índice de Precios y Cotizaciones BMV	Tipo de cambio interbancario ¹	Tasa de interés interbancaria de equilibrio
31/07/98	4 244.96	8.91	—
7/08/98	3 844.93	9.07	21.85
14/08/98	3 583.72	9.20	23.80
21/08/98	3 413.15	9.79	25.85
28/08/98	3 154.14	9.99	37.59
4/09/98	3 045.17	10.24	39.67
11/09/98	2 917.78	10.61	47.78
18/09/98	3 475.90	10.19	46.00
21/09/98	3 494.40	10.18	42.76
24/09/98	3 690.48	10.13	39.84

¹ Pesos por dólar estadounidense.
FUENTE: Banco de México, tasas de interés, tipos de cambio y mercado accionario. Carpeta electrónica.

obteniendo".¹⁴ En estas condiciones resultaba descabellado tratar de bajar la sobredemanda marginal de dólares mediante movimientos en las tasas.

La percepción de que la salida de inversiones extranjeras de cartera estaba obrando en el margen como la causa inmediata principal de la acelerada depreciación del peso, fue compartida, desde luego, por analistas mexicanos. "Pese al optimista discurso oficial escuchado durante los últimos años —señaló *Tendencias Económicas y Financieras*— que ante las voces de alerta con respecto a los peligros que entrañaba la llegada de capital especulativo, minimizaba el poder de la inversión extranjera volátil y decía que ésta era tan pequeña que difícilmente podría desestabilizar a los mercados financieros nacionales", "la realidad se impuso y demostró que los mercados financieros nacionales son excesivamente vulnerables y que para desequilibrar el mercado cambiario no se necesita la redención inmediata de 26 mil millones de dólares en Tesobonos. Con unos cuantos millones de dólares que saquen del

mercado de dinero mexicano las correrías extranjeras, el tipo de cambio puede alcanzar niveles insospechados".¹⁵

El 10 de septiembre, la cotización del dólar se disparó hasta cerrar en 10.64. El Banco de México no sólo tuvo que disparar el mecanismo automático de venta de 200 millones de dólares (que se activa cuando hay una devaluación mayor de 2 por ciento en un solo día), sino que la Comisión de Cambios (integrada paritariamente por representantes de la Secretaría de Hacienda y del Banco de México y presidida con voto de calidad por el secretario de Hacienda) decidió intervenir directamente en el mercado cambiario y ofreció 278 millones de dólares adicionales en un día para estabilizar la paridad peso/dólar.¹⁶ Fue hasta entonces cuando se logró contener la depreciación del peso, se cubrió la sobredemanda marginal de divisas y, de paso, se desmotivó a acciones puramente especulativas contra el peso.

Ciertamente, el mismo 10 de septiembre, el Banco de México anunció un incremento del "corto" de 70 a

100 millones de pesos, empujando la tasa interbancaria de interés hasta el 47.78 por ciento el 11 de septiembre y al inverosímil 51.4 por ciento el 15 de septiembre.¹⁷ No obstante, parece evidente que la tremenda *sobrerreacción monetaria* no fue el factor clave para detener la depreciación del peso, sino la intervención directa del gobierno en el mercado de cambios precisamente cuando la paridad estaba próxima a su nivel de equilibrio.

La *sobrerreacción* del Banco de México, elevando desmesuradamente las tasas de interés, pone en evidencia que *la política monetaria es ineficiente* para contener ciertos procesos de depreciación del tipo de cambio. Además, al incidir negativamente sobre la economía real, sobre la propia esfera financiera y, en consecuencia, sobre las expectativas económicas, la *sobrerreacción* se convierte en un factor *contraproducente*.

Por eso, lo que hoy conviene a México es dejar que la paridad peso/dólar se mantenga próxima a su nivel de equilibrio, en vez de tratar de bajarla artificialmente a través de descomunales tasas de interés que ya están teniendo repercusiones negativas sobre la inversión, sobre el ritmo de la actividad económica y *sobre la de por sí precaria situación de los deudores y del sistema bancario*. Además, las finanzas públicas también están siendo afectadas al elevarse dramáticamente el costo financiero de la deuda interna; empujando el déficit fiscal más allá de los límites considerados como admisibles por las propias autoridades hacendarias y monetarias, o bien provocando un cuarto recorte presupuestal.

