

*En torno al estudio de la Cepal:  
"El caso de México"*

## Problemas Monetarios

Por JOSUÉ SÁENZ

**G**RACIAS a la gentileza de los funcionarios de la CEPAL y del *Banco Nacional de Comercio Exterior*, he tenido la grata oportunidad de leer los tomos relativos a México de la serie denominada "El Desequilibrio Externo en el Desarrollo Económico Latinoamericano". Este estudio de algunos problemas básicos de nuestra economía es seguramente el más distinguido en muchos años, tanto por la calidad y amplitud del material estadístico recopilado como por la profundidad polifacética de los métodos analíticos que emplea. El resultado es un trabajo sobre la economía mexicana que aplica a la estadística, con sutileza y precisión poco comunes, la teoría económica moderna. Sus anónimos (aunque no desconocidos) autores merecen un voto de gratitud de los economistas profesionales, y también de todas las personas que anhelan para nuestro país la triple meta de crecimiento económico rápido pero ordenado, con estabilidad financiera y equidad social.

De esta amplia obra se me ha pedido que comente los temas que versan sobre problemas monetarios. En una interpretación estricta, casi todas las facetas del desarrollo económico están vinculadas al flujo de ingresos y tienen por ende un aspecto monetario, pero he creído conveniente limitarme a un solo tópico que en sí resulta de gran amplitud. He escogido la Sección III del capítulo I, titulada "La tendencia al desequilibrio de la Balanza de Pagos y el problema de las devaluaciones", así como la Sección IV del Capítulo II, denominada "La Inestabilidad Externa", por comprender problemas que, sin estar aislados de los otros, son básicamente monetarios. Si en este comentario difiero de los autores en la interpretación de algunos puntos, me apresto a asegurarles que ello en nada reduce mi admiración profesional por su trabajo y que, en todo caso, el área de acuerdos es infinitamente mayor que la de nuestras diferencias.

Las secciones arriba citadas del estudio de la CEPAL observan minuciosamente el paralelismo entre el proceso de desarrollo de la economía mexicana

y la tendencia del peso a perder valor respecto del dólar. Examinan el curso del tipo de cambio peso-dólar desde 1937 hasta 1955 y exploran la devaluación lenta de 1938-1940, la revaluación de 1941 y las devaluaciones de 1948-49 y de 1954. Los datos indican que en 19 años el peso ha bajado de valor de 3.60 por dólar a 12.50 por dólar. Dicho en otra forma, un peso de 1937 equivalía a veintisiete y medio centavos de dólar; y el de 1955 era el equivalente de sólo ocho centavos. Frente al dólar formal, el valor del peso es hoy el 29% de lo que era en 1937. La pérdida de valor del peso en este período frente al dólar formal (no respecto de las mercancías que con un dólar se puede comprar) ha sido de 71%, lo que corresponde a una disminución media anual de 3.7%, que no es ni la mayor ni la menor en comparación con otros países. Partiendo de estos datos, la CEPAL busca explicar la tendencia crónica de nuestra moneda a la devaluación y las ramificaciones de este problema.

Inicia la CEPAL su examen con dos afirmaciones que dan la tónica del argumento. Refiriéndose a la tendencia al desequilibrio en la balanza de pagos mexicana dice: "...que ni la hipótesis de una sobrevaluación de precios y costos, ni la de un exceso de inversión sobre ahorro son suficientes para explicar adecuadamente el fenómeno..." (Cap. I, Sec. III Par. 1). Unas líneas más adelante dice "... conviene insistir en una serie de hechos que parecen indicar claramente que la recurrencia de tal desequilibrio en México en el último decenio no es atribuible a un tipo de cambio sobrevaluado que estimulase las importaciones y obstaculizase las exportaciones." Estas dos premisas de carácter negativo las deriva de una comparación del tipo de cambio vigente en cada año de 1937 a 1955 con un tipo teórico calculado con base en las tendencias de los índices de precios en México y en E.U.A. (Cuadro I-20 y Gráfico I-XV). Por su importancia intrínseca y por ser necesario referirme a él en el curso de los párrafos siguientes, me permito insertar a continuación el Cuadro I-20:

CUADRO I-20

MEXICO Y ESTADOS UNIDOS: RELACION DE PRECIOS Y TIPOS DE CAMBIO, 1937-55

(Base: 1937)

