
Algunas experiencias devaluatorias

• • • • • • • • • • DAVID IBARRA*

Introducción

En México la política cambiaria suele estar impregnada de consideraciones, de valoraciones, políticas. Por las más diversas razones se ha hecho del tipo de cambio el símbolo de la confianza en las acciones estatales. Ése ha sido el precio distorsionador de los ajustes económicos que periódicamente exige el proceso de desarrollo nacional y la causa de las crisis que estremecen a gobierno e instituciones. Ya es tiempo de liberarnos de lastres idiosincráticos que conducen a hacer inflexibles, a retrasar los acomodos cambiarios —cualesquiera que sean las estrategias económicas—, hasta que las tercas realidades imponen amarguísima medicina.

En los párrafos que siguen se intenta una primera reflexión sobre las experiencias registradas desde comienzos del decenio de los ochenta hasta la crisis actual.

Las devaluaciones de los ochenta

México experimentó dos experiencias devaluatorias bruscas en los ochenta. La primera (dos cambios de paridad en 1982), complicada por la crisis de la deuda externa, configuró un ajuste recesivo con una caída del producto de 4% en 1983. Con la segunda devaluación de 50-100 por ciento (la primera fue de 2.5 veces), las exportaciones apenas crecieron (0.5%), pero las importaciones se contrajeron bruscamente (40%),

** Decano del Comité Editorial de Comercio Exterior. Una versión parcial y preliminar de este artículo fue publicada en el periódico El Economista.*

produciéndose un superávit apreciable en la cuenta comercial. De 1982 a 1983 el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos cambió de signo violentamente: de un déficit de casi 7 000 millones de dólares pasó a un superávit de 5 000 millones, con una reconstitución de reservas por 2 600 millones. La cuenta de capital experimentó la reacción inversa: de entradas netas de más de 8 500 millones de dólares se dieron salidas de casi 1 000 millones.

En la devaluación de 1986-1987 la moneda se depreció 120-140 por ciento, pero el modelo de ajuste seleccionado permitió un ligero crecimiento del producto (1%). Como resultado, y a pesar de las medidas de apertura, las exportaciones apenas crecieron —casi se estancaron—, pero las importaciones se elevaron (52%) prácticamente hasta eliminar el superávit de la balanza comercial. La cuenta corriente transitó de un saldo favorable de casi 4 000 millones a otro negativo de 3 000. La cuenta de capital se mantuvo negativa en un nivel de 1 200 millones de dólares con pérdidas de reservas de más de 7 000 millones, para beneficiarse en los siguientes años de la mayor afluencia histórica de capitales.

En ambos casos hubo cierto mejoramiento en la balanza de servicios no factoriales; en la de factoriales la respuesta suele ser poco elástica por depender de la cláusula de los empréstitos, si se descuenta la remisión de dividendos medida en moneda extranjera.

En ambas ocasiones también se configuró una situación de estancamiento con inflación: la de 1983 alcanzó 81% (sin contar el 100% de 1982) y la de 1988, 52% (diciembre-diciembre). Pero hubo diferencias. En el primer caso, los pre-

cios se aceleraron desde marzo de 1982 hasta mediados de 1983; con todo, el cambio de la paridad los rebasó, generando una devaluación real considerable (de 1981 a 1983). En contraste, la segunda experiencia devaluatoria parece la imagen inversa. Los precios, a partir de una expansión muy alta a comienzos de 1988, perdieron rápidamente velocidad, quizás por influencia de la política de ingresos (pacto de estabilización) y de la apertura externa. No obstante, de 1986 a 1988 la inflación superó la depreciación del valor del peso, cancelando en términos reales su influencia en la balanza comercial.

De otro lado, esas mismas experiencias mostraron inelasticidad de corto plazo en la oferta conjunta de exportables –aunque a plazos mayores hubo crecimiento–, dejando como elementos de ajuste de corto plazo las importaciones (por encarecimiento y por receso en el producto) y los movimientos en las reservas, ya que el financiamiento externo se abatió.

La economía relativamente más cerrada de 1983 permitió un ajuste más rápido de las cuentas externas; en contraste, el acomodo fiscal fue menor y se provocó una depresión más profunda, atribuible en parte a la doble depreciación cambiaria y a la abrupta interrupción de los flujos del ahorro externo (la inversión directa bajó de 1 660 a 460 millones de dólares, en tanto que los préstamos lo hicieron de 9 000 a 1 800 millones, aun contabilizando el financiamiento del programa de ajuste de los organismos multilaterales de crédito). Por lo demás, dado que el grueso de los pasivos externos estaba integrado por préstamos bancarios, el costo del ajuste financiero recayó internamente, aunque las menores importaciones debieron tener efectos depresores en otros países.

En 1988, con una devaluación real prontamente nulificada y una economía más abierta, persistió el desajuste en las cuentas comerciales. Los préstamos y depósitos externos cayeron de 1 000 millones de dólares a una cifra negativa de casi 3 000 millones; la inversión extranjera directa se mantuvo en alrededor de 2 800 millones. Por consiguiente, los déficit se debieron compensar con pérdida de reservas internacionales. En cambio, la depresión económica fue sensiblemente menor y la afluencia masiva de capitales preparó las condiciones para cierta recuperación productiva de 1989 a 1992.

