

20
2ej.



DE ECONOMIA MONETARIO INTERNACIONAL Y LA
CRISIS FINANCIERA MEXICANA DE 1994"

T E S I S

PRESENTADA POR

SERGIO EDGARDO DIAZ FERNANDEZ

PARA OBTENER EL TITULO DE

LICENCIADO EN RELACIONES INTERNACIONALES

MEMORIA TERESA ESTEFANA HAYNA DE LOZANNE



1 9 9 7



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

20
2ej.

**EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL Y
LA CRISIS FINANCIERA MEXICANA DE 1994**

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

A mi padre, por su invaluable ejemplo de trabajo y honradez, sostén firme de mi familia, y apoyo moral de mi trayectoria humilde y escolar.

A mi madre, por su cariño, entrega y lealtad absolutos, y por su enorme visión para empujarnos hacia la consecución de nuestras metas.

A mis tíos y abuelos maternos, por sus atenciones y respeto hacia mi familia.

A mi tío Roberto, por la gran estimación y buenos deseos que nos profesa y a mi tío Everardo, por introducirme en el apasionante vicio de la lectura y el estudio permanente de la historia, la política y la economía.

A todos los buenos profesores y compañeros que me han acompañado y formado a lo largo de mi vida escolar; particularmente, a mi asesora Estéfana Hayna de Lozanne, por el tiempo e interés que me dispensó en la elaboración de este trabajo. Agradezco a la Universidad de Guanajuato y a la Universidad Nacional, especialmente a su Fundación, que me apoyó durante dos años con la beca para alumnos de Alto Desempeño Académico.

A mi admirada y querida tierra de Guanajuato, semillero de hombres e ideas de vanguardia para el país. Y desde luego, a mi entrañable pueblo de Silao.

INDICE

- INTRODUCCION.

1

1.- LA CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL.

1.1- Los acuerdos originales de Bretton Woods y la hegemonía estadounidense.	12
1.2- El déficit estadounidense y la inflación mundial.	16
1.3- La profundización de las distorsiones monetarias internacionales.	22
1.4- El derrumbe del patrón oro y la recomposición del SMI.	24
1.5- Los intentos de reforma del SMI.	
1.5.1- <i>El abandono definitivo del SMI y su evolución errática</i>	27
1.5.2- <i>Rasgos de la crisis económica mundial (1974-1979)</i>	28

2.- EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL ACTUAL.

2.1- El exceso de liquidez y la recesión mundial.	32
2.2- Los acuerdos de Louvre y de Plaza. La nueva cooperación.	33
2.3- La crítica coyuntura del dólar entre 1986 y 1994.	35
2.4- Factores determinantes del SMI actual.	
2.4.1- <i>Déficit externo y política monetaria de Estados Unidos</i>	37
2.4.2- <i>Los reposicionamientos económicos de Alemania y Japón</i>	42
2.4.3- <i>La evolución del comercio internacional</i>	48
2.4.4- <i>Los efectos potenciales del modelo de la Unión Europea sobre el SMI</i>	50
2.5- La recomposición de la oferta monetaria internacional.	
2.5.1- <i>El cambio en las fuentes de liquidez internacional</i>	52
2.5.2- <i>El "señoreaje" internacional</i>	55
2.5.3- <i>La distribución de las reservas internacionales y su impacto en la liquidez</i>	58
2.5.4- <i>Los mercados internacionales de dinero</i>	61

3.- LA CRISIS FINANCIERA MEXICANA EN EL CONTEXTO DE INESTABILIDAD DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL.

3.1- La acelerada inserción de México en la dinámica globalizadora.	
3.1.1- <i>Antecedentes: La crisis del modelo estatista</i>	69
3.1.2- <i>Caracterización del modelo liberal (1988-94)</i>	71
3.1.3- <i>El apunamiento del sector externo de la economía</i>	75
3.2- El tipo de cambio como herramienta de estabilización y su enfoque monetario.	77
3.3- La política monetaria bajo la estrategia estabilizadora.	80
3.4- La nueva deuda externa: bursatilización de los flujos de capital.	82
3.5- El derrumbe financiero mexicano: los desequilibrios domésticos.	
3.5.1- <i>El acentuado déficit en cuenta corriente</i>	85
3.5.2- <i>La sobrevaluación técnica del peso</i>	88
3.5.3- <i>El incongruente relajamiento de la política monetaria</i>	91
3.6- El clima negativo del exterior.	
3.6.1- <i>El aumento en las tasas de interés internacionales</i>	92
3.6.2- <i>Reorientación de los flujos de inversión de cartera</i>	95
3.6.3- <i>Variación negativa de las reservas internacionales</i>	96
3.7- Evolución de la balanza de pagos mexicana durante 1994.	98
3.8- Limitaciones externas a la corrección de los desequilibrios monetarios de México.	102
3.9- Acción del FMI antes y durante la crisis mexicana y la opinión internacional.	107
3.10- El proceso de ajuste y la deuda externa de México	110
- CONCLUSIONES	114
- BIBLIOGRAFIA	123
- ANEXO	

INTRODUCCION

En este trabajo, entenderemos al sistema monetario internacional como el conjunto de instituciones, normas y mecanismos adoptados por la comunidad internacional para regular la oferta y demanda monetarias. Si bien existen múltiples definiciones al respecto, nosotros trataremos de ajustarnos particularmente a la que acabamos de apuntar.

Desde el abandono definitivo del patrón oro en 1973, el sistema monetario internacional se ha caracterizado por una inestabilidad de grado tal, que obliga a constantes intervenciones de las bancas centrales de los diversos países en sus mercados cambiarios para tratar de evitar desalineaciones que pudiesen causar fuertes perturbaciones en las relaciones económicas mundiales (las modificaciones bruscas al tipo de cambio afectan los niveles de comercio exterior, inversión extranjera y demás transacciones internacionales). Es innegable la creciente interdependencia que se viene observando en las últimas décadas en todos los ámbitos de la dinámica internacional, sobre todo en el económico.

La situación de permanente fragilidad del sector externo de varias economías nacionales no sólo no puede corregirse sólo por esfuerzos de política económica en cada país, sino que llegan a desatarse crisis que obligan a la intervención emergente de las instituciones monetarias y financieras gubernamentales internacionales, armando "paquetes" crediticios y diseñando planes de ajuste para los países con desequilibrios externos agravados. Si bien es cierto que esto se debe en buena medida a un manejo deficiente de política económica por parte de los gobiernos locales, también es correcto afirmar que las características mismas del sistema monetario internacional (SMI) contribuyen poderosamente al estallido de crisis financieras nacionales. El caso de México ilustra perfectamente esta aseveración.

La inestabilidad del SMI no ha podido resolverse pese a los múltiples intentos de los países con economías más desarrolladas (El Grupo de los Siete o "G-7") por establecer acuerdos lo suficientemente amplios y viables para posibilitar un arreglo monetario básico que brinde mayor certidumbre al sistema en general. La certidumbre, cuando de economía se trata, es un requisito fundamental para afianzar proyectos, flujos de capital y de crédito, además de aliento permanente a la inversión. Por ende, un buen grado de confianza sería un soporte clave de un SMI más sano y estable; sin embargo, de tal elemento esencial es de lo que carece el SMI actual.

La cuestión es particularmente compleja en la coyuntura actual, en donde observamos varios elementos: a) una clara recomposición de la oferta monetaria internacional, b) una modificación substancial en las fuentes de liquidez internacional (definida ya no tanto por los saldos nominales de reservas en el banco central, sino por el grado de acceso a las fuentes secundarias de liquidez, es decir, los mercados internacionales de dinero y de capital), c) una clara reestructuración de las reservas internacionales totales, en donde el oro y los Derechos Especiales de Giro (DEG's) reducen drásticamente su participación en favor de las divisas y, sobre todo, d) una creciente integración global de las economías locales hace que los flujos de capital se sujeten cada vez más a los vaivenes de los mercados financieros.

Las transformaciones en la composición de la oferta monetaria internacional son relevantes por sus implicaciones para el sector financiero. Como hemos mencionado, las fuentes primarias de liquidez internacional (monedas de reserva o divisas, DEG's y oro) están siendo desplazadas por las fuentes secundarias; esto quiere decir que ahora, además de disponer de un buen volumen de reservas internacionales, un país debe tener un amplio acceso a los mercados de dinero y de capital, en donde obtendrá recursos mediante la colocación de títulos de deuda, bonos públicos y privados, así como vía expédita a créditos especiales entre bancos centrales -por ejemplo, los "swap" en múltiples modalidades- con mejores condiciones de disposición y plazos de amortización. Dicho en otros términos, parecería que las fuentes del crédito internacional se están trasladando de los bancos hacia los mercados financieros (que administran el ahorro de miles de inversionistas) y los valores de cartera.

Existe un grupo de países en desarrollo que dispone de un importante grado de acceso a los mercados internacionales de dinero y de capital, lo cual les permite atraer considerables flujos de inversión y de crédito que si bien puede apuntalar su expansión económica, también puede generarles problemas de iliquidez en caso de presentarse una coyuntura de volatilidad en los mercados. Entre estos países, destacó México como uno de los principales receptores de inversión foránea de cartera durante los primeros años de esta década.

Evidentemente, la dinámica económica internacional se ha tornado mucho más compleja con esta recomposición de las fuentes de liquidez, pues los capitales fluyen a un país no tanto por elementos y factores reales de su fortaleza económica, sino en función de las percepciones que tengan los mercados internacionales acerca de sus perspectivas, de su credibilidad en la aplicación congruente en políticas internas, en su solidez institucional, etc. Se trata del surgimiento de una economía

de "símbolos", en palabras de Peter F. Drucker, prestigiado académico estadounidense.

El factor "riesgo" regula el volumen de inversión foránea de cartera a cualquier país. En este caso, los países en desarrollo con acceso a dicho tipo de inversión, presentan un mayor riesgo y por lo tanto, deben ofrecer mayores rendimientos en sus títulos de deuda, además de que son bastante vulnerables a cualquier variación en las tasas internacionales de referencia; de cualquier modo, en el actual contexto de aguda competencia entre los países en desarrollo por atraer inversión es imposible prescindir del acceso a los mercados y por ello, deben manejar eficientemente los riesgos que implica la participación en los mercados internacionales que constituyen las fuentes secundarias de liquidez.

El SMI refleja en varias circunstancias su gran inestabilidad: las alzas y caídas cíclicas en la cotización del dólar estadounidense en los mercados, las constantes y bruscas devaluaciones que rompen los "techos" de las bandas de flotación adoptadas por la generalidad de los países en sus respectivos regímenes cambiarios, las disputas comerciales y de influencia política entre las llamadas "monedas duras" (el marco alemán, el franco francés, el yen japonés y la libra esterlina británica) y el dólar estadounidense, así como las frecuentes modificaciones en los niveles de las tasas internacionales de referencia con su aparejada volatilidad en los mercados financieros y desde luego, las repentinas y profundas crisis financieras que se desatan en el ámbito local y que llegan a afectar sensiblemente al conjunto de la comunidad económica internacional.

Esta compleja situación, aunada a los fuertes cuestionamientos internacionales y al papel desempeñado actualmente por el Fondo Monetario Internacional (FMI), generan condiciones que propician un fuerte debate sobre las causas que conducen a la inestabilidad del SMI, deduciendo entonces la imperiosa necesidad de reformarlo. En virtud de que son las economías industrializadas las que inyectan liquidez a la economía internacional, la dirección y alcance de una eventual reforma corresponde en primera instancia a las grandes potencias económicas. Los intereses políticos de dichas potencias se erigen en uno de los máximos obstáculos para conseguir un nuevo arreglo monetario que sea viable para el conjunto de países. En ese sentido, los países en desarrollo como el nuestro, son los que más padecen las consecuencias del inestable SMI.

La virtual ausencia de reglas cambiarias para todos los países genera incertidumbre: las condiciones implícitas del SMI no permiten sostener un equilibrio suficiente en los intensos movimientos mundiales de divisas. No es posible considerar la recreación del sistema previo a 1971, ni de aspirar a un equilibrio y certidumbre absolutos, sino de al menos no padecer tantas fluctuaciones y severas

distorsiones como las que ahora se tienen. La ausencia de un buen grado de certidumbre y la recomposición de la oferta monetaria internacional generan un clima muchas veces poco favorable a países como el nuestro, en donde las características económicas estructurales y la etapa de transición y reforma en que estamos inmersos, nos hacen particularmente sensibles a las distorsiones monetarias internacionales y con menos posibilidades de sortearlas.

La reforma estructural de la economía mexicana inició al principio de los años ochenta e implicó adecuaciones legislativas, drásticos recortes presupuestales, reorientación del gasto público, intensa privatización de empresas paraestatales y liquidación de múltiples fideicomisos, acelerada apertura comercial y liberalización de varios sectores de la economía a la inversión privada nacional y extranjera; simultáneamente, se adoptó una política monetaria restrictiva "enganchada" a una política fiscal expansiva.

Todo esto tuvo como objetivos el lograr la estabilidad de precios y el redimensionamiento del sector público; de tal modo, bajo un escenario nacional con baja inflación, finanzas públicas saneadas y políticas gubernamentales orientadas plenamente a la liberalización económica del mercado interno, se esperaba (bajo la óptica gubernamental) una mejor inserción de México a la dinámica globalizadora. Esta trayectoria de modernización económica que fue muy elogiada en los circuitos financieros más importantes del orbe y en la influyente prensa internacional, se enfrentó en 1994 a una coyuntura altamente negativa, de conjugación de factores internos y externos adversos, por lo cual desembocó en un colapso financiero de graves dimensiones hacia el final de 1994.