Años	Indíces de precios			Tipos de cambio		Indice de sobre o subvaluación
	Mexico	Estados Unidos	Relación	Vigente	De paridad	del cambio
			(A) (B)		(D) x (A) *	
(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	
1937	100	100	100.0	3.60	3.60	100.0
1938	106	91	116.5	4.52	4.19	92.7
1939	107	89	120.2	5.18	4.33	83.6
1940	108	91	118.7	5.40	4.27	79.1
1941	114	101	112.9	4.86	4.06	83.5
1942	125	114	109.6	4.85	3.95	81.4
1943	153	119	128.6	4.85	4.63	95.5
1944	191	121	157.9	4.85	5.68	117.1
1945	208	123	169.1	4.86	6.09	125.3
1946	240	140	171.4	4.86	6.17	127.0
1947	254	176	144.3	4.86	5.19	116.8
1948	272	191	142.4	5.73	5.13	89.5
1949	298	180	165.6	8.01	5.96	74.4
1950	326	189	172.5	8.64	6.21	71.9
1951	404	209	193.3	8.65	6.93	80.5
1952	419	203	206.4	8.63	7.43	86.1
1953	411	201	204.4	8.62	7.35	85.3
1954	450	201	223.9	11.53	8.06	69.9
1955	511	201	254.2	12.49	9.15	73.3

FUENTE: International Financial Statistics y Banco de México, S. A.

\* Esta fórmula debe ser interpretada: tipo base 1937 por C.—N. del A.

La columna (F) del cuadro preinserto contiene un índice que mide la relación entre el tipo de cambio que prevaleció en el mercado y un tipo de cambio teórico estimado con base en los movimientos relativos de precios en México y en E.U.A. a partir de 1937. Tomando como base la situación de ese año, el índice trata de medir el grado de sobre o subvaluación del tipo de cambio real respecto de la paridad calculada. Cuando el índice está precisamente en 100, presupone equilibrio cambiario en el sentido de que el tipo de mercado coincide con el tipo teórico que expresa la relación de poder adquisitivo entre el peso y el dólar. Un índice superior a 100 muestra sobrevaluación del peso en el sentido de que al tipo de cambio vigente en el mercado en ese momento el peso compra más fuera del país que dentro de él; un índice menor de 100 es muestra de que el peso está subvaluado.

Del cuadro citado, que a mi juicio tiene defectos básicos de concepto y de ejecución, la CEPAL concluye en forma positiva que ha habido en México desde 1937 "una tendencia muy marcada a la subvaluación del tipo de cambio". Sigue afirmando: "En otras palabras, ha existido disparidad de los precios y costos internos frente a los externos, pero exactamente al revés de lo que ocurriría si en ella estuviese el origen de los desequilibrios externos". Para no dejar lugar a duda, todavía recalca la CEPAL la idea con esta frase líneas adelante: "Es tan intensa y persistente la tendencia a la subvaluación que en los 19 años transcurridos sólo puede observarse un corto

período de cambio sobrevaluado respecto de la paridad de 1937". (Ver Nota A).

Estimo que una conclusión tan sorprendente y que difiere tan radicalmente de la obtenida por otros economistas que se han avocado a este problema, incluso con métodos analíticos más refinados que los de la CEPAL, debió de haber sido confrontada más cuidadosamente. En los párrafos que siguen, me permito exponer algunas razones por las que considero que la tesis de la CEPAL de que el peso ha estado sistemática y progresivamente "subvaluado", con excepción de cuatro años en diecinueve, no es de aceptarse. Procuraré demostrar que esta interpretación no está apegada a la realidad, que además no es una deducción válida de las estadísticas usadas y que en todo caso la versión de la teoría de la paridad de poder adquisitivo usada por la CEPAL para calcular la Columna (E) del Cuadro I-20 es de tal manera rudimentaria que difícilmente podría haber dado un resultado sensato en un período tan largo y tan accidentado en lo económico y lo político como el de 1937 a 1955.