Dado que el financiamiento de la cuenta de capital en 1983-1988 descansó, casi por partes iguales, en préstamos e inversión directa, el costo financiero de la depreciación cambiaria se distribuyó entre el país y los inversionistas extranjeros. Pero el aumento de las importaciones (de 13 000 a 26 000 millones de dólares) debió generar empleos en el exterior.

La crisis de los noventa

A fin de romper la espiral hiperinflacionaria de mediados de los ochenta se usaron dos instrumentos especiales de políti-

ca económica y se hizo confluír el conjunto de la acción pública a ese propósito. El primero consistió en celebrar un pacto entre empresarios, obreros y gobierno cuyo contenido incluyó compromisos para romper las expectativas desestabilizadoras y la inflación inercial. Por lo que hace al segundo, se convino en utilizar al tipo de cambio como ancla temporal del sistema general de precios.

La supresión gradual de los déficit públicos, la apertura externa, los ingresos extraordinarios por las privatizaciones y una política monetaria conservadora caracterizada por tasas reales altas, contribuyeron por igual a la recuperación de algunos equilibrios macroeconómicos básicos. El círculo virtuoso de la estabilización no pudo, sin embargo, alcanzarse por entero debido a que el acomodo macroeconómico se hizo a costa de crecientes sacrificios microeconómicos.

La apertura externa intensificó la competencia en los mercados internos y ciertamente redujo las presiones inflacionarias, pero al mismo tiempo acrecentó significativamente el contenido importado de la producción nacional, desplazó a muchos empresarios mexicanos e hizo crecer las compras externas a una velocidad mayor que la reacción de la oferta exportadora.¹

Sostener el proceso de apertura mientras se negociaba el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá y, a la vez, los sucesivos pactos internos de estabilización, exigió aceptar un rezago cambiario en ascenso. Validar el modelo anterior gestó, por primera vez en décadas, déficit crecientes en la balanza comercial, condujo a liberalizar los flujos externos de capital y obligó a subir paulatinamente las tasas de interés muy por encima de las cotizaciones internacionales. La sobrevaluación resultante del peso, así como las altas tasas reales de interés, acentuaron las debilidades de la capacidad competitiva nacional y reforzaron en términos dinámicos los desajustes de pagos. Esa combinación específica de políticas cambiarias y de tasas de interés alentó el influjo masivo de capitales, pero a la postre minó la credibilidad y la sustentabilidad de la banda de flotación.

Pese a los logros en el combate contra la inflación no fue posible abordar una fase más avanzada del programa de estabilización que lo hiciese compatible con la estrategia de crecimiento exportador y el ajuste comercial. Ciertamente se adoptó un sistema de deslizamiento cambiario para atemperar las diferentes velocidades de la inflación interna y externa. Al propio tiempo, se estableció un sistema de bandas móviles del tipo de cambio con el propósito de permitir oscilaciones acotadas en sus fluctuaciones nominales frente al impacto de choques económicos moderados de distinto origen.

1. En el período 1989-1993 la demanda global de la economía se expandió a razón de 5% anual, mientras el producto lo hizo a menos de 3%; el hueco lo ocuparon productores del exterior.

Con todo, esos intentos de flexibilización resultaron al final de cuentas insuficientes para asegurar una paridad competitiva, correctora de la posición deteriorada de la balanza de pagos. El deseo de ganar credibilidad antiinflacionaria de corto plazo privó sobre el de influir en las determinantes estructurales de las cuentas externas.²

Por eso, la situación de hoy presenta aristas y problemas distintos a los observados en las devaluaciones anteriores. Por lo demás, esos procesos estarán directamente influidos por la estrategia ya adoptada y por las políticas precisas de ajuste de corto plazo que se decida implantar.

Una novedad perturbadora son las emisiones masivas de Tesobonos (28 000 millones de dólares a comienzos de enero de 1995) de corto plazo y liquidables a la tasa de cambio del día del vencimiento, en manos de extranjeros o inversionistas institucionales también del exterior. La función de esas colocaciones consistió en sostener artificialmente el mercado cambiario, sobre todo desde la segunda mitad de 1994. La amortización de los Tesobonos a lo largo del ejercicio en curso significará inyecciones monetarias desestabilizadoras en los mercados internos, a menos que puedan renovarse o convertirse en deuda externa de mayor plazo. En situación similar se encuentran las emisiones de certificados de depósitos en dólares de la banca mexicana y de otros vencimientos de corto plazo que ascienden a un monto cercano a 18 000 millones de dólares, así como otros componentes de la deuda nacional del mismo carácter.

Justo es reconocer que la desestabilización del mercado cambiario obedeció a un complejo entrelazamiento de acciones de actores nacionales y extranjeros. Desde comienzos de 1994 parecía evidente la imposibilidad de sostener un influjo neto de capitales del orden de 30 000 millones de dólares por año (2 500 millones en promedio mensual) a fin de validar los programas de estabilización y apertura externa.

Frente a ese hecho central y debido en segundo término a acontecimientos políticos intranquilizadores, los ahorradores nacionales comenzaron a cambiar el nivel y la estructura de sus carteras y las empresas la de sus pasivos. Un primer indicador fueron los movimientos de las tenencias de valores gubernamentales en manos del sector privado (bancos y particulares): se redujeron más de 40% de marzo a noviembre de ese año (alrededor de 30 000 millones de nuevos pesos

de desinversión), a pesar de que el éxodo de recursos nacionales había estado constreñido por la iliquidez de buena parte de las empresas mexicanas.