La debacle mexicana suscitó un interesante debate entre analistas, observadores y expertos. Se dice por un lado que México adoptó políticas coherentes con la realidad internacional y que ejecutó las acciones pertinentes (su publicitado proceso de reforma interna para consolidar la economía de mercado) en tal sentido; por lo tanto, la culpa de la crisis en México reside esencialmente, argumentan ciertos analistas, en las características especiales de los flujos de capital (especulación y alta volatilidad), el deficiente papel desempeñado por el FMI en la prevención y acción eficaces con respecto a la difícil posición de la economía mexicana vislumbrada desde 1993 (recesión, brutal incremento del déficit en cuenta corriente y sobrevaluación técnica del peso), así como a ciertos errores y omisiones en el manejo de la política económica por parte del gobierno mexicano antes de la crisis.

Sin embargo, según esta corriente de analistas, el mencionado conjunto de factores perversos azarosamente ligados no justifica la descalificación del modelo económico liberal adoptado desde 1982. Otro grupo de observadores y estudiosos sí

hace recaer la culpa de la crisis mexicana en las características y esencia misma de dicho modelo, además de exigir su radical corrección o destitución en favor de otro que no apueste a los flujos de inversión foránea de cartera.

Más allá de las pugnas en los análisis y sus orientaciones políticas, es evidente que existe una estrecha e inevitable relación entre la evolución de las variables macroeconómicas domésticas y la dinámica internacional. El comportamiento de los agentes económicos nacionales guarda un claro vínculo con el acontecer nacional debido a las interconexiones que tienden a multiplicarse entre la economía de un país y otro u otros, y esto es algo que no puede soslayarse si se aspira a conformar una visión con objetividad mínima. En este trabajo nos interesará particularmente el análisis y comprensión de la fuerte relación entre la dinámica internacional y la economía de México en el ámbito monetario, con sus implicaciones políticas.

En medio del afán gubernamental por insertar a México en la dinámica globalizadora y por presiones de la misma economía internacional, se manipularon indebidamente los instrumentos de política económica (un tipo de cambio sobrevaluado, tasas de interés "ancladas", financiamiento del enorme déficit en cuenta corriente a través de la emisión de títulos de corto plazo y expansión del gasto público con fines electorales) para cumplir metas técnicas y mantener la estrategia estabilizadora de la economía. Junto a estas deficiencias en la política económica se combinó peligrosamente una coyuntura interna y externa adversa (alzas de las tasas de interés en Estados Unidos, incertidumbre política en México e interrupción en los flujos de inversión) para hacer estallar la terrible crisis.

La manipulación de las variables macroeconómicas con fines políticos sin atender a las necesidades reales del proceso económico, creó expectativas irreales sobre la evolución del conjunto de la economía, lo cual generó una distorsión que haría más vulnerable a México ante una probable situación de inestabilidad en el SMI, cosa que finalmente aconteció.

En un mundo en donde prevalecen las tendencias que apuntalan a la globalización en todos los ámbitos, debemos -los estudiosos de las relaciones internacionales- insistir en la necesidad de contextualizar los fenómenos nacionales dentro del amplio espectro mundial. Es un hecho que el acontecer internacional cada vez influye en mayor medida en todos los países. Este trabajo intentará establecer el vínculo que guardó el SMI con la crisis financiera mexicana de 1994, que por su naturaleza difícilmente podemos pensar que obedeció únicamente a desequilibrios macroeconómicos domésticos. Desde nuestra perspectiva, es enorme

intentará establecer el vínculo que guardó el SMI con la crisis financiera mexicana de 1994, que por su naturaleza difícilmente podemos pensar que obedeció únicamente a desequilibrios macroeconómicos domésticos. Desde nuestra perspectiva, es enorme la influencia que los acontecimientos externos ejercen sobre economías tan vulnerables como la nuestra.

En cuanto al sustento teórico de este trabajo, enfrentamos el problema de la ausencia de una teoría científica universal de las relaciones internacionales que sea plenamente válida. Subsisten fuertes debates entre realistas-neorrealistas y globalistas, dependencistas e interdependencistas, tradicionalistas y científicistas, etc. De este modo, consideramos que no existe una teoría o enfoque que por sí mismos nos provean de los elementos necesarios para analizar tanto al sistema monetario internacional en su vasta complejidad como a sus implicaciones en la economía nacional de un país.

Bajo dicho criterio, estamos por un eclecticismo teórico que nos brinde una mayor flexibilidad en cuanto a los recursos analíticos y de prospectiva para construir una mejor visión de los problemas que se presentan en las relaciones internacionales y particularmente, en el tema de estudio que en esta ocasión nos interesa. No se trata de lograr una síntesis de las diversas teorías, que como bien apunta Celestino del Arenal en su "Introducción a las Relaciones Internacionales", en gran medida es virtualmente imposible tratar de complementarlas, ya que difieren radicalmente en sus principios, sino de tomar elementos de una y otra, abordar aspectos específicos de sus enfoques y elaborar un marco de estudio con herramientas diversas ante una realidad internacional con una compleja y numerosa cantidad de aspectos.

Así pues, tenemos que el SMI y la crisis financiera mexicana de 1994 se circunscriben esencialmente dentro del paradigma de la sociedad mundial, el cual considera que existe una creciente interdependencia y cooperación entre todos los actores, que influye en forma determinante en la dinámica del sistema; los estados-nación sufren modificaciones substanciales en sus estructuras y surgen nuevos actores no estatales con una fuerza considerable capaz de influir en el conjunto de las relaciones internacionales. No obstante, subsisten elementos del paradigma tradicional, en el que se atribuye un papel central al Estado como actor de la dinámica internacional y que los intereses de grupo perfilan una lucha por el poder entre los estados. Al mismo tiempo identificamos rasgos pertenecientes al paradigma de la dependencia, que si bien acepta la existencia de la sociedad global (categoría soslayada por los tradicionalistas), enfatiza la situación de desigualdad e injusticia entre los diferentes estados, así como la gran dependencia económica y política de los países más pobres con respecto a los más desarrollados.

Al enfoque globalista que predomina en este trabajo, agregamos elementos del enfoque behaviorista, que pone énfasis en el estudio del comportamiento de los actores del sistema, a lo que hemos adicionado el estudio del comportamiento sistémico, ya que no sólo interesa analizar al Estado, sino al mercado internacional y a los mercados nacionales, el desempeño de los estados frente a una situación de crisis e incluso, el comportamiento mismo de una situación de crisis y reajuste en el sistema. Son pues, muchos los comportamientos destacados que deben estudiarse en forma desagregada para llegar, finalmente, a conclusiones agregadas.

Las categorías de "crisis" y "sistema" son propias de la teoría de sistemas, la cual define al segundo como al conjunto de elementos en interacción que constituyen una totalidad y que manifiestan una cierta organización", según Braillard^A. En ese sentido, observando la situación de inestabilidad en el SMI que prefiguró condiciones para el estallido de una crisis financiera local en México, estamos de acuerdo con lo que postula Parsons cuando afirma que el mayor problema del sistema internacional (específicamente, en este caso, en el ámbito monetario), así como del sistema interno, es mantener el equilibrio; cuando éste se trastorna, las variables se dislocan y ello afecta al sistema (sea el internacional o el interno). En cuanto al comportamiento de las variables, tenemos que las interacciones de un sistema y su subsistema son incorporadas al análisis de "inputs" y "outputs" que realiza Easton.

McClelland^B señala a la "crisis internacional aguda" como un elemento clave en la teoría de sistemas, pues a partir de ella se conoce el grado y evolución de las interacciones normales que se suscitan hacia el interior de un sistema integrado por actores o elementos con vida propia y que registran una serie de interacciones entre sus propias dinámicas internas; hablamos así de una dinámica compuesta de sub-dinámicas. Con esto estamos básicamente de acuerdo al analizar el caso de la crisis mexicana en el contexto de un sistema inestable y en fase de reajuste.

En este trabajo estudiamos un asunto económico internacional que puede ser inscrito dentro de un sistema social; sus variables y el comportamiento de éstas pueden ser cuantificados matemáticamente. Por esto, hemos desarrollado un trabajo que cuantifica y recurre todo el tiempo a esa evidencia para comprobar los supuestos de los que hemos partido. De hecho, también estamos de acuerdo

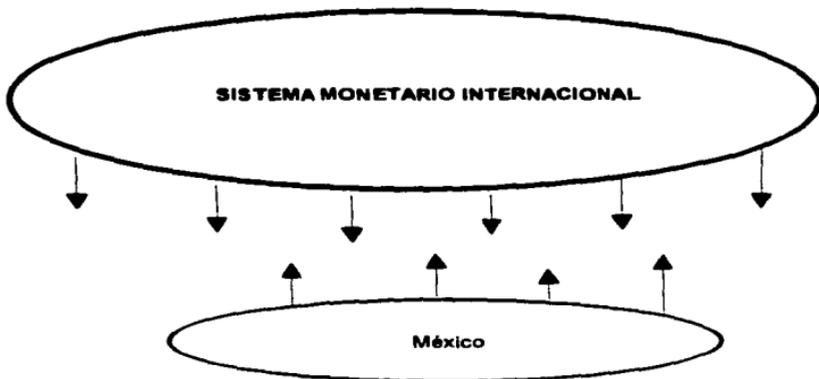
^A Véase sobre este asunto de las diversas teorías a Del Arenal, Celestino; "Introducción a las relaciones internacionales", México, Ediciones REI, 1993.

^B McClelland, Charles A., "Applications of General Systems Theory in International Relations", Main Currents in Modern Thought, Vol. 12, Nueva York, 1955. Págs. 27-35.

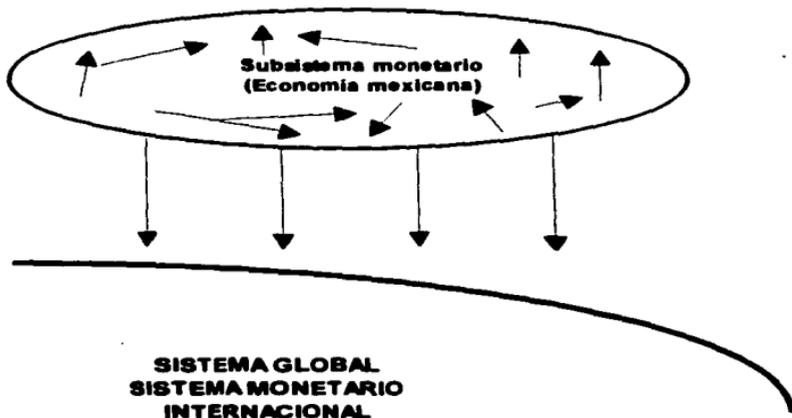
con las aportaciones de George Modelski, quien identifica al sistema internacional como uno social que posee estructuras y que son estables a la necesidad de imprimir y mantener funcionalidad; sencillamente, un sistema es viable porque es funcional. De ahí nuestro cuestionamiento al SMI actual, porque evidentemente, observa graves problemas de funcionalidad.

Bajo estos supuestos, el SMI es un sistema funcional integrado o compuesto por subsistemas (economías locales y mercados internacionales de dinero y capital, así como organismos gubernamentales internacionales como el FMI y el BM) o actores que son sujetos de las interacciones que hemos hablado. Considerando que la funcionalidad del esquema es el equilibrio general entre las interacciones del sistema y los subsistemas, cuando se genera un trastorno en el estado de equilibrio en el conjunto del sistema, se afecta principalmente a los subsistemas más vulnerables o endeble, precipitando graves desequilibrios en la dinámica interna de dichos subsistemas, hasta llegar incluso, al grado de crisis.

Esto último aconteció en el caso mexicano en 1994 con respecto al SMI. Ahí se registró un "reacción de ida y vuelta" o "inputs" y "outputs", ya que la inestabilidad del sistema global afectó al subsistema local (México), pero la crisis de éste afectó a su vez, al sistema global en su conjunto, con menor o mayor grado de impacto a cada uno de los demás componentes (el resto de las economías locales). Esquemáticamente, sería algo así:



Igualmente, se producen una serie de interacciones hacia el interior del subsistema (la economía mexicana) que producen un desequilibrio que se proyecta hacia fuera



Considerando lo anterior, nuestras hipótesis básicas serían las siguientes:

A).- El SMI es uno que adolece de grandes insuficiencias estructurales y que no posibilita un clima necesario de certidumbre cambiaría a la dinámica económica mundial y que se caracteriza por su gran inestabilidad; sus reajustes periódicos dañan sobre todo a las economías locales más vulnerables, exhibiendo la necesidad de arribar a un nuevo arreglo monetario global que sólo pueden impulsar decididamente los países industrializados, los cuales, por su parte, están reticentes a perder margen de maniobra interna en aras de una mejor articulación de sus políticas monetarias y fiscales.

B).- El SMI observa una reestructuración en la composición de la oferta y demanda monetarias, así como una modificación substancial en las fuentes de liquidez internacional, a las cuales tienen acceso sólo determinados países que cumplen con requisitos de estabilidad macroeconómica. Esto trae aparejadas una serie de implicaciones económicas y políticas de fondo que permean los procesos de reforma económica en los países en desarrollo y que pueden generar crisis sistémicas y subsistémicas que sólo pueden enfrentarse con un mayor grado de cooperación monetaria internacional.

C).- El reconocimiento de nuevas realidades económicas internacionales obligó a instrumentar en México una reforma estructural de la economía que colocó al país en una situación más vulnerable de la tradicional y que ante acontecimientos externos fuera de su control, impidió una corrección eficaz de los desequilibrios domésticos, que al combinarse con el reajuste monetario internacional, desembocaron en una grave crisis financiera local con repercusiones de carácter global. México hizo lo que tenía que hacer para lograr una inserción plena en la dinámica globalizadora y justamente por ello sufrió con mayor fuerza el reajuste monetario internacional; a mayor grado de inserción en el proceso globalizador, se evidencia mayor dependencia local hacia los eventos externos.

En el primer capítulo revisaremos los antecedentes del SMI, el período de la posguerra, el derrumbe de 1971 y la desaparición del patrón oro-dólar, así como el desarrollo del período 1973-1979, cuando se delineó el SMI vigente. En el segundo capítulo analizaremos la estructura actual del SMI, a través de una detallada caracterización que se centrará en las fuentes secundarias de liquidez internacional, la recomposición de la oferta monetaria, así como la trascendencia del dólar y de la política monetaria de Estados Unidos; en este capítulo haremos de identificar los elementos que consideramos "clave" para comprender el funcionamiento del SMI en cuanto a sus implicaciones políticas.