Ciertamente, la prudente reducción de las tasas de interés para per-

mitir que el tipo de cambio se estabilice a un nivel competitivo (próximo a su nivel de equilibrio) evitará cumplir la meta inflacionaria de 12 por ciento propuesta por el Banco de México para 1998. Pero también es cierto que, bien manejado, el ajuste cambiario (por fortuna de magnitud muy inferior a los de 1982 o 1994) no va a disparar la inflación a niveles indeseables. Hoy día estamos en una franja de inflación de entre 10 y 20 por ciento. Múltiples experiencias en el mundo señalan crecimientos vigorosos, sostenidos durante décadas, con tasas de inflación dentro de esa franja.¹⁸ Por ello, es un craso error seguir utilizando el *choque monetario* para detener la caída del tipo de cambio y bajar a toda costa la inflación. Por cuidar un equilibrio macroeconómico, en este caso la tasa de inflación, se mantendría la desatención de otras variables macroeconómicas cruciales: el *balance de cuenta corriente* y el *crecimiento agregado de la actividad económica*.

En esta perspectiva, el curso de los fenómenos terminará dando la razón a Carlos Slim, quien cuestionó, en *inusitada acción de disidencia abierta*, "los niveles 'exagerados' en los que se encuentran las tasas de interés" que "amenazan provocar una nueva suspensión de pagos de los deudores y la contracción de la inversión productiva". En consecuencia, Slim recomendó a las autoridades "eliminar los 'cortos' y reducir las tasas de interés a niveles más reales", haciendo "uso de las reservas en dólares del Banco de México si las tasas presionan el tipo de cambio".¹⁹

Precisamente, el nivel de reservas internacionales del banco central, el calendario más o menos manejable de vencimientos externos y el rela-

tivamente pequeño monto de inversión extranjera de cartera que podría salir de México si las tasas de interés se sitúan en niveles realistas, constituyen *factores coyunturales que hoy permiten absorber sin mayores descalabros el ajuste del tipo de cambio* hasta situarlo en su nivel de equilibrio objetivamente determinado.

No hay que olvidar que en 1993, cuando académicos mexicanos y extranjeros (Dornbusch, entre éstos) recomendaron romper el nudo macroeconómico que vinculaba la *sobrevaluación cambiaria* con las *elevadas tasas de interés* (cuyo propósito era atraer el ahorro externo requerido para mantener la paridad como ancla de la inflación) y, en consecuencia, con la *retracción del crecimiento económico*, era justo el momento oportuno de realizar el ajuste ordenado del tipo de cambio.²⁰ En 1994 fue demasiado tarde y sobrevino el colapso.

Hoy existe la oportunidad de culminar ordenadamente el ajuste ya iniciado, reduciendo las tasas de interés, destrabando el crecimiento econó-

mico y dando fortaleza en el largo plazo a los equilibrios macroeconómicos. La duda consiste en si se aprovechará la oportunidad o se sacrificará nuevamente al país en aras de una *estrategia macroeconómica* que ya ha probado reiteradamente su fracaso.

Modelo macroeconómico y régimen cambiario

Más allá de la *sobrerreacción monetaria*, el reciente *shock* financiero ha evidenciado la tremenda *fragilidad de la estrategia macroeconómica de mediano plazo* aplicada desde 1996 por la administración del presidente Zedillo, que es la misma que condujo al colapso financiero durante el sexenio pasado.