De otro lado, desde 1994 comenzó a inhibirse el crecimiento explosivo del endeudamiento externo del sector privado—los flujos pasaron de menos de 6 000 millones a cerca de 11 000 millones de dólares netos de 1991 a 1993—, impulsado por los beneficios del arbitraje entre las tasas externas e internas de interés y las limitaciones endémicas de la oferta nacional de fondos.

Por lo que hace a los actores foráneos, las corrientes de inversión se debilitaron hasta quedar muy por debajo de las cifras de los dos ejercicios previos. Al propio tiempo, en respuesta a los factores de incertidumbre económica se modificó radicalmente la estructura del fondeo de corto plazo. La tenencia de los Cetes en las carteras externas del mismo período (marzo-noviembre de 1994) cayó más de 50%, mientras que la de los Tesobonos ascendió vertiginosamente hasta alcanzar montos superiores a 50 000 millones de nuevos pesos.³ Los saldos de esa cartera registraron un ligero crecimiento en el mismo período (3%), pero se transfirieron masivamente a los títulos que gozaban del privilegio mencionado en el párrafo anterior. Como resultado, comenzaron a establecerse nexos anormalmente estrechos de asociación entre la circulación de valores públicos y el mercado cambiario que dieron origen a la llamada burbuja desestabilizadora de los Tesobonos.

De su lado, el Banco de México, singularmente fiel a la norma de utilizar el tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, se acomodó a las acciones de los actores privados y del propio gobierno. Al efecto, absorbió en proporciones crecientes la emisión de títulos públicos (de marzo a noviembre su cartera creció más de dos veces, hasta representar alrededor de 55% de la circulación total de esos valores) a fin de compensar la desinversión de los agentes nacionales y el menor flujo de fondos externos. En esas circunstancias, las variables de ajuste fueron la tasa de interés (ya en julio de 1994 la tasa real pagada por los Cetes excedía 12% anual) y los resultados de la balanza de pagos, incluida una drástica contracción de las reservas internacionales, que de enero a diciembre de ese año cayeron de 24 000 a poco más de 6 000 millones de dólares.

Una segunda incógnita sobre el actual proceso de acomodo devaluatorio reside en la posibilidad de afianzar una devaluación real, correctora del desequilibrio externo. Aquí cuenta sobre todo la elasticidad de la oferta de productos comer-

2. Para no crear expectativas desfavorables, de 1988 a 1990 la tasa preanunciada de devaluación cayó de 16 a menos de 3 por ciento anual, muy por debajo del diferencial entre la inflación interna y la externa. Esto es, en el conflicto para decidir efectuar realineaciones considerables de la paridad—con el riesgo de despertar movimientos desestabilizadores— o deslizarla por debajo del alza de precios—aun con el peligro de estorbar el esfuerzo exportador— se prefirió sistemáticamente esta última opción.

3. Las negociaciones con los inversionistas institucionales habían llevado al doble compromiso de evitar el reflujó masivo (salida) de capitales de corto plazo a cambio de garantizar la liquidación de los Tesobonos en pesos al tipo de cambio del día de los vencimientos.

cializables, sean de exportación o sustitutos de compras foráneas. Como tercera vertiente interrelacionada está el efecto inflacionario de la propia devaluación y las repercusiones de las medidas que se implanten.

En sentido positivo, poco a poco se han ido consolidando un nuevo sector exportador así como las vinculaciones más robustas con las redes transnacionalizadas de producción con acceso a recursos y mercados foráneos, donde los tratados de libre comercio desempeñarán un papel positivo. Hay empresas que se han reconvertido y adelgazado; el ensanchamiento de la actividad de las maquiladoras y del turismo ofrece también posibilidades favorables de corto plazo. Además, hubo una reanimación de las inversiones industriales de 1989 a 1992. Es posible, entonces, que la respuesta exportadora resulte más ágil, aunque no general.

En el terreno de las importaciones hay argumentos que militan en favor de oportunidades sustitutivas muy generalizadas, pero hay incertidumbre en torno de la existencia de capacidades ociosas apreciables y sobre si las exigencias de la política de ajuste dificultarán el cambio estructural.

Reconociendo diferencias notables entre ramas y empresas, la ampliación global de las bases productivas parece haberse debilitado en la década anterior. La formación de capital en la industria apenas creció 1.9% anual de 1982 a 1992, y los acervos industriales de capital –por cierre de empresas y desecho de equipos– bajaron 1.5% por año (cifras que en el período 1972-1981 fueron de 9 y 6 por ciento, respectivamente).

En seis o siete de las nueve principales ramas de las manufacturas el crecimiento del valor agregado permaneció igual o por debajo de la expansión demográfica. Ello, unido al cierre, la quiebra y el desmantelamiento de empresas, pone en duda la existencia de capacidades ociosas –a diferencia de oportunidades generalizadas– para acrecentar la fabricación de bienes comercializables con suficiente rapidez.⁴

La multiplicidad de posibilidades sustitutivas y los riesgos inflacionarios del choque devaluatorio se pueden apreciar con las cifras de las importaciones de mercancías (excluyendo maquilas) que pasaron de 12 000 millones de dólares en 1987 a 60 000 millones en 1993-1994, y los déficit en la cuenta comercial, que ascendieron a cerca de 15 000-20 000 millones de dólares, cuando en 1987-1988 registraron cifras positivas. El desajuste en cuenta corriente alcanzó niveles próximos a 30 000 millones de dólares.