Iniciaría mi crítica a las conclusiones derivadas del Cuadro I-20 por la CEPAL una simple pregunta: ¿No pareció extraño a quienes elaboraron el cuadro que la paridad calculada por ellos en 19 años jamás coincidiera, ni siquiera accidentalmente, con el tipo de cambio vigente? En el curso de los 19 años, la balanza de pagos de México pasó repetidas veces de favorable a adversa y otras tantas de negativa a positiva. Forzosamente ha tenido, pues, períodos de estabilidad dinámica entre una y otra fase. Es evidente que en estos períodos de estabilidad el tipo de cambio de mercado debe de haber estado en, o muy cercano a, su punto de equilibrio, es decir, cercano a su paridad teórica. En estas condiciones, si la paridad teórica hubiera sido correctamente calculada por procedimientos adecuados, debería aproximarse, aun cuando fuere por períodos relativamente breves, al tipo vigente. En el cuadro de la CEPAL, nunca coincide el cálculo con la realidad, y el margen entre ambos, que es de 18% en promedio para los 19 años, tiende a acentuarse. Más bien que buscar justificaciones recónditas para esta discrepancia, creo que hubiera sido preferible que la CEPAL afinara en primera instancia el concepto de lo que es un tipo de cambio de equilibrio, y que a continuación puliera los métodos empleados para calcular la paridad teórica peso-dólar. En lo tocante al concepto de tipo de cambio de equilibrio, creo que quienes elaboraron el cuadro I-20 olvidaron que sólo se puede hablar de sobre o de subvaluación de una moneda cuando el tipo de cambio de mercado difiere del tipo que mantendría dinámicamente equilibrada la balanza de pagos. Si, como en el caso de México, ha habido varios períodos de 1937 a 1955 en los cuales la balanza de pagos ha estado en condiciones de equilibrio dinámico, resulta que es conceptualmente incorrecto hablar en dichas fechas de sobre o subvaluación. Para estos períodos, desgraciadamente un tanto más escasos de lo que quisiéramos, el tipo de mercado y la paridad teórica no pueden ser otra cosa que coincidentes. Al no encon-

Nota A: Dicho sea marginalmente, creo indebido que la CEPAL llame "corto" a un lapso de cuatro años consecutivos en los cuales el saldo adverso de la balanza cambiaría con frecuencia llegaba a un millón y medio de dólares por semana, y a 1 millón diario en 1948. Puedo afirmar que al entonces Secretario de Hacienda y a su Director de Crédito, este período pareció bastante largo.

trar en un solo caso esta coincidencia, considero que el cuadro de la CEPAL tiene un grave error conceptual.

Por lo que toca a los métodos mismos usados para obtener la "paridad calculada" por la CEPAL, sólo cabe decir que son violatorios del primer principio de la teoría de la paridad de poder adquisitivo como explicación de los tipos de cambio. Este principio básico es que no debe usarse nunca para tratar de determinar paridades a muy largo plazo, en vista de que las variables excluidas del cálculo (y es difícil incluirlas todas) se vuelven con el tiempo a veces más importantes que las incluidas. Además, el marco institucional y de factores exógenos que influyen sobre el tipo de cambio, "constantes" a la corta, están en continua evolución y obligan a una consideración periódica de lo que significa la equivalencia de poder adquisitivo de dos monedas en función no sólo de los precios de las mercancías en cada país sino de las modificaciones en los costos (incluyendo aranceles, impuestos de importación y exportación, permisos y cuotas) de moverlas de un país a otro. Por estas razones, bastante difícil resulta usar la teoría de paridad de poder adquisitivo para calcular tipos de cambio de una devaluación a otra; tratar de aplicarla a través de 19 años, pasando por dos guerras y cuatro modificaciones al tipo de cambio, borda ya muy cerca de la imprudencia. Cabe notar, además, el notable contraste entre la sutileza, modernismo y refinamiento que usa la CEPAL en algunas secciones de su estudio con el relativo primitivismo de su versión de la teoría de la paridad de poder adquisitivo. La lápida sueca que cubre los restos de Gustavo Cassel y la que tapa el cuerpo de su precursor chileno, Don Guillermo Subercaseaux, están ya cubiertas por la pátina del tiempo. La explicación que ellos dieron del curso del tipo de cambio en función de disparidades de precios internacionales ha sido mejorada enormemente en el medio siglo transcurrido, y por ello causa extrañeza que la CEPAL trate de calcular la paridad peso-dólar con las ideas de los muertos y no las de los vivos.

Sin suscribirme totalmente al procedimiento, a continuación me he permitido aplicar la misma versión de la teoría de la paridad de poder adquisitivo usada por la CEPAL a sus propios datos, pero referida a etapas menos extensas. Como se vera, los resultados son completamente distintos. Si dividimos el periodo 1937-1955 en varias etapas lógicas, y recalculamos los tipos de cambio de "paridad" por el mismo procedimiento de la CEPAL, creo que las conclusiones, además de diferentes, tienen mayor congruencia. En 1941, México consolidó la paridad de 4.85 que puso fin al periodo de tipos variables iniciado en 1938. El año 1941 es un buen punto de partida para la primera etapa de nuestra revisión. Dada la pequeña magnitud de los ajustes necesarios, los precios e ingresos se acomodaron rápidamente a esta paridad en los primeros meses de 1941, y podemos considerar que el tipo de mercado y la paridad teórica eran aproximadamente iguales. La primera etapa lógica abarca el periodo comprendido entre esta posición de equilibrio y el abandono de la paridad 4.85 en 1948. Al ser fijada la paridad de 8.65 en 1949, esta etapa llega a su fin. El Cuadro II a continuación examina la relación entre tipo real y tipo calculado de 1941 a 1949.