En el tercer capítulo explicaremos el proceso de reforma económica en México en sus principales rasgos, los esfuerzos para insertar al país en la globalización, así como su exitoso acceso a los mercados internacionales entre 1990 y 1993. También detallaremos las variaciones que contribuyeron a generar un clima de inestabilidad en el SMI, así como su conjunción con la difícil situación económica y política doméstica en México.

Intentaremos además, explicar cómo el estallido de la crisis financiera mexicana de 1994 se dio a partir de una causalidad exógena sumamente clara. En esto residirá la parte fundamental de nuestro ejercicio de análisis explicativo y demostrativo, particularizando el aspecto monetario, sin por ello dejar de lado las implicaciones de carácter político que envuelven el asunto.

El tema de estudio de este trabajo es fresco pero no limitado por coyuntural, puesto que expresamos la necesidad fundamental de reformar el SMI. Es un trabajo con implicaciones de fondo y con numerosas aristas y variables: cuestiones técnicas, políticas, económicas e históricas. Este trabajo pretenderá ser una aproximación que pueda colaborar aportando elementos sólidos para una mejor comprensión de la interrelación existente en las dinámicas nacional e internacional en el ámbito económico.

Bajo tal criterio, estamos seguros de que este tema puede ser oportuno y relacionado con nuestra carrera profesional. Las cuestiones monetarias no han sido suficientemente abordadas por los investigadores y estudiosos de las relaciones internacionales; de esto desprendemos la firme convicción de que el tema que escogimos es original por cuanto al objeto de estudio.

Personalmente, el ámbito de las relaciones económicas internacionales es el que mayor interés académico nos ha despertado. La economía juega un papel crucial en las motivaciones, intereses, orientaciones y alcances de la vida de los individuos, sociedades, países y del mundo en general. Y dentro de la economía internacional, el sistema monetario se desempeña como un factor clave que influye sobre el rumbo de un país y en ocasiones, sobre todos.

En virtud de lo anterior, intentaremos darle un enfoque adecuado a la cuestión a estudiar, en consonancia con nuestro interés académico y profesional, el cual está empeñado en la contribución a la búsqueda de opciones y esquemas para corregir las deficiencias y estimular las potencialidades de México, de modo que se impulse un desarrollo sano y permanente que sea propicio para lograr una mejor equidad social generadora de oportunidades para la mayoría de los mexicanos.

1.- LA CRISIS DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

1.1- Los Acuerdos Originales de Bretton Woods y la Hegemonía Estadounidense.

En medio del desarrollo de la Segunda Guerra Mundial, las cuestiones financieras y monetarias eran algunas de las máximas preocupaciones para los estrategas y planificadores de los gobiernos aliados. Los gastos de guerra habían creado por sí mismos un intenso movimiento de capitales que por su magnitud hacían suponer que las presiones inflacionarias serían considerables al término del conflicto bélico.

En Estados Unidos habían observado que la salida de su fuerte depresión económica se había logrado en gran parte gracias a la actividad industrial orientada a satisfacer necesidades materiales de guerra, ya fuera abasteciendo a los demás países combatientes o a su propio ejército. Se tenían razones justificadas para temer que al final de la guerra, Estados Unidos volvería en breve a la depresión económica. Por lo tanto, favorecer un clima exterior positivo para la economía estadounidense se constituía en objetivo de máxima prioridad para Washington.

Era necesario construir un marco institucional que generase consensos favorables a la cooperación monetaria internacional, favoreciera una intensa relación económica multilateral, y evitara perturbaciones graves en los mercados cambiarios; en suma, se planteaba la necesidad de propiciar condiciones de estabilidad y certidumbre que abriesen paso a una constante y sostenida expansión del mercado y producción mundiales. Un orden monetario internacional estable y claro era piedra angular para la base que permitiese el despegue económico internacional. La fuerza motriz de la economía mundial de la posguerra inmediata era Estados Unidos y por ende, éste impulsaba discusiones y negociaciones en diversos foros con el fin de asegurar el establecimiento de condiciones propicias para su expansión económica.

Europa terminaba la guerra en virtual quiebra financiera; su poderío político y militar extenuado. Ello debilitaba su posición económica y la de sus otras "monedas clave" como la libra esterlina. En virtud de que Estados Unidos emergía como la única gran potencia capitalista, serían en su moneda la mayoría de las transacciones mundiales. Esto le confería un papel hegemónico dentro de las

discusiones suscitadas para arribar a un nuevo arreglo monetario básico. Ante esa situación, Washington presionó para que las discusiones se orientaran a la creación de un arreglo conveniente a la posición estadounidense, que alentara su crecimiento y afianzara su influencia mundial.

Las negociaciones en torno al establecimiento de un arreglo monetario mundial viable para la mayoría de los países, se iniciaron en 1943. Dos proyectos se oponían: el Plan Keynes (sostenido por el británico John Maynard Keynes) y el Plan White (realizado por el estadounidense Harry Dexter White)¹; esencialmente, Keynes buscaba mantener el poderío británico y un cierto predominio de la libra esterlina como "moneda fuerte" del sistema monetario internacional (SMI). Keynes aspiraba a una agencia monetaria internacional que fungiese como "Cámara Internacional de Compensaciones" para los países que cayesen en fuertes déficits en sus sectores externos y que permitiera la adopción de políticas cambiarias flexibles; Keynes quería que el Fondo Monetario Internacional (FMI), ya proyectado, permitiera la instrumentación de políticas nacionales orientadas a lograr el "pleno empleo" y que Estados Unidos financiara en su mayor parte, vía aportaciones directas al Fondo e inversiones en los países, el costo de la estabilización monetaria mundial de la posguerra.

Por su parte, White y el poderío dominante de Estados Unidos lograron que su proyecto (de tinte más conservador y ortodoxo), que si bien tenía coincidencias importantes con el plan británico con relación a la prioridad de construir un sistema monetario estable, se impusiera -previas y considerables concesiones a Keynes- y fuera la base para llegar a los acuerdos de Bretton Woods². La negociación entre británicos y estadounidenses dejó al descubierto posiciones proteccionistas y aperturistas, liberales y conservadoras. El producto de tales pugnas lo encontramos en el Acta Constitutiva del FMI en 1946.

El convenio constitutivo del FMI consta de 19 artículos y más de 70 apartados. Sus fines son promover la cooperación monetaria internacional a través de un mecanismo de consulta y colaboración en materia de problemas internacionales a través de una institución permanente. También busca promover la expansión y crecimiento equilibrado del comercio internacional para promover altos niveles de ocupación e ingreso reales, así como desarrollar los recursos productivos de todos los países. Promover estabilidad de los cambios y evitar depreciaciones como forma de competencia, así como lograr un sistema multilateral de pagos para las cuentas corrientes e infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición los recursos del Fondo cuando tengan necesidad y de ese modo evitar la

¹ Véase sobre este asunto a Block, Fred; *Los orígenes del desorden económico internacional*. México, FCE, 1980. Primera Parte.

² Idem.

adopción de medidas unilaterales perniciosas para la prosperidad mundial (como devaluaciones bruscas, incrementos en el nivel de los aranceles, control de cambios, etc.), son otros fines precisos del FMI, según su convenio constitutivo³.

De la misma forma, en el documento referido se expresa que los países miembros deben hacer su mayor esfuerzo para evitar depreciaciones cambiarias. Se establece un tope de 10% como margen de cada país para devaluar o revaluar su moneda en acuerdo y coordinación previos del FMI. Es obvio que entre las preocupaciones e intereses que dan base al convenio constitutivo, destaca especialmente el afán de alcanzar una relativa estabilidad en los tipos de cambio; cada país deberá esforzarse por mantener hasta donde sea posible, una tasa de cambio fija o semi-fija con respecto a todas las otras monedas con las que guarda operaciones diversas. De tal suerte, el tipo de cambio estable, la ratificación del oro como común denominador de convertibilidad ("gold exchange standard" o patrón de cambio oro), la existencia del dólar estadounidense como "moneda clave" y la aprobación para que los países mantuvieran divisas en sus reservas monetarias, serían elementos torales que permearían la naturaleza y sentido del sistema monetario internacional de la posguerra.

La posición económica de Estados Unidos era muy sólida en esos años iniciales de la posguerra. Su hegemonía era clara: detentaban el 47.8% de la renta mundial, sus exportaciones constituían el 49.1% del volumen total del comercio internacional y sus importaciones equivalían al 43.9% del global (totales promediados entre 1945 y 1949)⁴; del mismo modo, poseían casi tres cuartas partes de las reservas auríferas mundiales. La balanza de pagos estadounidense era superavitaria y esto posibilitaba un considerable margen de maniobra en su política económica internacional. Del mismo modo, la posición política era inmejorable para Washington, dado que era el gran vencedor de la Segunda Guerra Mundial y surgía como la única gran superpotencia de Occidente. Su gran liquidez financiera y su poder político y militar le configuraban a Estados Unidos un papel decisivo de liderazgo mundial que se ejercería en todos los ámbitos.

Estados Unidos encabezó la integración de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) como su núcleo de alianza militar frente al poderío soviético; aplicó el "Plan Marshall" que volcó miles de millones de dólares en Europa Occidental con el fin de ocupar los cuantiosos excedentes monetarios de Estados Unidos en forma de inversión hacia esa región para que ésta se recuperara económicamente y se constituyera en el gran mercado potencial para los capitales y

³ Cooper, R.N: *"Financiación Internacional"*. Madrid, Biblioteca Tecno-Económicas, 1979. Apéndice.

⁴ Aliber, Robert: *"Improving the Bretton Woods System"*. Chicago, University Press, 1979. Pág. 46.

productos de la emergente superpotencia norteamericana. De la misma forma, Washington se convirtió en sede y principal aportante del Banco Mundial (BM) y del FMI, lo que le confirió una influencia determinante sobre estos organismos clave de la economía internacional de la posguerra. La Organización de las Naciones Unidas (ONU) también tuvo influencia predominante de Estados Unidos. En conjunto, vemos el liderazgo real que en lo económico y político alcanzó Washington al final de la Segunda Guerra.

El SMI de la posguerra descansó esencialmente en la posición predominante de la economía estadounidense. Por sí misma, aquélla se erigió en la fuerza motriz de la producción y consumo mundiales, dados la fortaleza de su moneda, su capacidad financiera y de liquidez, así como su mercado doméstico de enormes dimensiones. La década posterior al término de la Segunda Guerra Mundial no contó a ningún país inversionista y consumidor en proporciones decisivas para la economía mundial sino únicamente a Estados Unidos.

Por las condiciones de su balanza de pagos superavitaria y la gran aceptación de su moneda como divisa común de intercambio mundial, la economía estadounidense se constituyó en un pilar fundamental de la estabilidad del sistema monetario internacional de la posguerra; al cabo de las reuniones de Bretton Woods y de la ratificación del acta constitutiva del FMI quedó claro que se buscaba afanosamente la estabilidad del sistema -entendiendo que tal situación era requisito indispensable para consolidar la expansión de la economía mundial- y guardar el mayor equilibrio posible en las relaciones económicas internacionales. El patrón oro y su convertibilidad con el dólar eran, en tal sentido, el núcleo del sistema monetario estable que se buscaba construir.

Con plena conciencia, Estados Unidos decidió asumir su papel de "país base"⁵ de la estabilidad del SMI: sus condiciones internas y el panorama internacional se conjugaban para crear una coyuntura claramente favorable a los intereses económicos de la superpotencia. Su crecimiento industrial, su capacidad exportadora, la gran liquidez de su sistema financiero y su fuerza política como país hegemón, le garantizaban al capital estadounidense una solidez interna que le permitiría proyectarse y expandirse con mayor dinámica y alcance si se aunaba la ventaja de que la economía mundial se manejase en su propia moneda.

⁵ Véase sobre el uso de este concepto a Dawn, Kenneth: *"Las reglas del juego: reforma y evolución del sistema monetario"*, Buenos Aires, Tres Tiempos, 1987. Capítulo II.

Por lo tanto, gracias a que los demás países aceptaban entre sí a la moneda estadounidense, sería sobre éstos que Estados Unidos habría de expandirse, ya que esperaba "cargarles" los costos de los planes multisectoriales internos de inversión, las ambiciosas políticas de gasto y ensanchamiento del mercado interno, los que a su vez elevarían en su conjunto el nivel de una demanda agregada nutrida en dólares "vendibles" al exterior en circunstancias plenamente ventajosas. Dado que Estados Unidos emitía la divisa más utilizada, bastaba la inversión en el exterior y el comercio para financiar el crecimiento interno sin gran costo para el país: el resto del mundo subsidiaría en tales términos el despegue y consolidación económicos de Estados Unidos al aceptar su moneda como divisa fundamental de convertibilidad fija con el oro para las transacciones internacionales ("moneda clave").

Obviamente, tal estrategia tenía sus límites: la evolución incierta de la economía mundial, los alcances del reposicionamiento de las economías de Europa y Japón y las contradicciones de la dinámica interna del mercado estadounidense.

De cualquier forma, el horizonte avizorado por el gobierno y los empresarios estadounidenses entre 1944 y 1946 era lo suficientemente halagüeño y promisorio para que aceptaran el papel de garantes del SMI en cuanto a la convertibilidad de su moneda con el oro (equivaliendo esto a respaldar al dólar con el valor de las reservas auríferas). Las ventajas a corto plazo eran mayores a las desventajas, pesando además en el ánimo de los circuitos gubernamentales y financiero-empresariales estadounidenses las peculiares condiciones de la posguerra en el ámbito político. Recordaban que en la primera posguerra del siglo habían declinado y evadido su responsabilidad y liderazgo en la dinámica mundial con las funestas consecuencias a la vista; en la segunda posguerra no podían repetir el error.

1.2- El déficit estadounidense y la inflación mundial.