Debe advertirse que la gama de los productos comercializables se ha ampliado y los oferentes nacionales estarán tentados a

4. En la agricultura podría darse una respuesta favorable en el corto plazo, pero también hay obstáculos relacionados con la escasez de financiamiento, entre otros problemas.



asta 1989 la inversión extranjera de cartera (accionaria o del mercado de dinero) era muy pequeña. Sin embargo, en 1990 fue casi tres veces mayor que la directa y más de cinco veces hacia 1993

subir los precios casi al nivel de las alzas de los adquiridos en el exterior. La contracción resultante del mercado podría influir en sentido compensador, pero sería una restricción actuante hasta el momento en que se hayan sustituido las compras foráneas.

En igual sentido se deja sentir otro impulso inflacionario del lado de los costos: el alza en las tasas de interés y la falta de acceso al crédito de muchas empresas endeudadas o en dificultades. Eso limitará a *fortiori* la elasticidad de la oferta, lo mismo para subsanar los requisitos de inversión que para reconstituir los capitales de trabajo de las empresas capaces de ensanchar las exportaciones o sustituir importaciones.

Asimismo, el inevitable acomodo del mayor servicio de la deuda pública en el presupuesto, reforzado por diversas medidas restrictivas, desplazará otras erogaciones: limitará el nivel y alterará la estructura del gasto programable, o bien, obligará a elevar las cargas impositivas y los precios de los bienes y servicios públicos. Visto desde otro ángulo, las modalidades recesivas de abatir la burbuja de la deuda externa de corto plazo lleva a sostener altas tasas de interés. Y esto tipifica un claro *trade off* entre mayor inflación o el ulterior debilitamiento de las empresas.

En 1982 la tasa de interés activa fluctuó entre 48 y 72 por ciento y la pasiva de 20 a 28 por ciento; ambas se incrementaron en

el curso del año; en 1988 las pasivas fueron de 123%, para bajar a fin de año a 31%. A mediados de enero de 1995 las tasas nominales se han duplicado con creces y las reales alcanzan niveles récord. Con todo, aún se desconoce el nivel en que se normalizará el tipo de cambio o las reglas que lo regularán en el futuro, siendo difícil anticipar la evolución asociada de las tasas de interés, más allá de señalar que seguirán elevadas.

Ese fenómeno tendrá un efecto depresor multiplicado de la oferta por cuanto se vive un período caracterizado por la iliquidez y hasta insolvencia de una proporción significativa de la planta productiva que se manifiesta ostensiblemente en carteras vencidas y el debilitamiento generalizado de la banca nacional. En conclusión, tanto el tipo de política seleccionada, cuanto los obstáculos que parece enfrentar la ampliación de la oferta de artículos comercializables y el tiempo que está tomando armar el paquete de rescate, hacen prever que el ajuste de las cuentas externas tomará un camino predominantemente represivo de la actividad económica y el empleo, aunque algunas empresas puedan ganar mercados externos e internos.

La destrucción del capital financiero y su distribución

El costo financiero del ajuste afectará la inversión foránea directa, las tenencias de acciones o American Depositary Receipts (ADR) mexicanos colocados en el exterior y los instrumentos del mercado nacional de dinero sin garantía inflacionaria o cambiaria vendidos a extranjeros. Los tenedores asimilan, o tendrán que hacerlo, la destrucción de buena parte del valor de sus carteras, situación que explica la insistencia de los inversionistas institucionales del exterior en que se devalúe lo menos posible. En contraste, los préstamos de la banca comercial y las instituciones financieras internacionales, así como los Tesobonos, tendrán un costo casi exclusivamente interno.⁵

Hasta 1989 la inversión extranjera de cartera (accionaria o del mercado de dinero) era muy pequeña. Sin embargo, en 1990 fue casi tres veces mayor que la directa y más de cinco veces hacia 1993: de 12% pasó a representar más de 15 veces los flujos de préstamos foráneos de 1990 a 1993. En consecuencia, la composición de la cartera en manos extranjeras ha aumentado en volumen y modificado apreciablemente su estructura.

Y eso tiene efectos importantes en la distribución de corto plazo de los costos de la devaluación entre el exterior y el país. Si por ejemplo, 100% de la deuda correspondiera a préstamos bancarios denominados en moneda extranjera, el costo adicional del servicio y del pago del principal medido

5. Se descarta obviamente la posibilidad de una moratoria o de una restructuración masiva de la deuda externa.

en pesos tendría que cubrirse internamente; en cambio, si el portafolio estuviese integrado también en 100% por inversión de cartera sin garantía cambiaria, esos costos recaerían en los tenedores extranjeros, quienes tendrían que reconocer pérdidas inevitables.