CUADRO II

(Base 1941, Paridad 4.85)

Año	Indices de precios			Tipos de cambio		Indice de sobrevaluación E/D
	México (A)	E.U.A. (B)	Relación A/B (C)	Vigente (D)	Calculado tipo base x C (E)	
1941	100	100	100	4.85	4.85	100
1948	238	189	144	4.85	6.98	144 (a)
1949	262	178	167	7.30	8.09	111 (b)
				8.65	8.09	94 (c)

NOTAS: (a) El peso resulta haber estado sobrevaluado aproximadamente en 44% en el momento que el Banco de México dejó de sostener la paridad 4.85.

(b) El peso resulta haber estado sobrevaluado aproximadamente en 11% respecto del tipo prevalente en el mercado al momento de la nueva devaluación y fijación de la paridad de 8.65.

(c) El peso quedó subvaluado en sólo 6% al fijarse la paridad 8.65.

Estos datos indican, pues, que había una sobrevaluación seria del peso que aumentó progresivamente hasta la crisis de 1948. Demuestran, además, el gravísimo error de política monetaria, que oportuna pero infructuosamente fue señalado, consistente en dilapidar las reservas de dólares al tratar de sostener durante la última mitad de 1948 y los primeros meses de 1949 una serie de tipos de cambio todos los cuales estaban sobrevaluados. Indican también estos datos que la paridad de 8.65 fijada en 1949, como sostuvo sin éxito una persona, dejaba un margen de subvaluación insuficiente para hacer frente por mucho tiempo a las alzas de precios que la nueva paridad provocaría.

El pequeño margen de subvaluación, probablemente no mayor de 5%, que existía al fijarse la paridad de 8.65 a mediados de 1949, fue neutralizado muy rápidamente. En 1950 es probable que el tipo de cambio de mercado haya estado bastante cerca de su punto de equilibrio, cuando menos inicialmente, y por consiguiente este es punto de partida para nuestra siguiente etapa. El Cuadro III a continuación abarca los años de 1950 hasta la devaluación de 1954 y la consolidación en 1955 de la nueva paridad de 12.50 que subsiste a esta fecha.

CUADRO III

(Base 1950, Paridad 8.65)

Año	Indices de precios			Tipos de cambio		Indice de sobrevaluación E/D
	México (A)	E.U.A. (B)	Relación (A/B) (C)	Vigente (D)	Calculado tipo base x C (E)	
1950	100	100	100	8.65	8.65	100
1951	124	116	107	8.65	9.35	108
1952	128	107	119	8.63	10.20	118
1953	126	106	119	8.62	10.20	118
1954	138	106	130	8.62	11.20	130 (a) (c)
1955	157	106	148	12.49	12.76	102 (b)

NOTAS: (a) El peso resulta haber estado sobrevaluado en 30% aproximadamente en el momento de la devaluación.

(b) Con base en estos datos podría decirse que para 1955 estaba consolidada la paridad de 12.49 y realizados los principales ajustes de precios. La siguiente etapa de cálculo podría partir de dicho año.

(c) El margen de subvaluación con la paridad 12.49 resulta de aproximadamente 10%, que fue totalmente absorbido en el curso de 1954.

Analizando el período 1937-1955 en esta forma de etapas lógicas, salta a la vista que la "intensa y persistente tendencia a la subvaluación" que la CEPAL señala es imaginaria y que el fenómeno ha sido más bien a la inversa, o sea que el peso ha estado persistentemente sobrevaluado, y por ello más propenso a choques, durante casi todo el tiempo —con excepción de brevísimos períodos inmediatamente después de algunas devaluaciones.