Hemos mencionado la cómoda posición de la economía estadounidense en el período inmediato de la posguerra y la gran ventaja que significó para sus propósitos de expansión y consolidación el que su moneda fuera la base del SMI y la divisa de reserva más sólida. No obstante, también señalamos algunos límites claros a esta estrategia estadounidense de estabilización monetaria internacional y que se concretarían en los niveles de resistencia de su mercado doméstico ante cambios en

la escena internacional y el "sobrecalentamiento" de su economía interna ante una constante elevación de la demanda agregada.

A partir de 1955 el saldo superavitario de la balanza comercial de Estados Unidos comenzó a reducirse al mismo tiempo que la cuenta corriente ingresaba a una fase de déficit constante, lo que impactó negativamente a la balanza de pagos global (Véase Cuadro 1). Las salidas de capital eran profundas sin ser suficientemente compensadas ni en montos ni en tiempos. Las reservas auríferas de Estados Unidos comenzaban a declinar (Véase el cuadro 2).

BALANZAS GLOBAL DE PAGOS Y COMERCIAL DE ESTADOS UNIDOS
(Cuadro 1. Miles de millones de dólares)

AÑOS	BALANZA COMERCIAL	BALANZA DE PAGOS
1960	4,747	-3,403
1961	6,831	-1,564
1967	3,860	-3,418
1968	626	1,639
1969	607	2,739
1970	2,603	-9,838
1971	-2,225	-29,753
1972	-8,416	-10,312
1973	921	-5,356
1974	-5,369	-8,823
1975	9,029	-4,710
1976	-9,353	-10,542
1977	-31,056	-35,260

Fuente: World Financial Statics (IMF-1982)

Nótese la trayectoria errática de la balanza comercial, perfilándose el déficit hacia 1971 y agravándose en 1976 y 1977. La balanza global de pagos, ineludiblemente apunta al saldo negativo durante todo ese período.

RESERVAS AURIFERAS ESTADOUNIDENSES
(Cuadro 2. Valor en miles de millones de dólares)

AÑOS	VOLUMEN DE RESERVAS	% DE COBERTURA DE DÉFICIT*
1949	24,500	No existió déficit
1955	21,753	3,425
1960	17,804	523
1966	13,235	377
1968	10,703	279
1969	8,102	No existió déficit
1970	6,357	64
1971	5,122	17

*.- Se refiere al porcentaje del déficit en balanza de pagos que nominalmente se podían cubrir con los volúmenes de reservas auríferas.

Fuente: World Financial Statics (IMF-1982)

Entre 1949 y 1969, el déficit externo pudo cubrirse gracias a que su nivel no era muy elevado, ya que las reservas auríferas declinaban desde 1955. Entre 1970 y 1971, la situación se hizo explosiva.

Todas estas "señales" implicaban una tendencia de la economía estadounidense a experimentar fuertes desequilibrios en sus cuentas externas con menores márgenes de financiamiento conforme dicha tendencia fuera acentuándose. El problema del déficit estadounidense, engendrado en la década de los años cincuenta, se convertiría en el gran problema de los dos decenios siguientes para la economía mundial por cuanto a la base de la estabilidad monetaria se refiere. Revisemos ahora las causas de dicho déficit.

El gasto militar.- El hecho de destinar una elevada inversión a las cuestiones militares implicaba un doble propósito: el político, que buscaba fortalecer la posición de Estados Unidos en la carrera armamentista ante la Unión Soviética y reforzar su alianza atlántica (OTAN) frente al socialismo en medio de la coyuntura de la "guerra fría", y el económico, que abarcaba varios aspectos. Por un lado se apuntalaba a la industria militar como pilar fundamental de la plataforma que permitiera el despegue económico estadounidense, tanto en la generación de empleo (directa e indirectamente sostenía entre siete y ocho millones de puestos de trabajo)⁶, como en la circulación productiva (cada dólar invertido en el sector militar generaba 1.3 dólares para el sector civil)⁷. Por estas dos derivaciones del fuerte gasto militar se incentivaba la inversión y se generaba demanda efectiva que se reflejaban en un fortalecimiento del mercado doméstico gracias al alto nivel de consumo. El gasto militar se derramaba en varios sectores de la economía, alentando una intensa actividad industrial.

La venta de armas al exterior y la generación de guerras en muchos países no sólo reveló las disputas políticas de Washington con Moscú, sino que obedecieron a una clara estrategia para sostener el ritmo de actividad industrial de Estados Unidos, en donde muchos segmentos estaban orientados a abastecer el sector militar. El propósito económico era muy claro en ese sentido; el detonador de inversión que significaba el alto puesto militar en Estados Unidos fue sostenido y fortalecido durante los años cincuenta y sesenta. No obstante, desde el principio de los sesenta era claro que la asistencia militar al exterior era muy costosa para la economía de Estados Unidos y que no era lo suficientemente financiable que Washington esperaba en términos de una pronta y garantizada recuperación de los préstamos.

⁶ Block, Fred... Op. Cit. Pág. 154.

⁷ Chapoy Bonifaz, Alma... Op. Cit. Pág. 117.

Además, un elevado gasto en el ramo militar implicaba una carga fiscal cada vez menos financiable para el gobierno en virtud de que las tasas impositivas para los contribuyentes tenían que elevarse en función de los aumentos presupuestales en defensa y esto ciertamente limitaba la demanda efectiva y el ahorro doméstico, desanimando a la actividad económica del país. La proporción del presupuesto consumida por el sector militar aumentaba demasiado para la capacidad de crecimiento económico de Estados Unidos. La creación y elevación de impuestos constituía una severa limitante para la inversión productiva que al promediar la década de los sesenta comenzó a reflejarse seriamente en la desaceleración económica del país. De este modo, el elevado gasto militar se convirtió en auténtico "fardo" para la economía estadounidense, desde la óptica de las finanzas públicas.

Las inversiones y gastos en el exterior.- Si bien había sido muy conveniente la estrategia estadounidense de invertir los capitales excedentes en el exterior como una forma de contribuir poderosamente a la reconstitución a mediano plazo de los mercados europeo y japonés para apuntalarlos como destinatarios de su producción industrial, también era cierto que los flujos corrientes de capital estadounidense al exterior no encontraban en el corto plazo una compensación suficiente hacia fines de los años cincuenta; obviamente, esto impactó la cuenta de capital en la balanza de pagos, tornándose deficitaria en los años sesenta.

Los apoyos económicos que Washington canalizó a varios países dentro de la lógica de su política de "contención" al comunismo, se tradujeron en un gran número de créditos no revolventes que en los hechos representaron onerosos gastos para el Tesoro estadounidense. Del mismo modo, la intensificación del uso del dólar en el ámbito mundial y su sobrevaluación permitieron a los ciudadanos estadounidenses aumentar sus salidas turísticas y de negocios al exterior⁸. Como resultado de esto, a fines de los sesenta era impresionante el monto del déficit en la cuenta turística.

El gasto público.- A partir de los años cincuenta, gracias -entre otros factores- a una cómoda posición de la balanza de pagos, se posibilitó un amplio relajamiento de las políticas fiscal y monetaria de Estados Unidos. De este modo, la disciplina del gasto se flexibilizó ampliamente, utilizándose como incentivador de la expansión del mercado interno y de la elevación de la demanda. La tendencia en esa década a que el gobierno invirtiera más en educación, salud, seguridad social e infraestructura, así como en apoyos fiscales a la industria y el comercio se acentuó en los sesenta, durante los gobiernos demócratas de Kennedy y Johnson, quienes

⁸ Block, Fred... Op. Cit. Primera Parte.

desarrollaron ambiciosas políticas de gasto público que si bien elevaron el nivel de empleo y los salarios, también condujeron a un déficit presupuestal que desató presiones inflacionarias que a la postre impactarían a la economía, desacelerándola⁹.

Este déficit presupuestal se combinó hacia el final de los sesenta con un déficit en la balanza de pagos que también se acentuaba, lo que redujo el margen para manejar eficientemente los desequilibrios en la cuenta del gobierno. Inevitablemente, ante el ritmo del gasto público y demanda efectiva en el ámbito doméstico y el déficit en las cuentas externas, el gobierno estadounidense se vio precisado a emitir mayores cantidades de dólares que ya no tendrían suficiente respaldo en oro, metal cuyas reservas habían iniciado una acelerada tendencia declinante desde 1955. Esto llevaría -junto con otros factores- a una inflación alta dentro y fuera de Estados Unidos que veremos un poco más adelante. El déficit presupuestal originado por el gasto público tuvo efectos domésticos inflacionarios y recesivos muy graves.

Uno de los más negativos impactos de la política expansiva de gasto público seguida en Estados Unidos durante los sesenta fue el estímulo excesivo a la demanda agregada, lo que además de "calentar" la economía interna, elevó las importaciones conduciendo a un desequilibrio cada vez más agudo a partir del promedio de la década¹⁰. La excesiva liquidez que se daba en el conjunto de la economía estadounidense sólo indicaba el rumbo de la recesión: ante la elevación del gasto gubernamental, los mercados reaccionaron mediante la disminución de la tasa de inversión, anticipadas tomas de utilidades y coberturas cambiarias ante una ya previsible devaluación del dólar, lo que degeneró en ataques especulativos contra éste a partir de 1967. El déficit estadounidense conducía a la economía hacia la recesión.

La recuperación económica de Alemania y Japón repercutió durante los años sesenta en una sensible disminución en sus volúmenes de importaciones provenientes de Estados Unidos, a la par que aumentaban sus exportaciones desplazando a los productos estadounidenses dentro y fuera de su mercado. La sobrevaluación técnica del dólar era evidente desde 1967¹¹; Washington comenzó a presionar a los otros países integrantes del Grupo de los Diez (las economías nacionales capitalistas más ricas del orbe), especialmente a Japón y a Alemania para que revaloraran sus monedas frente al dólar. La reticencia de dichos países a hacerlo se justificaba en su oposición a sacrificar su sector externo. Los dólares

⁹ Idem.

¹⁰ Alibert, Robert... Op. Cit. Pág. 83.

¹¹ Dawn, Kenneth... Op. Cit. Primera Parte.

"baratos" y la renovada fuerza exportadora de los japoneses y alemanes generaban las condiciones propicias para un creciente déficit comercial estadounidense.

Se presentó en la economía internacional de aquella época una paradoja: los dólares eran nominalmente "caros" porque formalmente valían mucho más de lo que realmente representaban, pero eran técnicamente "baratos" por su abundancia y utilización intensiva en las transacciones internacionales. Durante los movimientos de pagos internacionales, los dólares eran más "caros" que al utilizarse como moneda de reserva, ya que al interior de las economías se les confería un valor mucho menor como unidad de cambio y agente de reserva.

Los déficits comerciales en Estados Unidos continuaron y se combinaron con los déficits en la cuenta de capital, lo que se tradujo en desequilibrios negativos de la balanza de pagos. Este déficit, el más grave de todos, pudo ser financiado algunos años mediante las reservas de oro; sin embargo, ante la acentuación del desequilibrio negativo en la balanza global y la ineficacia mostrada para su corrección, la merma de las reservas y el volumen mismo del déficit causaron que en 1966 el valor del oro de reserva estadounidense sólo alcanzara a cubrir el 42% del saldo negativo de la balanza de pagos del país¹². Por otro lado, ante la acumulación de pasivos externos y obligaciones de corto plazo por parte de Estados Unidos, la confianza en su moneda comenzó a disminuir rápidamente al promediar la década de los sesenta, lo que se reflejó en compras cuantiosas de oro que hicieron descender los niveles de reserva en todos los bancos centrales del mundo.

El precio fijo de la onza-oro en 35 dólares desde 1946 se convirtió en el mejor incentivo para comprar masivamente el metal en una coyuntura de dólares "baratos", como la prevaleciente en los años sesenta. Como la compra de oro no cesaba y esto repercutía en las finanzas de los países más ricos, éstos decidieron -previa negociación con el foro de los "Diez"- establecer un mercado dual o doble mercado para el oro en marzo de 1968; esto consistía en dejar una parte del mercado del oro al precio fijado por la libre oferta y demanda, al que deberían acudir los particulares para hacer sus transacciones y otra parte en donde regiría el control del precio a 35 dólares sólo en operaciones oficiales a niveles de bancos centrales¹³, huelga mencionar los niveles que alcanzó el precio del oro en el mercado libre: fueron altísimos. La ineficacia de esta medida de "salvamento" resultó clara en muy poco tiempo.

¹² Block, Fred... Op. Cit. Pág. 169.

¹³ Ibid. Pág. 172.

Estados Unidos no pudo corregir su déficit externo, lo que derivó en sobrevaluación de la moneda. Dado que en el plano interno tampoco habían logrado racionalizar su déficit de gasto, sino que por el contrario habían optado por mantener altas tasas de crecimiento en la producción, empleos y salarios, "inundaron" a la economía mundial con dólares "baratos" y sin respaldo genuino en oro. La inflación en la economía estadounidense era un hecho y mediante el régimen de paridades fijas prevaleciente en el SMI, aquélla también se exportó junto con los dólares sobrevaluados.

Técnicamente, un régimen de paridades fijas es un mecanismo natural de transmisión de inflación¹⁴; esto sucedió invariablemente en la economía mundial de los años sesenta. El exceso de liquidez en ese entonces que se registró en varios países provino de desequilibrios en la cuenta corriente y movimientos de entradas de capital desestabilizadores porque estaban denominados en dólares que perdían confianza de ser efectivamente convertidos en oro. Esto les produjo graves consecuencias a la mayoría de los países: fuerte golpeo a la base monetaria (expandiéndola desmesuradamente para equilibrar las existencias masivas de dólares líquidos en sus economías), parálisis de la política monetaria (presión alcista ineludible en los niveles de crédito interno neto y fijación rígida de las tasas de interés) y demasiada aceleración de la demanda agregada¹⁵. Todo esto, como se verá, no podía derivar sino en acendrada inflación. Los países que importaron fondos del exterior, nunca los esterilizaron debidamente, importando de este modo inflación estadounidense, lo que les produjo un exceso nocivo de liquidez hacia el interior de sus economías.