De aquí surgen diversas consecuencias; la primera y obvia fue que se nacionalizó buena parte de los costos al garantizar la amortización de los Tesobonos a la paridad existente al vencimiento, en aras de sostener el valor externo del peso. La segunda, más saludable, es la posibilidad de canjear una elevada proporción de la inversión extranjera de cartera de corto plazo por préstamos en el exterior para corregir las distorsiones del mercado cambiario creadas por las presiones de la amortización de la deuda de corto plazo (tomando ventaja del paquete auspiciado por el gobierno estadounidense).⁶

Conflictos entre objetivos

Puesto en términos más generales, la política cambiaria plantea inevitables conflictos entre objetivos, no sólo entre la distribución de sus costos con el exterior, sino también entre los sectores de la actividad económica y las metas de la política macroeconómica (inflación, crecimiento), así como en materia del reparto interno de cargas inevitables.

A título ilustrativo, una devaluación mayor afectaría el alza de precios, en perjuicio de los importadores, pero multiplicaría las oportunidades para los exportadores o sustituidores de importaciones, facilitando el ajuste estructural de la economía. Sus efectos distributivos en el país tenderían a ser regresivos, al situar las cargas sobre los salarios reales y los productores de bienes no comercializables. Una menor depreciación del peso tendría las repercusiones contrarias.

Del mismo modo, una política agudamente recesiva en última instancia limitaría las importaciones y restablecería formalmente el equilibrio de corto plazo de las cuentas externas. Sin embargo, restringiría severamente el ajuste dinámico de dichas cuentas al inhibir las inversiones, la reconversión tecnológica y los ascensos de la productividad y a la vez causaría desempleo abundante que se combinaría con la caída del poder adquisitivo del salario que suele acompañar a los procesos devaluatorios.

En definitiva, lo que importa desde el punto de vista de la reforma estructural y la estrategia exportadora es sostener

6. Sin embargo, hay algún riesgo de volver a caer en un ciclo de flujos especulativos en la cuenta de capital. Es posible que aparezcan presiones transitorias a la revaluación —una vez estabilizado el mercado cambiario— por entradas de capital deseosas de tomar ventaja de las altas tasas de interés, unida a las renovadas seguridades —si se ganan— de convertibilidad de corto plazo.

estable (y ligeramente subvaluado) el valor real de la tasa cambiaria.⁷ Y lo que a corto plazo favorece más la estabilización de precios, en sentido lato, es el receso económico con la menor devaluación asequible.

Esto último conduce a plantear la cuestión de la congruencia de la política cambiaria con otros instrumentos de la acción pública. Hay un claro conflicto entre recortar los tiempos de la reforma estructural y acortar los de la inestabilidad de precios. Estos últimos reclaman un ajuste depresivo; en tanto que los primeros dependen de sostener de manera consistente el tipo de cambio real e implantar un ajuste menos limitativo de la inversión. Además, desde el punto de vista del crecimiento y la equidad, no se justifica del todo tratar un choque de oferta sobre los precios (o, como se decía antes, un problema de inflación de costos) exclusivamente con medidas acotadoras de la demanda. Comprimir el mercado interno, quíerese o no, eleva los costos unitarios (pues se trabaja con excedentes de capacidad), exagera las presiones inflacionarias y el desempleo y concentra las cargas en los estratos menos favorecidos de la población. Sin duda, la inflación suele producir efectos regresivos en la distribución del ingreso—cuando no los atempera la concertación social—, pero el desempleo genera repercusiones aún más severas al cortar de tajo los ingresos de los afectados o llevar a la quiebra a las empresas.

En la situación concreta de México, después de dos años de lento crecimiento (inferior a la expansión demográfica) y más de una década de sacrificios, las fisuras sociales ya evidentes aconsejarían plantear políticas que busquen de manera deliberada contener el desempleo y lleven a finiquitar el ajuste estructural. Mientras esta última cuestión no madure con una amplia renovación microeconómica, los equilibrios macroeconómicos que se logren serán sólo transitorios y a base de sacrificios repetitivos.

Por lo demás, la acusada elevación de los contenidos importados de los últimos años seguramente amplificará las repercusiones inflacionarias de la devaluación. Eso mismo multiplica las posibilidades de sustitución de importaciones y quizás de acrecentamiento de las exportaciones, si ello no queda cancelado por inflexibilidades de la oferta. Esto último plantea el riesgo del estancamiento con una inflación intensa.

En términos ideales habría que buscar de modo deliberado que el ajuste posdevaluatorio tuviese las menores repercu-

7. En América Latina, Chile destaca por su manejo macroeconómico exitoso, que atiende por igual los equilibrios internos y externos. La liberalización con el exterior y la promoción de las exportaciones se ha sustentado, entre otras medidas, en la fijación de tipos reales de cambio competitivos y aceptar tasas inflacionarias frecuentemente de dos dígitos.

siones alcistas en los precios, que no entorpezca la reforma estructural y que alivie sus efectos concentradores de costos y beneficios. Infortunadamente no todo puede obtenerse a la vez; cuando más, son parciales los logros asequibles en dichos frentes.