Es necesario no olvidarlo, porque *las naciones que no aprenden de su propia historia están obligadas a repetirla*. La estrategia macroeconómica de mediano plazo aplicada a partir del denominado Pacto de Solidaridad Económica impuesto en diciembre de 1987, erigió la estabilización de los



precios en su *objetivo prioritario a toda costa*, aplicando como instrumentos primordiales de política económica: 1) *la apertura comercial unilateral y abrupta*, de manera que los precios de los productos importados sirvieran de techo a los precios internos; 2) *una política cambiaria* que utilizó la tasa de cambio como ancla de los precios y condujo a la *sobrevaluación creciente de la moneda*; 3) *una política fiscal* que, en aras del *equilibrio o el superávit* de las finanzas públicas, redujo abruptamente la participación del Estado en la promoción del desarrollo económico, lo que también trajo consigo el debilitamiento de la planta productiva nacional. El objetivo antiinflacionario se logró, reduciéndose la inflación de 159.2 en 1987 a 7.1 por ciento en 1994. Pero la combinación perversa de estos tres instrumentos de política estabilizadora produjo un crecimiento vertiginoso de las importaciones (artificialmente abaratas por el tipo de cambio sobrevaluado), a un ritmo mucho mayor que las exportaciones, de manera que se engendró un déficit

comercial dramáticamente creciente y un desmesurado déficit en la cuenta corriente, que saltó del 1.4 por ciento del producto interno bruto en 1988 al 5.2 por ciento en 1991 y al 7.3 por ciento en 1994.²¹

Bajo la actual administración, después del *plan de choque* aplicado en 1995, cuyo *objetivo dual* fue ajustar la cuenta corriente y controlar la *inflación* desencadenada por la *macrodevaluación* decembrina de 1994 (a través de *la severa reducción del gasto público corriente y de inversión*; *del alza de los precios y tarifas del sector público*; *de la severa reducción de los salarios reales*; *de una política monetaria y crediticia severamente restrictiva*, y *de una subvaluación cambiaria* que se mantuvo hasta los dos primeros meses de 1996),²² la *estrategia macroeconómica de mediano plazo* pasó a ser la misma que se aplicó en el sexenio anterior.

Teniendo como objetivo prioritario la estabilización de los precios, la estrategia macroeconómica desplegada a partir de 1996 mantuvo la apertura externa de la economía, así

como la reducción de las funciones del Estado en la promoción del desarrollo económico (en aras del libre accionar de la mano invisible del mercado y del sacrosanto equilibrio fiscal), y *volvió a incurrir en el error de utilizar el tipo de cambio como ancla de los precios*, con lo cual se logró efectivamente bajar la inflación de 52 en 1995 a 27.7 en 1996 y a 15.7 por ciento en 1997, pero a costa de un fuerte proceso de apreciación real del peso mexicano, de un creciente déficit comercial y de una cada vez mayor brecha de divisas en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que alcanzó 6 967.5 millones de dólares en el primer semestre de 1998.

Tanto en este periodo del gobierno del presidente Zedillo como en tiempos del presidente Salinas, la estrategia macroeconómica de mediano plazo subordinó la competitividad de la planta productiva (al sobrevaluar la moneda), y *sacrificó la economía real y los equilibrios externos de largo plazo*, en aras del *ahatamiento acelerado* de la inflación, convertido en objetivo a ultranza.

El problema estriba en que esta estrategia macroeconómica de mediano plazo sólo ajusta matemáticamente mediante una *variable exógena*: *los flujos de ahorro externo que financien el desbalance corriente*. La ilusión de que esta *variable exógena* se va a comportar puntualmente conforme a lo previsto en el *modelo econométrico*, cubriendo rigurosamente la brecha de divisas a través de canalizaciones constantes y suficientes de ahorro externo, constituye la *falla intrínseca* fundamental de este *modelo macroeconómico*.

La sola *interrupción* de los flujos de ahorro externo para financiar el déficit de cuenta corriente, o su re-



ducción a un nivel inferior a éste, conduce a un vaciamiento progresivo de las reservas del banco central, aun sin que se registre un retiro significativo de capitales previamente ingresados; y con mayor razón si al creciente déficit corriente se une la salida de importantes sumas de *dinero caliente* previamente ingresadas.

En consecuencia, esta estrategia macroeconómica carece de instrumentos eficaces que otorguen a la estabilización y al crecimiento económico sostenibilidad en el largo plazo. Así como el colapso financiero y cambiario de 1994 no fue *un suceso extrínseco* a la estrategia económica sino *su resultado natural*, el *shock* financiero de la actualidad es un resultado intrínseco de la estrategia macroeconómica instrumentada a partir de 1996.