1.3- La Profundización de las Distorsiones Monetarias Internacionales.

Al promediar la década de los años sesenta era claro que el sistema internacional de pagos adolecía de numerosas grietas. El panorama prevaleciente al final de la Segunda Guerra Mundial se había modificado ampliamente en cuanto a las cuestiones monetarias y financieras. El reposicionamiento económico de Europa y Japón había desplazado a Estados Unidos de su hegemonía absoluta e introducía nuevas coyunturas de negociación y conciliación de intereses. El déficit comercial estadounidense se prolongaba demasiado e incluso se convertía en déficit de pagos globales. La sobrevaluación del dólar era evidente y como se erigía en desventaja

¹⁴ C.F. Emminger, Otmár; *"La inflación y el sistema monetario internacional"*. Basilea, Fundación Basilea, 1973. Ponencia.

¹⁵ *Ibid.* Págs. 55.

competitiva en el comercio internacional para Estados Unidos, éste presionaba a sus aliados para que revaluáran sus monedas en proporciones similares a la sobrevaluación del dólar.

Estados Unidos tenía un gran interés en desmonetizar al oro y así, librarse de la enorme carga de mantener la paridad de su moneda ligada ineludiblemente con un metal que presentaba una creciente demanda¹⁶. La especulación en torno a los niveles de las paridades se había agudizado desde 1966, cuando las reservas auríferas sólo servían para cubrir cinco meses de déficit de la balanza de pagos estadounidense. En tal contexto, la guerra de Vietnam absorbió enormes gastos que los estadounidenses tuvieron que financiar con sus dólares sobrevaluados, por lo que las presiones inflacionarias sobre la economía mundial se fortalecieron.

Las dimensiones del déficit comercial de Gran Bretaña le llevaron a devaluar la libra esterlina en 1967, lo que repercutió en fuertes ataques especulativos contra el dólar. Las enormes tenencias en dólares alrededor de casi todo el mundo, al estimarse una muy probable devaluación del dólar por parte de los mercados y del público en general, eran convertidas a oro¹⁷. El golpeo que esta enorme demanda hizo al precio fijo del oro llevó al establecimiento del mercado dual en 1968. En sólo unos meses, el absurdo no podía ser mayor: el oro a precio controlado estaba a 35 dólares, contra casi 49 en el mercado libre¹⁸. No sería posible sostener esa incongruencia por mucho tiempo.

La presión contra Alemania Federal para que revaluara el marco y ajustara su abultado superávit comercial con Estados Unidos fue enorme durante todo 1968. Por otra parte, en Francia, la insistencia de las autoridades monetarias en proteger el precio del oro y garantizar la solidez del franco las llevó a sostener a toda costa la paridad fija con el dólar. Ante las presiones internacionales, Alemania cedió y revaluó su moneda en 8.5% mientras que la existencia de una fuerte recesión económica y ante el riesgo de que se desatara una deflación que deprimiese brutalmente a la demanda agregada obligó a Francia a devaluar el franco en 12.5%¹⁹. Estas medidas, junto a la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG's) como nueva unidad de reserva tendiente a desmonetizar y desmetalizar hasta donde fuese posible la base monetaria internacional, fueron bien vistas en Estados Unidos y aliviaron la incertidumbre en los mercados internacionales por unos meses.

¹⁶ Chapoy Bonifaz, Alma... Op. Cit. Pág. 121.

¹⁷ Alibert, Robert... Op. Cit. Pág. 115.

¹⁸ Ibid. Pág. 117.

¹⁹ Chapoy Bonifaz, Alma... Op. Cit. Pág. 129.

1.4- El Derrumbe del Patrón Oro y la Reconstrucción del SMI.

En realidad, la crisis monetaria era mucho más compleja e insostenible a esas alturas (inicios de los años sesenta). En Estados Unidos, país que proveía el mayor volumen de liquidez a la economía mundial, se presentó una fuerte recesión productiva que llevó en 1970 a una contracción de la demanda agregada, un repunte en el desempleo y en suma, a un decrecimiento económico. Al mismo tiempo, el desorden fiscal prevaleciente en ese país durante todos los sesenta se tradujo en un creciente déficit público que se hizo explosivo en 1971, cuando creció más de 700% en un año (alcanzó 22,986 millones de dólares, contra 2,811 millones en 1970)²⁰. Además, la balanza comercial registró un grave desequilibrio negativo que propició, junto con otros factores, un déficit global de pagos al exterior por más de 10,200 millones de dólares; obviamente, la presión sobre la moneda estadounidense se acentuó.

El 15 de agosto de 1971, en medio de una fuerte recesión doméstica y una deteriorada posición de la balanza de pagos, en Estados Unidos se anuncia una nueva estrategia para reanimar la economía (la denominada New Economy Policy o NEP) que consistió en la congelación de precios, salarios, rentas y comisiones durante noventa días para después ejercer controles más flexibles sobre los mismos. También se incluyó una sobretasa a las importaciones de 10%, especialmente bienes manufacturados y submanufacturados; la tasa se aplicó indiscriminadamente a las importaciones provenientes de todos los países, aunque buscando que Europa y Japón se alinearan a las exigencias comerciales estadounidenses.

La medida más trascendente para la economía mundial que incluyó la NEP, fue la suspensión de la convertibilidad dólar-oro, buscando en ese preciso momento, desalentar la especulación por acumular dólares para convertirlos en oro. Washington no buscaba cancelar el régimen de paridades fijas que hasta entonces prevalecía; no obstante, ello era inevitable por las complejas circunstancias del escenario económico internacional y por las implicaciones de la decisión estadounidense de poner término a la convertibilidad de su moneda con el oro. El SMI surgido de Bretton Woods se derrumbaba formalmente con esa decisión unilateral de Estados Unidos, país que por otra parte tampoco tenía otra alternativa en esa coyuntura tan desfavorable para sus intereses monetarios y financieros, aunque su decisión implicara la afectación de toda la economía internacional, por lo que el Grupo de los Diez aceleró negociaciones para evitar el resquebrajamiento absoluto del orden monetario mundial.

²⁰ Alibert, Robert... Op. Cit. Pág. 119.

En diciembre de 1971, se celebra el Acuerdo Smithsoniano que estableció la devaluación del dólar en 8.75% y la revaluación del tipo de cambio fijo para los demás países miembros del Grupo de los Diez como una forma de realineación de sus paridades; también se fijó un margen de fluctuación del tipo de cambio con 2.25% como "tope alto" y 2.25% como "tope bajo". Además, como medida destacada, se acordó que si el valor del dólar se depreciaba en demasía dado un volumen excesivo de oferta, los bancos centrales de los otros países intervendrían en sus mercados mediante la compra de los dólares excedentes y de este modo, sostener la paridad cambiaría. (Véase Cuadro 3).

REVALUACIONES EN LA CONFERENCIA SMITHSONIANA
(Cuadro 3)

MONEDA	PORCENTAJE (%)
Franco Francés	8.6
Franco Belga	11.6
Marco Alemán	13.6
Yen Japonés	16.9
Lira Italiana	7.5
Florín Holandés	11.6
Corona Sueca	7.5
Libra Esterlina	8.6

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales. FMI.

Bajo este nuevo arreglo monetario, surge la "Serpiente Europea", como un mecanismo entre bancos centrales europeos para equilibrar mejor sus paridades cambiarías entre ellos y para avanzar hacia la unión monetaria dentro de la Comunidad Económica Europea. Dicho mecanismo, como permitía una devaluación-revaluación al 2.25% que toleraba el Acuerdo Smithsoniano, lograría proveer de un margen de fluctuación de 4.50% en las monedas de sus miembros²¹. El mecanismo consistía, básicamente, en que si era dado que la divisa más fuerte llegara a su nivel de valor máximo y la divisa más débil a su valor mínimo, se harían compras de ésta última en términos de la divisa más fuerte, de modo que se propiciara una elevación substancial del valor de la divisa débil. Los países acreedores podían cambiar su acumulación de divisas débiles por un activo de reserva más aceptable.

El Acuerdo Smithsoniano fue muy elogiado e incluso, fue considerado como un genial arreglo que permitiría un SMI más eficiente. Se creyó que su vigencia sería de varios lustros, pero la realidad fue muy distinta: su vigencia fue de apenas unos meses. Gran Bretaña no pudo sostener a la libra esterlina debido a su enorme déficit de cuenta corriente y desde mediados de 1972, la dejó en flotación. Por otra parte, la "Serpiente Europea" tampoco funcionó como se tenía proyectado: Francia entró, salió y volvió a entrar al igual que Escandinavia, los demás entraron y salieron...

²¹ Ibid. Pág. 137.

Finalmente, a principios de 1973 era claro que la "Serpiente" guardaba una trayectoria errática e inestable.

La balanza comercial estadounidense no registró el substancial mejoramiento que se esperaba a partir del Acuerdo Smithsoniano. El saldo negativo persistió en 1972 y esto acarreo una nueva "inundación" de dólares en Europa y Japón, lo que llevó a otra sobrevaluación técnica de la moneda estadounidense. El ataque especulativo arreció; los bancos centrales europeos y japoneses intervinieron durante varias semanas comprando dólares y ante esto, los mercados reaccionaron inversamente a lo que se esperaba especulando aún más. En Alemania y Francia se implementaron controles sobre la venta de dólares en sus mercados domésticos e incluso, prohibían las conversiones a sus monedas locales. No se pudo evitar: Japón decide dejar de apoyar el dólar en el mercado japonés, absteniéndose de seguir comprando sus excedentes líquidos. Los otros países miembros del Grupo de los Diez lo secundan casi de inmediato.

La crisis monetaria mundial era profunda. Estados Unidos estaba sorprendido de la actitud japonesa de abandonar la protección del dólar. En Washington habían proyectado que el resto del mundo financiara su déficit externo mediante la obligación impuesta de proteger la cotización del dólar en aras de mantener el régimen de paridades fijas y de la certidumbre cambiaria. La realidad hizo ver que ni Japón ni Europa consentirían en financiar los desequilibrios de pagos estadounidenses a costa de su propia estabilidad monetaria y financiera.

El sostenimiento del régimen de paridades fijas y del concepto de certidumbre a través de la inamovilidad cambiaria ya no era viable en los nuevos términos de la economía internacional, puesto que ésta había registrado modificaciones substanciales: Estados Unidos había dejado de ser la superpotencia prácticamente única que proveía por sí sola de liquidez a las relaciones monetarias internacionales, pasando a ser el país cuyo déficit generara por sus dimensiones una presión inflacionaria considerable; Japón y Alemania estaban no sólo en posibilidad de competir con los exportadores estadounidenses, sino incluso los desplazaban ya de varios mercados; finalmente, la estabilidad y expansión basadas en un modelo industrial fordista con bajo valor agregado se terminaban al caducar éste e iniciarse otro de utilización intensiva de capital en bienes tecnológicos de producción y elevado valor agregado (aquí se perfilaba una nueva división internacional del trabajo orientada a la elevación de la productividad del valor agregado, es decir, una recomposición estructural de la economía mundial que varios autores han abordado).

1.5- Los Intentos de Reforma del SMI y su Evolución Errática.

1.5.1- El Abandono Definitivo del Patrón Oro y la Crisis del Dólar.

Cuando el Banco Central de Japón anunció su decisión de abandonar la protección del dólar, se presentó un resquebrajamiento crucial del arreglo monetario internacional que había permitido -sin soslayar otros factores- un prolongado período de expansión del comercio y de la economía internacionales. Cuando en 1971 Estados Unidos decidió suspender la convertibilidad del dólar con el oro, la crisis monetaria estaba más que anunciada, sin embargo, el consenso entre las potencias económicas permitió mantener viable la opción del sostenimiento de un arreglo monetario básico en torno a un régimen internacional de paridades fijas con cierta flexibilidad para ajustes cambiarios muy necesarios. De hecho, lo anterior fue el acuerdo principal de las negociaciones de diciembre de 1971.

El consenso para proteger el valor del dólar y apuntalarlo como la moneda clave del SMI pese a que se suspendiera el patrón oro, surgía a partir de la apreciación generalizada en los circuitos bancarios y gubernamentales de los países más ricos de que la estabilidad cambiaria había permitido tasas de crecimiento económico generalizadas muy importantes, así como una mayor vinculación entre los mercados financieros nacionales. El régimen de paridades fijas, bajo este criterio, podría prevalecer con sólo permitir ajustes que en verdad fueran inevitables en los países con severos déficits en sus balanzas de pagos.

Requisito fundamental de esta estrategia era que el déficit comercial estadounidense se racionalizara. Pero al iniciar 1973, era evidente la imposibilidad de lograrlo; Washington se había revelado incapaz de hacer efectivas las medidas tendientes a la corrección del déficit de pagos al exterior y esto hizo comprender que la cuestión iba más allá de simplemente proteger al dólar; un desequilibrio externo creciente y permanente no era financiable dentro de ninguna lógica económica y estratégica internacional. Una sobrevaluación real del dólar era insostenible a menos de que se tolerara la exportación de inflación estadounidense al resto del mundo. En 1973, cuando la totalidad de los miembros del Grupo de los Diez dejaron que el dólar se valorara en el libre mercado, según la oferta y la demanda, fue el anuncio de su rendición ante la realidad económica.

En 1972, todavía había esperanzas de que el patrón oro pudiera reestablecerse si la cotización del dólar se lograba mantener estable y se abatieran las presiones inflacionarias. Igualmente, se creía que el precio del oro llegaría a "anclarse" mediante la utilización de los nuevos activos de reserva y la viabilidad del

dólar. En 1973, todos los pronósticos halagüeños se vinieron abajo: no se corrigió el déficit estadounidense, se abandonó la protección de la paridad fija con el dólar en los países más ricos y se tuvo que dar un nuevo ajuste al alza en el precio del oro.

Se presentó una nueva devaluación del dólar, lo que aunado al incremento en el precio del oro constituyó el abandono definitivo del SMI surgido de Bretton Woods y de todo intento por reanimarlo. La coyuntura de crisis monetaria se agravó durante 1973 debido a que se adicionó la fuerte crisis mundial derivada del alza en los precios del petróleo.