En el primer sentido, es posible atenuar las presiones inflacionarias de costos y las inerciales. Al efecto, convendría reducir las medidas deflacionarias del lado de la demanda, sobre todo cuando impulsan al alza los costos de producción, impiden el saneamiento de las empresas y entorpecen la inversión de infraestructura dirigida a desplazar importaciones o a generar ingresos adicionales de divisas. A la par de evitar la restricción excesiva de la demanda, se justifica mantener tasas de interés en límites que no cancelen las ventajas de la devaluación ni acentúen el problema de las carteras vencidas, contaminando la salud del sistema financiero nacional.⁸

En cuanto a la espiral inercial, la profundización democrática de los pactos económicos podría ser la respuesta. Más específicamente, junto con el alivio de las tensiones inflacionarias, en principio habría que ampliar las funciones del foro tripartito de políticas económicas a fin de incluir temas relacionados con una reforma estructural todavía no finiquitada; para ello habrá que edificar puentes de congruencia entre el manejo macroeconómico y la microeconomía e identificar fórmulas solidarias de abatir los costos distributivos de la presente crisis.

Ya es tiempo de reconocer los peligros de usar al tipo de cambio como el ancla antiinflacionaria por excelencia. En una economía subdesarrollada, en proceso de ajuste, pequeña y abierta, el control de los precios ha de ubicarse en la política monetaria, respaldada en la negociación solidaria entre los factores de la producción y en el impulso activo de la modernización de la oferta, la productividad y el cambio tecnológico. Se justifica evitar alteraciones amplias y bruscas en la paridad externa, pero también importará ganar flexibilidad para sostener la rentabilidad y el empleo de las empresas y cancelar la filtración de ganancias genuinas de productividad por la sobrevaluación del signo monetario.

En la segunda vertiente es indispensable impulsar políticas activas de fomento de las exportaciones y de reconversión industrial. La posibilidad de consolidar una devaluación real

8. Una opción usualmente descartada por la ortodoxia monetaria consiste en recoger liquidez por la vía de los encajes bancarios, en vez de hacerlo mediante operaciones de mercado abierto. Las presiones sobre la tasa de interés y el presupuesto resultarían menores, abriendo la posibilidad de usar una parte de los fondos para evitar el derrumbe de la banca—que también está afectada por las pérdidas devaluatorias asociadas al endeudamiento externo de corto plazo—o sanear segmentos industriales en dificultades serias.



Prender de la historia –que no repetirla–, rebasar el ciclo recurrente y empobrecedor de los traumas devaluatorios, debiera llevar a reconocer la multiplicidad de objetivos de la política pública que por ser interdependientes desde el punto de vista social no se prestan a simplificaciones fáciles. Con frecuencia, esos objetivos no pueden satisfacerse en sucesión, sino en combinaciones aptas que impriman continuidad al desarrollo

y acortar los plazos de reajuste estará determinada no sólo por la idoneidad de las políticas macroeconómicas y la solidaridad social expresada en la contención del alza de los precios, sino también por la posibilidad de modernizar o salvar a las empresas mexicanas y elevar su elasticidad de respuesta a la corrección devaluatoria.

La estrategia de crecimiento hacia afuera pierde sentido cuando se inhibe o incluso no se fomenta la inserción sana de los productores mexicanos en los mercados foráneos. De 1989 a 1994 se recibieron más de 100 000 millones de dólares netos en capitales del exterior y los ingresos extraordinarios por las privatizaciones sumaron más de 66 millones de dólares. Aun suprimiendo duplicaciones entre ambas cifras, ello no bastó para compensar la ausencia de un genuino ajuste productivo de las cuentas externas o para relegar al pasado el lastre de la deuda externa. Es claro, entonces, que no basta reducir la inflación y sanear las finanzas públicas a fin de lograr de modo sostenido los grandes equilibrios macroeconómicos. Al mismo tiempo, son indispensables reformas microeconómicas y políticas cambiarias congruentes con la estrategia exportadora.

Por último, se justifica paliar los efectos distributivos de la devaluación al máximo posible. Así lo respalda el desgaste y la fatiga de los estratos mayoritarios de la población después de más de una década de sacrificios. La índole de las presiones inflacionarias (de costos) y las consideraciones expuestas conducen a plantear medidas protectoras del empleo como parte de los paquetes de la política de ingresos

(concertación), así como el sostenimiento de los precios de la canasta básica, frente a la erosión casi inevitable del salario real.

Hacia el futuro, tendría justificación llegar a un reparto menos inequitativo de cargas entre el interior del país y los acreedores externos (de modo singular de quienes no comprometieron recursos en la actividad productiva y buscaron simplemente obtener tasas de interés o remuneraciones extraordinarias y, por tanto, riesgosas). Por eso, habría que restringir la canalización de flujos especulativos foráneos, que amplifican peligrosamente la volatilidad de los mercados financieros nacionales y del propio tipo de cambio, en tanto no se consolide la cuenta comercial.

La liberalización externa de la cuenta de capital ofrece variadas ventajas potenciales (impulsar la eficiencia de los servicios financieros locales, multiplicar los accesos al ahorro externo, completar la configuración de los mercados nacionales, permitir la diversificación y la seguridad de las carteras de los ahorradores, etc.), pero también entraña riesgos especialmente nocivos en los comienzos de una estrategia de cambio estructural. Ellos se relacionan con la libre transmisión de los choques externos y su amplificación con movimientos inducidos de fondos nacionales.