En esta perspectiva, el *shock* deparó dos noticias malas y una buena. La buena es que este *shock* se produjo ahora y no al final de sexenio, con una mayor sobrevaluación y mayor déficit corriente; la primera mala noticia es que para evitar una mayor depreciación del peso (y si es posible revertirla, por lo menos parcialmente), así como para controlar la inflación desencadenada por la devaluación del peso mexicano, la autoridad monetaria ha remitido hasta las nubes las tasas de interés mediante una política monetaria restrictiva y a través de una *no invisible mano negra* en los mercados de dinero, provocando efectos negativos sobre la economía real y sobre la propia esfera financiera.

La otra mala noticia es que este *shock* no libra de otra *crisis de fin de sexenio*, porque si se mantiene la *estrategia macroeconómica de mediano plazo* cuyo objetivo prioritario es bajar la inflación a toda costa hasta

un dígito, se vivirá un nuevo ciclo de estabilización –sobrevaluación cambiaria– creciente déficit corriente–*crack*.

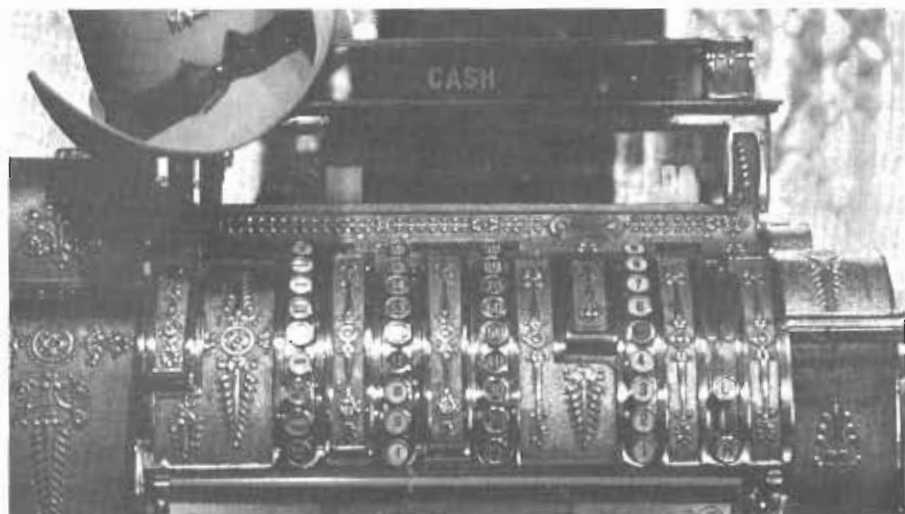
Por eso preocupan las declaraciones de Moisés Schwartz Rosenthal, director de Estudios Económicos del Banco de México: “el Banxico ha aplicado una política monetaria relativamente restrictiva, con objeto de que las tasas de interés suban *un poco (sic)* y los efectos internacionales ‘afecten de la menor manera posible’. ‘A nadie le gusta tener tasas de interés de 40 por ciento y un tipo de cambio como el que hemos enfrentado’, pero la situación es temporal, transitoria y *debe haber un retorno de la paridad a niveles más lógicos* e igual con los réditos”.²³ Otra vez la reiterada historia, que arranca de la estabilización con un tipo de cambio sobrevaluado.

Precisamente, la segunda gran lección que debería derivarse del reciente *shock* financiero es que la macrodevaluación del peso mexicano acumulada durante 1998 (24.9 por ciento, al pasar el dólar interbancario de 8.11 pesos en diciembre de 1997 a 10.13 al 23 de septiembre) confirmó que la tesis postulada por el Banco de México según la cual “la flotación del tipo de cambio tiene la gran virtud de hacer improbable que la paridad se aleje, de manera persistente y considerable, de los niveles que en las distintas épocas resultan congruentes con las condiciones fundamentales de la economía”,²⁴ *sólo es válida en el largo plazo* en virtud de que el régimen cambiario de libre flotación es permisivo a procesos de apreciación real de la paridad, que desembocan en sobrevaluaciones cambiarias, sostenidas durante algún tiempo por flujos de ahorro externo (y/o repatria-

ción de capitales) que financian los crecientes déficit corrientes, hasta que estos flujos de capital se retraen, desequilibrando los mercados de divisas y provocando inevitables ajustes más o menos violentos en la paridad cambiaria.