1.5.2- Rasgos de la Crisis Económica Mundial (1974-1979).

Desde mediados de 1973, se desataron acontecimientos que provocaron que a finales del año, los precios del crudo se elevaran vertiginosamente. Dada la importancia vital para la economía internacional de esa materia prima, el aumento en sus precios trajo dos consecuencias ineludibles: un fuerte impacto negativo en las balanzas comerciales de los países más desarrollados que generó graves desequilibrios y un alza muy fuerte en los niveles de inflación de todo el mundo. Los países desarrollados registraron "problemas de caja" con los aumentos en los precios del crudo, pero lograron sortearlos; los países en desarrollo, en cambio, se sumergieron en severas crisis recesivas para sus economías que les causó mayor miseria a sus habitantes.

El FMI tuvo que actuar rápidamente. Los desequilibrios en pagos al exterior en que incurrieron la mayoría de los países, obligó a que el Fondo diseñara emergentes planes de ajuste en balanza de pagos. Varios países desarrollados enfrentaron sensibles reducciones en sus márgenes de liquidez exterior neta; en consecuencia, la demanda doméstica de divisas sobrepasó a la oferta, lo que se tradujo en una astringencia financiera en divisas para los bancos de cada país. Esto derivó en cancelación de importaciones y acumulación de reservas monetarias internacionales; la demanda interna de los países se restringió, repercutiendo en desempleo y disminución del consumo.

En 1973 el dólar cayó en sus diversas cotizaciones en los mercados cambiarios de los países desarrollados. Ante la amenaza a la economía internacional que representaba el desplome de la moneda clave, se llevaron a cabo negociaciones multilaterales para intentar disipar la incertidumbre de los participantes de los mercados acerca del rumbo de la economía mundial. Se reunió entonces el "Comité de los Veinte", que agrupaba países desarrollados y algunos en desarrollo, acordando un nuevo ajuste al precio del oro (4.25 dólares/onza),

revaluación del DEG (su precio anterior era de uno por dólar) y el establecimiento de una nueva base de valoración que se fijó con respecto a una "canasta" de 16 monedas y de este modo cancelar su dependencia exclusiva con el dólar; igualmente, para enfrentar los aumentos en los precios de los energéticos, se creó el Servicio Financiero del Petróleo (Oil Facility Drawing), que sería manejado por el FMI²². Así, con estas medidas coyunturales, se pretendía mantener a flote al SMI, en espera de una reforma monetaria de envergadura.

El SMI, ya en plena ruptura con respecto al régimen de paridades fijas, pudo sostenerse con endeble bases hasta 1975. La inflación a nivel mundial, mientras tanto, seguía su espiral ascendente. El déficit corriente estadounidense no se corregía y los mayores niveles de liquidez se desplazaron hacia los países productores de petróleo, particularmente los árabes; la estrategia de acumulación de reservas monetarias para hacer frente a los fuertes incrementos de las importaciones petroleras llevó a una expansión del volumen de éstas y a una redistribución muy significativa entre todos los países.

A partir de la primera asignación de DEG's (1970) se observan modificaciones substanciales en la distribución de las reservas internacionales. En esto influyeron decisivamente la crisis del SMI y los incrementos en los precios petroleros. Así, vemos que en su conjunto, los países más desarrollados vieron reducir su participación en el monto global de reservas internacionales en 24.4% sólo entre 1970 y 1975, mientras que los países miembros de la OPEP vieron incrementar su participación durante ese mismo lapso en 355.3%²³. Por su parte, la tendencia declinante de la participación estadounidense se aceleró como consecuencia de los variados factores que hemos analizado; entre 1970 y 1975 también, su participación cayó en 55.12%. (Véanse Cuadros 4 y 5).

PARTICIPACIÓN EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES GLOBALES
(Cuadro 4. Dado en términos porcentuales)

GRUPO DE PAISES	1970	1975
Países Industrializados	70.6	63.5
Países de la OPEP	5.6	25.5
Países de Producción Primaria con mayor grado de Desarrollo	9.2	7.9
Países en Desarrollo No Petroleros	14.6	13.1

Fuente: *World Financial Statics (IMF-1982)*.

²² Chapoy Bonifaz. Alma... Op. Cit. Pág. 138.

²³ Idem.

PARTICIPACION DE ESTADOS UNIDOS Y ALEMANIA EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES GLOBALES
(Cuadro 5. Dado en términos porcentuales)

AÑO	ESTADOS UNIDOS	ALEMANIA
1950	48.5	0.4
1960	32.0	11.5
1970	15.6	14.6
1975	7.0	13.6

Fuente: *World Financial Statics (IMF-1982)*.

En 1975, en medio de un exceso de liquidez en la economía internacional que alentaba presiones inflacionarias, se celebran los Acuerdos de Jamaica. La necesidad de una reforma al SMI era clara; se necesitaba un nuevo orden monetario capaz de propiciar un clima con mayor grado de certidumbre y eficiencia para los movimientos de capital a nivel mundial.

En tal sentido, partiendo de premisas realistas, se legalizó un régimen de paridades flotantes para los países desarrollados y uno de paridades estables pero ajustables para los países en desarrollo; se aumentaron los montos de los giros dentro del FMI hasta en 50% de la cuota del país miembro en un periodo de doce meses (era del 25%), abolición del precio oficial del oro (reconociendo la ineficacia de todas las medidas anteriores para "controlar" el precio), aumento de las cuotas de los países miembros del FMI en 32.5% y aumento efectivo de 45% en la capacidad para usar recursos financieros del Fondo en caso de problemas de balanza de pagos²⁴.

El Acuerdo de Jamaica fue considerado como un buen intento por normalizar aceptablemente la oferta y demanda monetarias; de hecho, esto se consiguió en buena medida y evitó peores situaciones durante la segunda crisis petrolera de 1977. El SMI mantuvo hasta mediados de los años ochenta una evolución errática e incierta que no colaboró para lograr un crecimiento sano y sostenido de la economía mundial. Las devaluaciones bruscas en los países en desarrollo y una acentuada volatilidad en las tasas internacionales de interés desencadenaron un elevado ritmo inflacionario cuyas graves consecuencias se manifestaron en los inicios de los años ochenta.

La segunda crisis petrolera elevó los precios internacionales del crudo, afectando sensiblemente las finanzas de los países desarrollados y creando una cierta "bonanza" en los países exportadores de petróleo (México entre ellos). La amplia acumulación de excedentes de divisas que obtuvieron dichos países

²⁴ Ibid. Pág. 142.

(especialmente los árabes) se invirtió en el sistema financiero internacional; los "petrodólares" se canalizaron como crédito a algunos países como México con el fin de acelerar proyectos de desarrollo en infraestructura. Por otro lado, se presentó una fase recesiva en países como Estados Unidos, en donde la inflación y las tasas de interés domésticas comenzaron a elevarse a niveles inéditos.

Los desajustes en la balanza de pagos y la recesión doméstica impulsaron a los países industrializados a desarrollar una estrategia económica para revertir los efectos de alzas drásticas en los precios de las materias primas. Se sentaron así, las bases para una política económica internacional dirigida al abatimiento de la inflación y a la liberalización de los mercados mundiales.

Como hemos visto hasta aquí, es claro que el SMI instaurado desde 1944 funcionó bien a lo largo de más de dos décadas y ello colaboró a la expansión eficiente del comercio y la economía internacionales, mediante la creación de un entorno financiero y monetario suficientemente estable. La cooperación monetaria internacional durante este período fue clara y el papel de liderazgo desempeñado por Estados Unidos logró conducir el proceso de reconstrucción económica de los países industrializados de Occidente con rapidez.

La aparición y acentuación de desequilibrios en las cuentas externas de Estados Unidos, así como el reposicionamiento de las economías de Europa Occidental y el Japón, significaron una sacudida a la base del arreglo monetario de Bretton Woods, el cual tras altibajos de la situación internacional (incremento del déficit externo estadounidense, presiones contra las monedas principales de Europa Occidental, los acuerdos Smithsonian y de Jamaica, la devaluación del dólar) entre 1969 y 1975, finalmente se canceló tácitamente al abandonarse el patrón oro y desmantelarse el régimen generalizado de paridades fijas.

2.- EL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL ACTUAL.

2.1- El Exceso de Liquidez y la Recesión Mundial.

Tras la segunda crisis de los energéticos en 1977, los países industrializados registraron mermas considerables en sus balanzas de pagos. La elevación de los precios en las materias primas significó un aumento correspondiente en los flujos de divisas; Estados Unidos adoptó una política monetaria expansiva que le permitió compensar sus fuertes egresos. Lo mismo sucedió con otros países industrializados.

La política monetaria expansiva aunada a una política fiscal también expansiva en Estados Unidos, buscaba alentar la demanda agregada, pero al mismo tiempo desataba presiones inflacionarias que anulaban en gran medida los efectos positivos de un crecimiento inducido por la vía de la aplicación de instrumentos de política económica. Esto condujo a una clara recesión de la economía de los países industrializados que se agudizó a partir de 1979. Por otra parte, el aumento en los precios del petróleo significó un excedente de liquidez que el sistema bancario internacional canalizó a algunos países en desarrollo como México en forma de crédito. La deuda externa de Latinoamérica y la inflación mundial se incrementaron significativamente entre 1979 y 1982, mientras que la desaceleración y la recesión se hacían notorias con la reducción en la producción y el desempleo creciente.

A partir de 1981 se observó una caída drástica en los precios del petróleo y la ejecución de una estricta política monetaria en Estados Unidos que buscó revertir la inflación y ajustar el valor del dólar para disminuir el nivel del déficit externo. En consecuencia, las tasas de interés domésticas e internacionales se dispararon dramáticamente, lo cual acarreó que el servicio de la deuda externa mundial se incrementara substancialmente en su costo¹. Varios países como México, con una fuerte deuda y una sensible disminución en sus ingresos por exportación de materias primas (cuyos precios se desplomaban), inevitablemente sufrieron problemas de liquidez y crisis de pagos.

La crisis de la deuda y la aplicación de políticas monetarias restrictivas en los países industrializados provocaron una recesión mundial que fue el sello distintivo de los primeros años de la década de los años ochenta. El SMI registró una fuerte inestabilidad en las paridades cambiarias y en las tasas de interés internacionales que generaron una gran incertidumbre sobre el rumbo de la economía internacional.

¹ Dawn, Kenneth... Op. Cit. Pág. 237.

Entonces se discutió acerca de la viabilidad del arreglo monetario logrado en Jamaica (libre flotación administrada en los países industrializados y paridad fija en la mayoría de los países en desarrollo).

2.2- Los Acuerdos de Louvre y de Plaza. La nueva cooperación.

A partir de 1981 en Estados Unidos se alentó una recuperación a través de una flexibilidad fiscal que permitiera mayor inversión. Se dio entonces una tasa de crecimiento importante que repercutió en un incremento en las importaciones que empeoró el nivel de déficit externo en unos cuantos años. A fines de 1984 era evidente la sobrevaluación técnica del dólar y la necesidad de ajustar el tipo de cambio, especialmente con Alemania y Japón, cuyos saldos comerciales con Estados Unidos eran ampliamente superavitarios.

El 22 de septiembre de 1985, Estados Unidos, Japón, Alemania Occidental, Gran Bretaña y Francia (el Grupo de los Cinco o G-5) se reúnen en el Hotel Plaza de Nueva York y acuerdan que el dólar estaba sobrevaluado y decidieron "bajarlo" mediante una intervención "concertada" en el mercado cambiario. Con esto se buscaba reducir desequilibrios en el comercio internacional y presiones proteccionistas; en realidad, el dólar había registrado desde febrero una caída importante en su cotización (de 261 a 240 yenes y de 3.47 marcos a 2.84)².

En el año posterior al Plaza, el dólar cayó lo "suficiente", según estimaron conjuntamente Estados Unidos y Japón, pero dicha caída se acentuó al final de 1986 y esto provocó agrios enfrentamientos entre Washington por un lado y Tokio y Bonn por el otro. Estados Unidos atribuyó la aguda depreciación a la política fiscal restrictiva adoptada por Japón y Alemania (lo que era punto clave de la estrategia de éstos para lograr crecimiento "sano" sin inflación) y querían que éstos compraran más productos estadounidenses. El déficit era insostenible para Washington si no se reducían los saldos negativos de la cuenta corriente estadounidense. Alemania y Japón, en cambio, achacaban el problema al incumplimiento estadounidense en recortar el déficit presupuestal³.

² Chacholiades, Miltiades; "Economía internacional". Bogotá, Mc-Graw Hill, 1982. Pág. 539.

³ Ibid. Pág. 540.

El argumento germano-nipón no era falaz. Desde 1981, Estados Unidos había sostenido su recuperación económica en la aplicación de una flexible política fiscal flexible que alentó una gran inversión privada; sin embargo, el gasto público no se racionalizó con eficacia y esto llevó a un déficit presupuestal explosivo. Al mismo tiempo, el déficit externo sobrevaluaba el dólar; cuando esto se corrigió con la devaluación, se convirtió en una eficaz herramienta de la política comercial estadounidense. Lógicamente, un dólar barato significaba una caída en las exportaciones de Alemania y Japón que no podían permitir aquellos.

La cooperación monetaria se impuso. En febrero de 1987, se llega al Acuerdo del Louvre en la reunión del Grupo de los Siete (G-7), es decir, Alemania, Estados Unidos, Japón, Francia, Gran Bretaña, Canadá e Italia; los principales países industrializados del mundo. Se acordó un régimen de paridad libre-controlada, es decir, mantener la flotación en el tipo de cambio del dólar pero ajustable en forma ordenada, para no entorpecer la economía internacional. Se reconoció el papel indiscutible del dólar como moneda clave del SMI y se decidió eliminar el uso desleal del tipo de cambio como forma de obtener ventaja en la competencia comercial. Como expresión de cooperación monetaria, el G-7 anunció la intervención regulada de sus bancos centrales para ordenar el tipo de cambio del dólar y por lo pronto, comprar masivas cantidades de dólares para elevar su valor.