Como ocurrió en México, la afluencia de capitales foráneos de corto plazo puede apreciar artificialmente el tipo de cambio, generar costos de esterilización y luego acentuar la volatilidad monetaria. Esos movimientos desestabilizadores, por alcanzar

proporciones significativas *vis á vis* el tamaño del sistema financiero interno, dificultan considerablemente el manejo macroeconómico. Además, la ausencia de mercados financieros especializados y las serias imperfecciones en los existentes crean incertidumbre y entorpecen el cálculo empresarial: el mercado de crédito de largo plazo para la inversión prácticamente no existe, al igual que el de futuros y coberturas sobre el signo monetario nacional. Por lo demás, en un mundo de finanzas integradas, con alta movilidad de capital, sin un cuidado escrupuloso, son serios los desajustes que pueden surgir lo mismo en la desalineación de los tipos de cambio que en los saldos de las cuentas corrientes y luego en distorsiones financieras graves.⁹

En términos de comparación histórica, se trataría de buscar una suerte de mezcla de los procesos de ajuste de 1982-1983 y 1987-1988 con algunos ingredientes complementarios. Al efecto, conviene procurar un ajuste real en la balanza de pagos (como en 1982), pero reduciendo sus efectos acusadamente recesivos (como en 1987). Todo ello habría de estar sujeto a tres condiciones nuevas. De un lado, implantar medidas que limiten los sesgos concentradores de las cargas en los estratos más débiles de la población. La segunda aconseja combinar las medidas ortodoxas de ajuste con programas prioritarios de fomento que impulsen y acorten en el tiempo las mejoras de competitividad y la reforma estructural de la empresa mexicana, aun si ha de admitirse una inflación algo mayor. Por último, cerrar la vía –o al menos acortarla– del financiamiento especulativo de corto plazo (sobre todo en deuda denominada en pesos y con altas tasas internas de interés) que poco o nada contribuye a ampliar las capacidades productivas o la transferencia de tecnología.

El paquete de financiamiento que se negocia con el gobierno estadounidense puede constituir una bendición en cuanto a estabilizar los mercados en el corto plazo o más precisamente a resolver las burbujas desestabilizadoras. También podría ayudar mucho para suavizar el efecto negativo de la devaluación en el crecimiento. Del mismo modo, acaso nos salve de deshacer el camino andado en términos de cerrar la economía, usar las cláusulas de salvaguardia del GATT y del Tratado de Libre Comercio, volver a la renegociación masiva de la deuda externa o alternativamente de malbaratar Pemex, uno de los símbolos del nacionalismo mexicano y pilar de la sanidad de las finanzas públicas.

Pero hay que reconocer riesgos y costos. En principio, habría que lograr la transformación de más de 50 000 millones de dólares de colocaciones de corto plazo en instrumentos de más largo término que den tiempo suficiente para ajustar la cuenta comercial. Aquí incuestionablemente tendrían que

zanjarse las distancias que separan la conveniencia nacional de la visión, condicionalidades y presiones de los intereses foráneos. De otra suerte, habría que acentuar la deflación –con serio quebrantamiento social– o aceptar a corto andar la repetición de la historia reciente, quizás sin el mismo paracaídas de la ayuda internacional. Por eso importa que los vencimientos del paquete sean compatibles con las posibilidades internas reales de atenderlos. De otro lado, la deuda externa (que no la pública global) crecerá, las pérdidas financieras asociadas a la misma se verterán –ya lo han hecho– al interior del país y hasta pudiera experimentarse la tentación de posponer el ajuste de la balanza de pagos, cuyo financiamiento gravitará por años sobre las finanzas públicas y las cuentas externas.

En el futuro, si se hace excepción de los créditos del paquete mencionado, con toda probabilidad se multiplicarán (transitoriamente) los escollos de acceso a la mayoría de los segmentos de los mercados internacionales de capitales. Desde 1982 el crédito bancario externo ha estado restringido; de ahora en adelante las colocaciones accionarias y de bonos se verán obstaculizadas por la memoria de las pérdidas de capital, la incertidumbre y la disminución previsible de las utilidades –sobre todo medidas en dólares– de muchas empresas mexicanas.

Existen también factores limitativos externos ligados a oscilaciones y cambios en los mercados internacionales de capitales. La salida de la recesión de la economía estadounidense ha enrarecido la oferta mundial de ahorros, que además observa una tendencia secular a la declinación en los países industrializados. Las repetidas alzas de las tasas de interés en Estados Unidos han causado enormes pérdidas virtuales a los tenedores de emisiones viejas de títulos. En ese sentido, la caída de las bolsas de valores en los países emergentes y los menores flujos del financiamiento privado al mundo en desarrollo tipifican la trasmisión de fluctuaciones cíclicas en mercados de capitales cada vez más integrados en escala planetaria.

Por consiguiente, aparte de la indispensable corrección comercial, la austeridad en el consumo de los estratos altos de ingreso, la reinversión de utilidades de las empresas, las finanzas públicas sanas y la movilización eficiente de los recursos por el sector financiero, serán requisitos para fortalecer el ahorro nacional que para mala fortuna del país registra un debilitamiento agudo y persistente.¹⁰

10. El ahorro nacional bruto según cifras de cuentas nacionales ha caído de 21 a 12.8 por ciento del producto de 1981 a 1993, si se le mide a precios constantes de 1980. El mismo cálculo a precios corrientes arrojó una reducción cercana a la tercera parte. El fortalecimiento del ahorro público no ha compensado la disminución del de origen privado, requiriéndose del aporte externo en porcentajes que alcanzan 5 o 6 puntos del producto.

9. Debido a esas razones, en varios países subsisten o se han instaurado algunos controles a los movimientos de capitales de corto plazo (Chile y Canadá, entre otros).