Me he extendido un poco sobre este tema porque considero sumamente peligroso para el futuro de México que su política económica y monetaria pudiera basarse en el supuesto de que nuestra estructura de costos y precios no está sufriendo un empuje constante que tiende a hacerla desproporcionadamente alta, o de que nuestra moneda no padece por este factor una presión, sin perjuicio de la que se pueda originar en otros. Quisiera recalcar que en los cuadros II y III he calculado el tipo de cambio y el índice de sobrevaluación con los mismos procedimientos usados por la CEPAL en el cuadro I. Una determinación más exacta requiere aplicar a la paridad simple calculada, que podríamos llamar casseliana, una serie de factores de corrección. Entre éstos habría que destacar el uso de índices de precios especializados y sectorales en lugar de los generales usados por la CEPAL. Es indispensable también corregir por un coeficiente que exprese las modificaciones en el grado de protección arancelaria en uno y otro país a partir del período base. Asimismo, hay que tener en cuenta las variaciones relativas en las elasticidades de importación y exportación y otros factores importantes pero de menor significación cuantitativa. Estas correcciones más refinadas, sin embargo, en general refuerzan la conclusión de que el peso está sujeto mucho más a fuerzas que tienden a sobrevalorarlo, y que la subvaluación, lejos de ser usual como manifiesta la CEPAL, ha sido verdaderamente excepcional y de gran brevedad. Si no ha habido mayor número de devaluaciones, se debe a que la sobrevaluación ha sido contrarrestada por aumentos en los coeficientes de protección, y por movimientos equilibrantes en otros rubros de la balanza de pagos distintos del movimiento de mercancías.

Es de extraordinaria importancia explorar un poco las consecuencias de esta sobrevaluación. Por una parte significa que la política monetaria y crediticia de México tiene que operar dentro de un ámbito mucho más restringido de lo que se cree, ya que una moneda crónicamente sobrevaluada respecto del tipo de cambio vigente obliga a limitar continua y a veces excesivamente el volumen circulante para evitar repercusiones serias e inmediatas sobre las reservas de divisas. Por otra parte significa que una política de fomento económico a base de torniquetes indiscriminados a las importaciones, y vitaminas al por mayor a las industrias nacionales, con facilidad produce monstruos caros que deforman nuestra estructura general de costos y acentúan con ello la sobrevaluación e inestabilidad del peso. Para todo proceso de desarrollo económico resulta indispensable una política proteccionista específica y efectiva, tanto para

ayudar en el parto como para defender a las industrias tiernas.

También es necesaria la protección general para neutralizar el exceso de ingreso y demanda generados por el desarrollo, impidiendo que se viertan sobre el mercado de cambios en busca de importaciones. Pero la contrapartida de esta protección es irremisiblemente una elevación de la estructura de costos y precios, la cual, a su vez, exige niveles de protección general y específica cada vez más altos o lleva en turno a devaluaciones periódicas para corregir la sobrevaluación de la moneda y contrarrestar mediante absorción el exceso de demanda de divisas. Es por ello que la política de protección, incluyendo aranceles y subsidios, permisos y contingentes, debiera ser administrada en un país como México con tanto o más cuidado que la política monetaria y crediticia. A la larga una protección más amplia o más intensa que el mínimo necesario para lograr el fin que se persigue, al igual que una expansión monetaria redundante, son capaces de inflar la estructura de costos y sobrevalorar la moneda. No hay que olvidar que si bien la protección suficiente en un caso particular es una defensa de la moneda, la protección excesiva se vuelve un ataque de fondo a ella.

Creo que la tesis de la CEPAL de que el peso no ha estado sobrevaluado encierra el peligro de hacer olvidar, a quienes leen sin pensar, que en la aplicación cotidiana de una política de desarrollo hay que estudiar cada paso, cada crédito para fomento, cada restricción o impuesto a la importación o exportación, para que logre sus propósitos sin inflar exageradamente la estructura de costos y sin exacerbar la tendencia de nuestra moneda a la inestabilidad externa.

Espero que estos comentarios permitan dar un enfoque ligeramente distinto a las observaciones de la CEPAL sobre la inestabilidad externa del peso, sujeto como está a las presiones monetarias derivadas de un proceso de crecimiento rápido. Juzgo que las recomendaciones básicas de la CEPAL para buscar la estabilidad externa son excelentes; me encuentro en completo acuerdo con el análisis que hace de los muchos factores que han contribuido y contribuyen a la inestabilidad. Únicamente he tratado de señalar una ramificación desestabilizante que me parece haber sido objeto de insuficiente penetración, y si bien mis conclusiones difieren en este aspecto, en nada invalidan las recomendaciones generales sino al contrario indican que quizás haya más premura de aplicarlas de lo que la CEPAL cree.

Para terminar esta nota, quiero rendir sincero tributo de admiración a los autores del estudio sobre México. Quienes hemos trabajado en el ramo conocemos las enormes dificultades inherentes a toda labor analítica. Pasará seguramente mucho tiempo antes de que sea sobrepasada esta obra en calidad o en amplitud. De su lectura brotan constantemente nuevas luces que servirán para guiar a nuestro país más efectivamente hacia esa meta indefinida e infinitamente expansible que es el bienestar social.