Japón acuerda desde Plaza flexibilizar su rígida política fiscal y estimular mayores compras de productos estadounidenses. Washington, por su parte, promete reducir su déficit presupuestal y en la consecución de esto se ha visto en lo sucesivo un esfuerzo consistente. En el apartado 2.4.2 ilustramos con varios cuadros el reposicionamiento económico de Alemania y Japón, de tal modo que pueda comprenderse con mayor claridad inclusive lo que se trata en el presente apartado.

Los acuerdos de Plaza y de Louvre reflejaron un esfuerzo entre los países más industrializados para sostener en pie al SMI que permitía la reproducción eficiente de las condiciones materiales de existencia de sus respectivas sociedades. Sólo la cooperación monetaria y la ratificación del dólar como su eje lograrían evitar un nuevo colapso que pusiera en jaque la economía internacional. En estos acuerdos no contaron destacadamente las necesidades de los países en desarrollo.

2.3- La Crítica Coyuntura del Dólar entre 1986 y 1994.

Tras la celebración del Acuerdo de Jamaica en los años setenta, varios analistas sostuvieron que las tenencias en dólares de varios países observarían una clara tendencia a la disminución, como resultado de dos factores: el progresivo declive de la presencia de Estados Unidos en el plano económico internacional y la suspensión de la convertibilidad base del dólar con el oro. Se creyó en un principio que esta moneda no se desempeñaría por más tiempo, como una moneda clave del SMI, puesto que era más factible que no fuese una sino varias monedas las que rigieran en las transacciones internacionales.

La realidad se mostró muy pronto. Las tenencias en dólares no sólo no disminuyeron, sino que se incrementaron y se intensificó el uso de esa moneda en la economía internacional. Si bien Estados Unidos experimentó una paulatina disminución en su presencia económica en el exterior, lo cierto es que ello aconteció en una medida relativa, puesto que siguieron manteniendo una cuarta parte del mercado mundial, constituyéndose en el principal importador y exportador en números absolutos. Por otro lado, fue claro que pese al reposicionamiento de las economías alemana y japonesa, sus monedas no gozaron de la misma aceptación y confiabilidad internacionales como medio de pago, aunque se erigieron como monedas de reserva y en tal sentido, continúa incrementándose su importancia mundial.

Alemania y Japón mismos se interesaron en fortalecer al dólar como moneda clave del SMI, sin por ello dejar de promover sus propias monedas, que en el ámbito regional vieron incrementar su influencia. En este sentido, el dólar se consolidó como la principal moneda de reserva. Ante ello, las tenencias de esa moneda en los bancos, empresas, gobiernos e individuos han aumentado substancial e ininterrumpidamente a lo largo de los últimos años. A precios constantes de 1970, los saldos nominales de reservas en dólares de los bancos centrales de los países en desarrollo crecieron en más de 350% hacia 1985⁴.

La economía estadounidense había registrado una clara recesión a fines de los años setenta, lo que implicó una baja sensible en la demanda interna y ello significó una contracción del mercado. Esto generó iliquidez hacia el interior de Estados Unidos y de los principales países industrializados: sólo hasta 1981, cuando los precios de las materias primas comenzaron a declinar (especialmente el petróleo) y se implementaron políticas fiscales flexibles en varios países

⁴ Johnson, Harry; *"The problems approach to international monetary reform"*. Chicago, University of Chicago, International Standard Book, 1990. Pág. 30.

(particularmente Estados Unidos), se alentó una recuperación económica que se tradujo en una mayor demanda efectiva.

Esta situación de crecimiento económico en Estados Unidos inducida por la vía de la flexibilización fiscal (exenciones, reducciones en los impuestos a la renta y cancelación de adeudos con el fisco) provocó una fuerte agudización de los déficits público y comercial. Este país importaba cada vez en mayor medida de lo que exportaba y eso se hizo más notorio a partir de 1985. Las condiciones estructurales subyacentes de la economía estadounidense (fuerte orientación al consumo interno, insuficiente productividad del valor agregado y escaso énfasis en la promoción del sector externo) se contraponían con la tendencia en la economía internacional: creciente fuerza del sector externo como impulsor de la expansión económica.

Alemania y Japón concentraron su mayor vigor en la producción orientada a la exportación, de este modo se convirtieron proporcionalmente en los mayores exportadores del mundo (Véase cuadro 10). El comercio internacional registró una clara expansión en su volumen sin que el comercio exterior de los Estados Unidos presentara algún signo positivo en el deteriorado saldo de la balanza de pagos. Dicho en otros términos, la economía estadounidense se tornó deficitaria con respecto al exterior sin que existiese alternativa inmediata para revertir esa situación. Los desequilibrios comerciales negativos de Estados Unidos con Japón y Alemania fueron acentuándose entre 1985 y 1994.

Los niveles del déficit llevaron a una fase devaluatoria del dólar con respecto a las otras monedas "duras"; el peligro de que se llevara a esta moneda incluso hacia una virtual subvaluación que permitiera un despegue de las exportaciones estadounidenses (y esto era abiertamente propuesto por varios analistas) alarmó a los estrategas de los demás países industrializados que vieron en esa inestabilidad de la paridad del dólar una amenaza para el SMI, un posible freno a la expansión del comercio mundial y una drástica caída en las exportaciones a Estados Unidos y esto afectaba principalmente a Japón y Alemania.

Por lo anterior, aunado a lo impredecible que sería un SMI sin una moneda clave sólida y la inviabilidad técnica de sustituirla por otra moneda distinta al dólar, era necesario adoptar acuerdos que impidieran un derrumbe en el valor del "billete verde" estadounidense. Los acuerdos de Plaza y de Louvre en 1985 y 1986 respectivamente, intentaron poner un "ancla" a la volatilidad del tipo de cambio del dólar a través de la cooperación monetaria dentro del G-7, instrumentando mecanismos de control. En esto abundaremos después.

Entre 1986 y 1994 fue claro que los niveles del tipo de cambio de la moneda clave no correspondían con su actividad exportadora. La balanza de pagos estadounidense registró un creciente déficit con el exterior que Washington financiaba con una moneda sobrevaluada inicialmente y que para corregirlo se requería de una devaluación mediante un incremento en las tasas de interés. El uso del tipo de cambio para regular la balanza de pagos no era novedoso como instrumento en sí mismo; la diferencia residía en este caso en la trascendencia del dólar, por su papel en la economía internacional. No era deseable que Estados Unidos manejaran unilateralmente el tipo de cambio, pues ello implicaba serias repercusiones para el resto del mundo.

La inestabilidad en el tipo de cambio del dólar durante este lapso (1986-1994) estuvo ligada a la balanza de pagos estadounidense, alemana y japonesa. Los enormes superávits comerciales de los dos últimos países les permitieron acumular mayores tenencias en dólares que presionaban periódicamente su cotización a la baja o en ocasiones (si los intereses primarios en Estados Unidos se elevaban) al alza. La fluctuación en el valor del dólar se acentuaba en determinados lapsos, al igual que las otras monedas "duras" como el marco, el yen, el franco francés y la libra esterlina. La inestabilidad cambiaria y de tasas de interés fue el signo distintivo de este período, traduciéndose en una evidente inestabilidad del conjunto del SMI.

2.4- Factores Determinantes del SMI Actual.

2.4.1- Déficit Externo y Política Monetaria de Estados Unidos.

Anteriormente, al analizar el SMI de principios de los años setenta, observamos cuán determinante fue el nivel del déficit externo de Estados Unidos para finalizar el arreglo cambiario vigente desde 1944. Como pudimos ver, por una decisión unilateral de Washington se terminó con el régimen de paridades fijas, debido al gran desequilibrio negativo que Estados Unidos tenía con el exterior y la imposibilidad de financiarlo. Tomando en cuenta que el mercado estadounidense era el más grande del mundo, es fácil comprender por qué un desequilibrio grave de dicho mercado con respecto a su cuenta externa perjudicaba al resto de la comunidad internacional. El déficit estadounidense se constituyó en uno de los mayores problemas de la economía internacional de los setenta.

La adopción de un régimen de flotación logró suavizar los efectos inflacionarios de las crisis petroleras de 1973 y 1979, pues éstas provocaron un excedente cuantioso de divisas que implicaban una burbuja inflacionaria disipada mediante una depreciación del dólar y una elevación de las tasas de interés. De este modo, se intentaba racionalizar el déficit, lo que se consiguió parcialmente; después de 1980, el déficit estadounidense volvió a crecer mientras que el dólar se apreciaba simultáneamente.

El explosivo déficit era insostenible al promediar la década de los años ochenta. Entre 1985 y 1988 se dio (como ya lo hemos visto) un descenso en la cotización del dólar en los mercados cambiarios para revertir el abultado saldo negativo en la balanza de pagos: una caída demasiado pronunciada en la paridad de la moneda estadounidense era un obstáculo para las exportaciones de los países industrializados. Por eso, la utilización del tipo de cambio como herramienta para corregir el déficit no era bien vista por Alemania; esto llevó a la negociación en el foro del Hotel Plaza, por iniciativa de Tokio.

El tema del déficit estadounidense se convirtió nuevamente en punto toral de la agenda económica internacional. A todas luces era inviable sostener el ritmo del endeudamiento externo que Estados Unidos contraía por la vía de su déficit en balanza de pagos, pero tampoco era pertinente el intento de corregirlo mediante un "abaratamiento" excesivo de su moneda, puesto que ésta, en su calidad de moneda clave del SMI afectaría el comercio y las balanzas de pagos del resto de los países.

Al igual que en los años setenta, un desequilibrio externo acentuado de Estados Unidos supone un financiamiento por parte del resto del mundo vía utilización intensiva de una moneda sobrevaluada en exceso que vulnera a la larga la expansión del comercio, "enauiciándola" con una oferta estimulada en demasía. Por otro lado, una radical corrección del déficit significa un descenso importante en las exportaciones a Estados Unidos y una contracción en ese mercado que representa entre el 20 y 25% del consumo mundial⁵.

El déficit estadounidense es un problema harto complejo. Presenta varias aristas de índole doméstica, pero en el caso que nos ocupa (las implicaciones internacionales), la cuestión es en apariencia más simple: Estados Unidos no cuenta con mayores opciones, exporta más o importa menos o ambas cosas. En realidad, la economía estadounidense ha sometido su dinámica exterior a un férreo control, en donde sí puede maniobrar con mayor margen. La política monetaria que conduce la Reserva Federal ha logrado influir crecientemente en el desempeño económico

⁵ Daw, Kenneth... Op. Cit. Pág. 114.

externo de Estados Unidos a través de su política de tasas de interés. Veremos esto un poco más adelante.

En años recientes han destacado los debates que han sostenido los estadounidenses con los alemanes y los japoneses. Se coincide en lo referente a la importancia del déficit de Estados Unidos, pero mientras que éste exige que Alemania y Japón reduzcan su elevado superávit comercial mediante un aumento en sus importaciones de productos estadounidenses, Bonn y Tokio exigen que Estados Unidos reduzca su déficit incrementando su productividad y racionalizando ligeramente su consumo (aunque en realidad, esta última alternativa no les convenga mucho a las dos potencias europea y asiática en el corto y mediano plazos).

Washington sostiene que en caso de un conflicto comercial grave con Alemania y Japón, Estados Unidos sería el que menos resentiría los efectos que se derivarían, puesto que su economía depende en menor medida del sector externo que los otros dos países. En efecto, esta afirmación es básicamente cierta, pero es insoslayable el hecho de que la economía estadounidense no puede sustraerse de la tendencia globalizadora y es correcto aseverar que cada vez muestra mayor interdependencia con el exterior; dicho en otros términos, el sector externo observa un aumento en su participación dentro de la economía de Estados Unidos. No sería lógico que el país que mayor esfuerzo ha dedicado a promover la apertura comercial y la orientación de las economías locales hacia la exportación no ingresara a la dinámica de la globalización.

De la misma forma, la política monetaria de la Reserva Federal en Estados Unidos alcanza una gran influencia sobre el resto del mundo. Desde los años setenta fueron notables los efectos de modificaciones en las tasas de interés domésticas en ese país sobre el resto del mundo; en los años posteriores esto ha permanecido e incluso se ha agudizado en ciertos aspectos. Si, por ejemplo, se produce la decisión de elevar las tasas de interés, ello encarece el crédito interno y desacelera la demanda agregada, contrayendo el mercado y lógicamente, reduciendo el ritmo de las importaciones. Tradicionalmente, éstos son los efectos de un aumento en las tasas de interés de un país altamente importador.

La política monetaria, entendida como el conjunto de acciones orientadas a regular eficazmente la oferta y demanda monetarias y lograr la estabilización del valor de la moneda⁶, maneja diversos instrumentos para conjurar presiones inflacionarias. A partir de los años ochenta prevaleció en las autoridades monetarias

⁶ McCallum, Bennett; *Monetary Economics: Theory and Policy*. New York, Mc Millan editions, 1989. Pág. 23.

estadounidenses el criterio de impedir la formación de burbujas inflacionarias; la experiencia de los años setenta enseñó que altos niveles de inflación suelen distorsionar demasiado el entorno macroeconómico e inhibir el desarrollo productivo. Se llegó entonces al consenso entre la Reserva Federal y el Departamento del Tesoro de estimular un crecimiento económico sano, que no generase inflación; para ello se decidió ejecutar una política monetaria consistente y en plena conjugación con una política fiscal más flexible. Con algunas variantes, el criterio de preservar una política monetaria sumamente ajustable a situaciones de excesiva o muy baja demanda agregada, se ha mantenido y según parece, "institucionalizado", lo cual hace del combate a la inflación un objetivo permanente.