Del exterior también se originarán criterios de acción o condicionalidades inevitables. Están presentes intereses y puntos de vista propios de los gobiernos e instituciones participantes en el paquete de financiamiento que necesariamente habrá de negociarse desde una posición debilitada. Lograr un acomodo razonable, y sobre todo realista, no sólo parece importante desde el punto de vista del saneamiento de la economía mexicana, sino del propio sistema financiero regional y mundial. Por primera vez se ha suscitado una crisis que pone en serio entredicho las bondades del llamado consenso de Washington sobre la reforma de la política económica, puesto en práctica en casi toda América Latina desde los años ochenta. Y a la par ha surgido un segundo llamado de atención —el primero correspondió a la caída de los mercados financieros en 1987— sobre las fuerzas desestabilizadoras imperfectamente controladas de los mercados financieros globalizados.

Nota final

La concentración unilateral en los objetivos de estabilización de precios —aun considerando la burbuja distorsionadora de la deuda de corto plazo— tiene el riesgo de hacer olvidar cuestiones centrales de la distribución y el empleo. La devaluación de 1982 resume el intento fallido de acentuar el crecimiento productivo, sin cuidar la inflación; la de 1994, el de precaverse del alza de precios olvidando a los trabajadores y a los productores y su microeconomía.

Aprender de la historia —que no repetirla—, rebasar el ciclo recurrente y empobrecedor de los traumas devaluatorios, debiera llevar a reconocer la multiplicidad de objetivos de la política pública que por ser interdependientes desde el punto de vista social no se prestan a simplificaciones fáciles. Con frecuencia, esos objetivos no pueden satisfacerse en sucesión, sino en combinaciones aptas —sin llenar metas a plenitud— que impriman continuidad al desarrollo y, también, lleven a eludir las fracturas y retrocesos propios del populismo o del cortoplacismo estabilizador.

Ciertamente con la apertura y la globalización o fusión internacional de mercados, el peso de los actores privados en la economía del mundo y de México ha crecido, mientras se encoge el de los estados. Por eso la confianza del sector empresarial foráneo o vernáculo en las políticas gubernamentales desempeña un papel importante y desconocido hasta hace poco. Valga reconocer ese hecho, pero no elevarlo a categoría metafísica que no se deslinda con precisión alguna y que más y más se usa para encasillar a los países en torno a soluciones apartadas o contrarias a sus verdaderos intereses. En nuestro caso, las vicisitudes políticas provocan repercusiones desmesuradas en los mercados internos, por cuanto las bases de la economía son endeble y los desequilibrios considerables.

En suma, no se encara una tarea simple, pero acaso sea todavía asequible. Será preciso vencer inercias internas en el modo de encarar los problemas y formar los nuevos consensos nacionales y, al propio tiempo, alcanzar entendimientos internacionales que conciban las soluciones al atraso del Tercer Mundo no como el arte de imponer modelos estandarizados, circunscritos a lo económico, sino como el de idear fórmulas integradoras que asuman la verdadera complejidad del fenómeno del desarrollo. Se trataría no tanto de regresar a las tesis envejecidas de la ingeniería social, cuanto perseguir metas más modestas, pero más a la mano, como las de evitar rupturas inmanejables dentro de las sociedades civiles y la economía o el descrédito de las fórmulas liberadoras del comercio internacional. 

Bibliografía

- P. Aspe, "Economic Transformation: The Mexican Way", *Lionel Robbins Memorial Lectures*, London School of Economics, Londres, 1992.
- Banco de México, *The Mexican Economy 1993*, México, 1993.
- Banco de México, *Informe Anual* (varios números).
- V. Brailowsky, "¿Dónde está la economía mexicana? Viejos y nuevos desequilibrios", *Nexos*, núm. 49, México, 1992.
- G. Calvo *et al.*, "Capital Inflows Problem: Concepts and Issues" (EPAA/93/00), IMF Papers on Policy Analysis and Assessment, Washington, julio de 1993.
- S. Coorey, "Financial Liberalization and Reform in Mexico", en C. Loser y E. Kalter (comps.), *Mexico: The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth*, IMF Occasional Paper, núm. 99, Washington, 1993.
- V. Corbo y L. Hernández, "Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows", *World Bank Policy Research*, Working Paper, núm. 1377, Washington, 1993.
- C. Díaz-Alejandro, "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, pp. 1-24, 1985.
- R. Dornbusch, "Mexico: Stabilization, Debt and Growth", *Economic Policy: A European Forum*, núm. 7, octubre de 1988.
- P. Krugman, "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, agosto de 1991, pp. 69-82.
- D. Mathieson y L. Rojas Suárez, *Liberalization of the Capital Account*, FMI, Occasional Paper, núm. 103, Washington, 1993.
- R. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization in the Transition to a Market Economy*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1991.
- D. Rodrik, "Trade and Capital-Account Liberalization in Keynesian Economy", *Journal of International Economics*, vol. 23, 1987, pp. 113-29.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *Informe Hacendario*, México, varios números.
- L. Svensson, "Target Zones and Interest Rate Variability", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper, núm. 3218, 1990.
- J. Williamson, "What Washington Means by Policy Reform", en J. Williamson (comp.), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Institute for International Economics, Washington, 1990.