El problema del régimen cambiario de libre flotación radica –aun bajo el supuesto de que el Banco de México no practicara en realidad una flotación *sucia* mediante intromisiones en el mercado de cambios, directamente o a través de las tasas de interés– en que una paridad cambiaria determinada por el libre juego de la oferta y la demanda de divisas no *asegura* un tipo de cambio que en cada momento resguarde la competitividad agregada de la planta productiva mexicana, ni en su sector exportador ni en su segmento de bienes comerciables para el mercado interno.

De hecho, en su *Exposición sobre la política monetaria para 1998*, el Banco de México reconoció: “Los ingresos de capital de corto plazo son motivo de preocupación para las autoridades, pues pueden inducir apreciaciones del tipo de cambio fácilmente reversibles. Dentro del esquema adoptado en México para la ejecución de la política monetaria, la utilización del ‘largo’ [incremento de la oferta crediticia, que presiona a la baja las tasas de interés: JLC] es la fórmula más idónea para desalentar los flujos de capital de corto plazo hacia el país. *Sin embargo, el uso del ‘largo’ sería ineficaz para evitar la apreciación del tipo de cambio real, si ésta es causada por la inversión extranjera directa, la inversión extranjera en bolsa o el endeudamiento privado en el exterior a mediano y largo plazo*, pues estos movimientos de capital obedecen a expectativas de



largo plazo sobre la economía mexicana. *Estos ingresos de capital responden a factores que prácticamente no son afectados por el uso de instrumentos de política monetaria.* Es preciso tener presente que el poder de la política monetaria para influir sobre el tipo de cambio real es muy limitado”.

Precisamente por eso, el régimen cambiario de libre flotación hace imposible que el tipo de cambio contribuya decisivamente —como *instrumento principal*— a asegurar el equilibrio sostenible de las cuentas externas, evitando macrodevaluaciones traumáticas que desquician los mercados financieros y destrazan la economía real.

No es casual que durante la reunión conjunta del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, realizada hace un año en Hong Kong, el economista en jefe del Fondo Monetario Internacional, Michael Mussa, haya señalado: “*el esquema cambiario de libre flotación no es panacea para mantener una economía sana en forma permanente*; los gobiernos deben ser flexibles y revisar si les conviene realizar cambios en algún momento” (*El Economista*, septiembre 17 de 1997). La paridad cambiaria

es un asunto bastante delicado como para dejarla exclusivamente a *merced de la mano invisible del mercado*, más aún si esta mano invisible es acompañada por una *mano negra* que deliberadamente utiliza el tipo de cambio como ancla nominal de la inflación.

Por eso se recomienda reiteradamente una política cambiaria orientada a la preservación, en todo momento, de la competitividad agregada de la planta productiva mexicana y, en consecuencia, a la sostenibilidad del equilibrio de las cuentas externas.²⁵ Al definir como *tipo de cambio de equilibrio* la paridad peso/dólar estadounidense que se observa cuando la *balanza comercial sin maquiladoras* se encuentra en *equilibrio* —lo que indica que *la planta productiva mexicana es globalmente competitiva con esa tasa de cambio*, situación que se observó en 1988 (bajo las actuales condiciones de apertura comercial, que ya entonces se había realizado) y nuevamente en el primer semestre de 1996 (aun descontando los ingresos extraordinarios procedentes de los sobrepuestos que alcanzó el petróleo en ese semestre—, dicho *tipo de cambio de equilibrio* debe ser adoptado como *piso cambiario*. El Banco

de México debe evitar —simplemente comprando dólares y fortaleciendo de paso su reserva de divisas (que puede ser parcialmente utilizada, como hizo Chile, para realizar compras de deuda externa con descuento en los mercados secundarios)— *que el precio del dólar baje del piso de equilibrio, ajustando este piso periódicamente* —semanal o quincenalmente— conforme a la diferencia entre las tasas de inflación mexicana y estadounidense.

De esta manera dispondremos de una política cambiaria cuyo *objetivo prioritario* ya no será contribuir a la estabilización de los precios internos, sino contribuir —como *instrumento principal*— al *equilibrio sostenible de las cuentas externas* y a la *permanente competitividad agregada* de la planta productiva mexicana, haciendo *predecible el tipo de cambio* y otorgando *certidumbre, realismo y permanencia* al proceso de estabilización de los precios.

Factores externos como detonantes del shock

Al igual que en las grandes crisis financieras que han sacudido a la economía mexicana durante los últimos veinte años, los factores detonantes del reciente *shock* financiero han provenido del exterior, aunque la causa fundamental de éste y de las precedentes crisis financieras ha sido siempre interna: estrategias macroeconómicas que provocan la insana adición de la economía mexicana al ahorro externo.

En 1982, los factores detonantes de la crisis mexicana fueron la caída de los precios internacionales del petróleo; el alza desmesurada de las tasas internacionales de interés (la tasa

implícita de la deuda externa mexicana saltó de 7.3 en 1977 a 12.8 por ciento en 1981 y a 14.7 en 1982), y la *restricción del crédito* para el mundo en desarrollo (asociada precisamente al alza de las tasas de interés en los países desarrollados), que hizo imposible *refinanciar los vencimientos* de la deuda externa mexicana ("se nos acabaron las fichas", "es una crisis de liquidez", fueron las expresiones del presidente López Portillo), no dejando más opción que declarar la moratoria.²⁶

En 1994, el factor detonante de la crisis fue el súbito giro en las tendencias financieras internacionales, observado a partir de febrero de 1994, cuando la Reserva Federal estadounidense decidió subir las tasas de interés, a causa de lo cual numerosos inversionistas decidieron retirar, suspender o reducir sus colocaciones en mercados emergentes. Quizá por eso Michel Camdessus calificó la crisis mexicana como *la primera crisis del siglo XXI*.

Es necesario no olvidarlo, porque México adolece de una extraña compulsión a repetir una y otra vez la triste historia. Durante los dos primeros meses de 1994, aun después del alzamiento de Chiapas, copiosos recursos externos continuaron fluyendo a México, atraídos por el diferencial en las tasas de interés en dólares, que mantenían su tendencia decreciente en Estados Unidos. Pero hacia fines de febrero de 1994, cuando se inició la pronunciada tendencia alcista en las tasas estadounidenses, que se consolidó en marzo y en los meses subsecuentes, la afluencia de ahorro externo se retrajo. Las presiones sobre el mercado cambiario mexicano no tardaron en manifestarse, lo cual originó que el peso se devaluara 8 por ciento frente al dólar

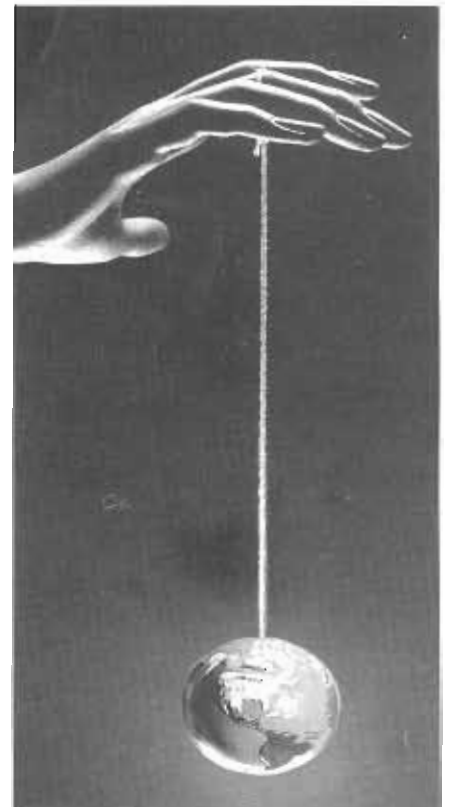
hacia finales de febrero y principios de marzo, de manera que *antes del asesinato de Colosio* la paridad peso/dólar alcanzó prácticamente el techo de la banda de flotación.²⁷ Entonces, como ahora, la autoridad monetaria mexicana trató de revertir la depreciación del peso mediante una fuerte elevación de las tasas de interés, sin conseguirlo.

Entonces, como ahora, México no fue el único país afectado por el giro en las corrientes financieras internacionales. Precisamente a partir de marzo de 1994, cuando se consolidó la tendencia alcista de las tasas estadounidenses, se operaron liquidaciones masivas de colocaciones estadounidenses en mercados emergentes. "La liquidación -constató Kenneth N. Gilpin- fue desencadenada por el incremento en las tasas de interés en Estados Unidos, que hizo que las inversiones extranjeras fueran menos atractivas. Produjo el desplome de los bonos de 9 por ciento en el mundo en desarrollo durante el primer trimestre, según el *Índice de Bonos del Mercado Emergente* de J.P. Morgan & Company".²⁸ Para México, el asunto fue particularmente grave porque *la sola reducción de los nuevos flujos de ahorro externo a niveles insuficientes para solventar el descomunal déficit de cuenta corriente (29 662 millones de dólares en 1994) implicaba la debacle que finalmente llegó*.

Ahora, en 1998, los factores detonantes de la crisis mexicana vuelven a ubicarse en el exterior: la caída de los precios internacionales del petróleo y, *sobre todo, las crisis en cadena de los mercados emergentes*, que provocaron la dramática *restricción de liquidez* en los mercados. Pero si el detonante es externo, como en las crisis anteriores, la tremenda *vulnera-*

bilidad de la economía mexicana a la *restricción de liquidez* en los mercados emergentes y a la caída de los precios petroleros internacionales, *es responsabilidad netamente interna*, producto de una *estrategia macroeconómica* que genera una insana y creciente adicción al ahorro externo y que, por ello mismo, carece de instrumentos eficaces para hacer sostenible el crecimiento económico.

La situación se complica porque el factor externo crucial de la inestabilidad financiera *continúa presente*. El magnate George Soros lo describe como una situación de "*pánico generalizado*" provocada por la *restricción de liquidez* en los mercados emergentes, a causa de la evacuación de capitales especulativos que buscan refugio en las economías desarrolladas.²⁹ La Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el De-



sarrollo propone establecer controles a los movimientos anárquicos de capitales golondrinos y declarar moratorias a las deudas de los países en crisis. El propio Fondo Monetario Internacional "está considerando la posibilidad" de que los gobiernos le "otorguen poderes para congelar temporalmente las emisiones de bonos, con el fin de reducir los riesgos de una crisis deudora internacional": se trataría de permitir a los países en problemas "reestructurar sus deudas en bonos, sin desencadenar acciones legales".³⁰ Previamente, la CEPAL propuso "establecer impuestos de carácter global a los flujos financieros internacionales" y "tomar acciones más concretas para corregir la inestabilidad de los mercados".³¹

Sin duda, es necesario apoyar firmemente estas y otras iniciativas pertinentes, porque la globalización otorga a los flujos de capital un tremendo poder como detonadores de crisis. Como observó la UNCTAD: "buena parte de las actividades de los mercados financieros ya no guardan relación con la creación de riqueza y empleo, sino con la especulación, por lo que es fácil que un ataque masivo y sostenido a una moneda cree pánico".³² Por ello se requieren acuerdos globales para regular los mercados financieros, sin demérito de acciones soberanas como las adoptadas por Malasia, restringiendo sus mercados de capitales a los inversionistas extranjeros (lo que, dicho sea de paso, produjo una revaluación de su moneda).

Sin embargo, la parte crucial de la tarea la tenemos en casa: es necesario reformular la estrategia económica general -incluyendo de manera relevante la política cambiaria- a fin de

poner punto final a las crecientes salidas de divisas que vulneran el crecimiento sostenido de la economía nacional.

Notas

¹ Calculados con base en Banco de México, *Mercados financieros*; carpeta electrónica; y Banco de México, *Reservas internacionales*, carpeta electrónica.

² Banco de México, *Mercados financieros*, op. cit.; y *Reservas internacionales*, op. cit.

³ Véase A. Vázquez y E. Velazco, "México, impotente ante factores externos: Gurría", *La Jornada*, septiembre 9 de 1998; y Gerardo Flores, "Las medidas de Banxico aminoran los embates del exterior", *El Financiero*, agosto 29 de 1998.

⁴ Eduardo Jardón, "Golpea informe de Moody's a la Bolsa Mexicana de Valores; cayó 3.44 por ciento", *El Universal*, agosto 8 de 1998.

⁵ Isabel Mayoral, "Inversionistas temen al contagio de devaluaciones competitivas en A.L.", *El Financiero*, agosto 18 de 1998.

⁶ Reuter, "Se evaporan capitales de mercados emergentes", *El Universal*, septiembre 22 de 1998.

⁷ Alicia Salgado, "Disparo en tasas de interés", en *El Financiero*, agosto 27 de 1998.

⁸ Bolsa Mexicana de Valores, *Indicadores bursátiles y Carpeta electrónica*.

⁹ Bernardo Jiménez, "Cayó en agosto el saldo de IE en la bolsa", *El Financiero*, septiembre 12 de 1998.

¹⁰ Bolsa Mexicana de Valores, *Indicadores bursátiles y Carpeta electrónica*.

¹¹ Banamex, *Examen de la situación económica de México*, vol. LXXIV, núm. 874, México, septiembre de 1998.

¹² Banamex, *Examen de la situación económica de México*, op. cit.; y cuadro 1.

¹³ Grupo Editorial Expansión, *Tendencias económicas y financieras*, vol. XII, núm. 589, México, agosto 31 de 1998.

¹⁴ Reuter, "Se desploman los mercados bursátiles en América Latina", en *El Universal*, septiembre 11 de 1998.

¹⁵ Grupo Editorial Expansión, *Tendencias económicas y financieras*, vol. XII, núm. 591, México, septiembre 14 de 1998.

¹⁶ G. Flores, "Razonable, la expectativa de inflación entre 15 y 16 por ciento", *El Financiero*, septiembre 11 de 1998.

¹⁷ *Ibidem*.

¹⁸ Véase J.L. Calva, *El modelo neoliberal mexicano. Costos, vulnerabilidad, alternativas*, Fontamara, México, 1993; segunda edición, Juan Pablos Editor, México, 1995.

¹⁹ Osiel Cruz, "Son 'contraproducentes' las medidas del Banxico, asegura Slim Helú", en *El Universal*, septiembre 1 de 1998.

²⁰ Véase J.L. Calva, *El modelo neoliberal mexicano. Costos, vulnerabilidad, alternativas*, Fontamara, México, 1993, entre otros.

²¹ Véase J.L. Calva, "La reforma económica de México. Resultados 1983-1997", *Carta Económica Regional*, núm. 59, 1998.

²² *Ibidem*.

²³ S. Maldonado y C. Ochoa, "México es más vulnerable", *El Financiero*, septiembre 10 de 1998.

²⁴ Banco de México, *Exposición sobre política monetaria para 1998*, México, 1998.

²⁵ Véase J.L. Calva, "Política cambiaria: el riesgo de una nueva sobrevaluación", *Carta Económica Regional*, núm. 42, 1995.

²⁶ Véase J.L. Calva, "Pronafide: fines y medios", *Carta Económica Regional*, núm. 55, 1997.

²⁷ Véase Banco de México, *Informe anual 1994*.

²⁸ *The New York Times*, junio 28 de 1994.

²⁹ DPA, "Pánico en AL por fuga de capitales: Soros", *La Jornada*, septiembre 17 de 1998.

³⁰ E. Gutiérrez, "La economía global en el filo de la navaja: ONU", *La Jornada*, septiembre 17 de 1998; y G. Talavera, "Pide ONU frenar especuladores internacionales", *El Universal*, septiembre 17 de 1998.

³¹ A.M. Rosas, "Propone Cepal impuestos contra capital especulativo", *El Universal*, septiembre 29 de 1998.

³² *Ibidem*.