Sin embargo, las consecuencias internacionales de la política monetaria de Estados Unidos se multiplicaron durante los años ochenta y continúan observándose en la actualidad. Por un lado, se tiene que el aumento de las tasas de interés por parte de la Reserva Federal encarece el servicio de parte importante de la deuda documentada que varios países en desarrollo tienen con el Tesoro estadounidense, con ciertos bancos o con la misma Reserva; esto es ciertamente grave, ya que al aumentar el servicio de la deuda es necesario transferir más recursos por este concepto y distraerlos de eventuales inversiones para activar la economía interna de los países en desarrollo, lo que se refleja en una inevitable astringencia financiera; ésta es en sí una seria limitante para la salud económica y el progreso de los países considerados como "pobres".

Un efecto internacional más de la política monetaria estadounidense -uno de los de mayor trascendencia en los últimos años- se percibe en la orientación de los flujos de capital; al elevarse las tasas activas de interés ("premio" o rendimiento a los tenedores) de los bonos del Tesoro (Treasury Bonds), se estimula una tendencia a invertir en papeles gubernamentales de Estados Unidos, lo que equivale a una poderosa presión sobre los mercados voluntarios de capital del resto del mundo para que en similar o mayor proporción a la Reserva Federal, incrementen las tasas activas en sus respectivos títulos y papeles. Aunque no es necesariamente automático que al registrarse una elevación en los "premios" a papeles de la Reserva se deban aumentar los de otros países, es innegable que bajo determinadas circunstancias varios países (entre ellos México) quedan en desventaja ante Estados Unidos para atraer inversionistas a sus mercados de dinero.

No cabe duda acerca de la equilibrada competencia entre los países industrializados en lo que respecta al atractivo de sus mercados voluntarios de capital: en este sentido, Estados Unidos no es el único país cuya política monetaria alcanza una gran influencia sobre otros países. Las decisiones del banco central alemán (Bundesbank) repercuten seriamente en los demás integrantes de la Unión

Europea⁷; incluso, en 1992 y 1993, la elevación de las tasas de interés "repo" y "lombarda" en Alemania originaron el derrumbe del mecanismo europeo de paridades cambiarias (MEPC) con la devaluación en cadena de varias monedas locales. Igualmente, la política monetaria alemana, sobre la sólida base de poseer la principal moneda "dura" de Europa, lleva la directriz en el proceso de unificación monetaria, fase culminante de los acuerdos de Maastricht. Lo mismo acontece con Japón y su influencia en el área yen.

Sin embargo, la influencia de la política monetaria de Estados Unidos es mucho mayor en prácticamente todo el mundo. Cuando la Reserva incrementa sus tasas de interés, se ha observado que se genera mayor presión sobre las tasas alemanas que lo inverso. Normalmente, es el Bundesbank quien trata de ajustar o variar su política con relación a las disposiciones adoptadas por la Reserva Federal de Estados Unidos; una de las razones de ello estriba en el hecho de que varios inversionistas alemanes son tenedores de bonos estadounidenses. En el resto de los mercados de dinero del mundo son previsibles las reacciones prontas a las acciones de la política monetaria estadounidense; un repunte en las tasas de interés obliga a realizar medidas de cobertura ante posibles disminuciones en los inlfujos de capital líquido, lo cual tiene efecto sobre el mercado de dinero y de capital.

Como veremos más adelante, para tener competitividad en los mercados financieros, los países en desarrollo deben ofrecer mayores rendimientos a los tenedores de sus títulos de deuda, debido a que sus economías de desempleañ bajo contextos de mediano y alto riesgo (aunque algunos países latinoamericanos están en vías de calificar como opciones de "bajo riesgo"), además de regular o baja confiabilidad en su política económica⁸. Aunque en algunos de esos países se han logrado importantes avances en materia de saneamiento de sus finanzas públicas y han encauzado la reforma para instaurar plenas economías de mercado, esto no ha sido suficiente para contrarrestar la vulnerabilidad que exhiben ante vaivenes en los principales indicadores internacionales de referencia. Cualquier cambio en las tasas de interés estadounidenses orienta la política monetaria de varios países en desarrollo en un sentido u otro; la desventaja pues, es de éstos en la desigual competencia por atraer capital en los mercados voluntarios.

Queda claro que el nivel del déficit externo de Estados Unidos influye en alguna medida sobre la política monetaria que instrumenta la Reserva Federal. También, las variaciones en las tasas de interés que se dan en dicho país afectan irremediabilmente las expectativas de corto plazo en los rendimientos ofrecidos por

⁷ Serler Albring, Ursula; "*Dos velocidades en Europa*". México, IEPES, 1993. Pág. 242.

⁸ Sprinkel, Clark; "*Dinero y mercados financieros: un enfoque monetario*". México, CEMLA, 1979. Pág. 70.

los papeles de deuda de los demás países, ya sea en forma de presión a la alza o bien, de alivio para su reducción. Por ende, la gran influencia que tienen el déficit externo y la política monetaria estadounidenses sobre los mercados de dinero del mundo (particularmente los de aquellos países que resienten mayor debilidad por su extrema dependencia de los flujos de inversión foránea) constituye un rasgo muy importante del SMI actual.

2.4.2- Los Reposicionamientos económicos de Alemania y Japón.

Al concluir la Segunda Guerra Mundial, las economías de Alemania y Japón habían quedado virtualmente destruidas. El desplome real en sus respectivos productos internos (11 y 15%)⁹ había sido dramático y requerirían de grandes volúmenes de inversión y severa disciplina en el ejercicio del gasto gubernamental para reconstruir y reparar la planta productiva, recuperar los niveles de demanda efectiva y reactivar los mercados. Con la asistencia financiera de Estados Unidos y la aplicación de políticas económicas dirigidas a elevar la producción y el ahorro interno, las economías alemana y japonesa lograron en poco tiempo salir de su deteriorada situación de emergencia y reapuntalar sus procesos económicos.

La recuperación económica de Alemania y Japón fue rápida e incluso se perfilaron como la segunda y tercera potencias más industrializadas de Occidente. Esto era evidente desde los años sesenta, cuando en función del vigor de sus plantas productivas y la calidad de sus productos, vieron incrementar substancialmente sus exportaciones al mismo tiempo que reducían sus importaciones, comenzando a registrar crecientes superávits comerciales que mejoraron la posición de sus respectivas balanzas de pagos.

La salida de esa etapa de recesión económica se consiguió como resultado del aumento de la productividad y competitividad de los productores alemanes y japoneses. Pero esto no basta para explicar la recuperación; es preciso mencionar que el despliegue de las virtudes de los procesos productivos de ambos países fue favorecido por una política económica dirigida a promover ampliamente la inversión y a estimular la demanda, buscándose el fortalecimiento del mercado interno en lo inmediato, para después estimular las exportaciones con disposiciones de política fiscal. Un entorno de economía en expansión sólo podría sostenerse con una política monetaria consistente; por ende, durante este período (1948-1960) se mantuvieron

⁹ Stevenson, James: *"Economics Statistics and Political Analysis"*. New York, Economics Press, 1987. Pág. 82.

bajas tasas de interés y un tipo de cambio sumamente competitivo (el cual presentaba un fuerte componente de subvaluación técnica)¹⁰.

De este modo, Alemania y Japón complementaron eficazmente sus políticas monetaria y fiscal para impulsar el modelo de recuperación económica sostenida en un sólido sector exportador; desde entonces, el sector externo cuenta con una gran proporción dentro del PIB de ambos países. Por esto, es entendible que el auge exportador de Alemania y Japón no fuera efímero ni frágil, puesto que no se impulsó sólo por factores coyunturales ni por la utilización específica de alguna herramienta de política monetaria o fiscal, sino a través de la aplicación sistemática de una política integral que apuntalaba a las exportaciones como el principal sostén de la expansión económica.

La tendencia que llevó al reposicionamiento económico de Alemania y Japón no sólo no se revirtió sino que se profundizó. El creciente superávit comercial que ambos países registraron durante los años sesenta se dio a la par del también creciente déficit estadounidense; inevitablemente, ello provocó una desalineación en los tipos de cambio entre el dólar por un lado y el marco y el yen por el otro, suscitándose presiones de Washington para que Bonn y Tokio realinearán sus respectivas monedas frente al dólar y que tras el fracaso de diversos intentos para salvar el SMI (como ya lo revisamos más ampliamente en el capítulo I) vigente desde 1944, finalmente se abandonó por completo en 1973. Es importante señalar que si bien en 1969 revaluaron sus monedas, ambos países dejaron de apoyar la cotización del dólar en sus mercados cambiarios y esto precipitó en gran parte la liquidación del régimen de paridades fijas.

En los años posteriores a 1973, Alemania y Japón han fortalecido su posición como segunda y tercera economías más industrializadas y principales exportadores a nivel mundial. Aunque han observado altibajos en la evolución de sus indicadores macroeconómicos (reducciones en el margen del superávit comercial, "burbujas" inflacionarias, cierta inestabilidad en el tipo de cambio, recesión en el mercado doméstico)¹¹, lo cierto es que su fuerza como principales países industrializados del mundo (después de Estados Unidos), está sobradamente consolidada. Alemania es el más grande exportador y Japón es el principal financiero del mundo (los 10 principales bancos son japoneses). Véanse los Cuadros 6-12.

¹⁰ Tamagna, Frank: *Formulación y Ejecución de la política monetaria*. México, CEMLA, 1964. Pág. 93.

¹¹ Véase sobre este asunto a Bluck, Fred... Op. Cit. Primera Parte.

CRECIMIENTO DEL PIB
(Cuadro 6. Dado en términos porcentuales con respecto al año anterior)

PAIS	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
E.U.	2.5	-0.5	1.6	-2.2	3.9	6.2	3.2	2.9	3.1	3.9
ALE.	4.0	1.0	0.1	-1.1	1.9	3.1	1.8	2.2	1.5	3.7
JAP.	5.5	3.6	3.6	3.2	2.7	4.3	5.0	2.6	4.1	6.2

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1993).

Como podrá notarse, Japón exhibió el mejor crecimiento sostenido en estos años y proyectar una economía más sólida hacia los años noventa. Estados Unidos y Alemania registraron una evolución inestable en su PIB. Igualmente, tenemos que a partir de 1982 se logra una corrección eficiente en los niveles del déficit fiscal de Alemania y Japón con respecto a Estados Unidos, aunque éste también lograra inducir una tendencia descendente. La aplicación de una política fiscal restrictiva tuvo resultados positivos.

GOBIERNO CENTRAL: FINANZAS PUBLICAS Y DEFICIT FISCAL
(Cuadro 7. Dado en términos de porcentaje con respecto al PIB)

PAIS	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
E.U.	-1.48	-2.88	-2.86	-4.02	-6.11	-4.82	-5.34	-5.04	-3.31	-3.23
ALEM.	-1.99	-1.83	-2.37	-2.02	-1.98	-1.85	-1.10	-0.91	-1.08	-1.70
JAP.	-7.25	-6.88	-3.45	-6.43	-6.80	-5.67	-4.82	-4.72	-3.45	-2.58

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1993).

INVERSION COMO PORCENTAJE DEL PIB
(Cuadro 8)

PAIS	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
E.U.	21.9	20.0	20.9	18.4	18.4	21.2	20.1	19.4	18.9	18.4
ALE.	23.3	23.3	20.8	19.3	20.2	20.2	19.5	19.4	19.2	19.9
JAP.	32.5	32.5	31.1	29.9	28.1	28.0	28.2	27.8	28.7	30.6

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1993).

Como podemos ver, los niveles de inversión de Japón son muy elevados y explican el dinamismo de su economía con respecto a Estados Unidos e incluso

Alemania. Mientras que por otra parte, los niveles de consumo son verdaderamente ilustrativos acerca de la tendencia en cada país a fortalecer uno u otro lado de la economía (oferta o demanda) y nos permiten comprender el alcance de las políticas restrictivas que Alemania y Japón instrumentaron en la primera mitad de los años ochenta; Japón destaca por sus relativamente bajos niveles de consumo, que al combinarse con elevados grados de inversión les permitió potenciar debidamente a su economía

CONSUMO COMO PORCENTAJE DEL PIB

(Cuadro 9)

PAIS	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
E.U.	79.1	80.6	79.6	82.3	83.1	81.5	82.6	83.7	84.2	83.8
ALE.	75.7	76.8	78.1	78.1	77.3	78.7	76.4	74.6	75.2	74.3
JAP.	68.4	68.7	68.1	69.3	70.2	69.2	68.5	68.2	68.2	67.1

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1993)

BALANZA COMERCIAL

(Cuadro 10. Dado en miles de millones de dólares)

AÑO	ESTADOS UNIDOS	ALEMANIA	JAPON
1979	-27,450	16,477	1,740
1980	-25,510	8,683	2,130
1981	-26,019	16,083	19,960
1982	-36,480	24,730	18,080
1983	-67,090	21,434	31,460
1984	-112,480	22,147	44,260
1985	-122,180	28,579	55,990
1986	-148,080	55,752	92,820
1987	-159,580	70,204	96,420
1988	-126,960	79,771	95,000

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1993)

Es interesante la evolución en los saldos comerciales de Estados Unidos, los cuales eran crecientemente negativos, mientras que la de sus dos principales competidores registraban un superávit explosivo. También se registró un dramático cambio en el saldo de la cuenta corriente de Estados Unidos, el cual manifestó un fuerte crecimiento negativo. Mientras tanto, Alemania y Japón corrigieron eficientemente sus saldos negativos de comienzo de la década y lograron un superávit muy cómodo que les brindó un mayor margen de maniobra en sus respectivas políticas económicas.

BALANZA DE CUENTA CORRIENTE
(Cuadro 11. Dado en miles de millones de dólares)

AÑO	ESTADOS UNIDOS	ALEMANIA	JAPON
1979	200	-5,467	-8,740
1980	2,250	-13,759	-10,750
1981	5,051	-3,343	4,770
1982	-11,420	5,008	6,850
1983	-43,650	5,437	20,800
1984	-98,780	9,594	35,000
1985	-121,700	17,023	49,170
1986	-147,460	40,080	85,831
1987	-163,395	46,283	87,020
1988	-126,670	50,764	79,610

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1993)

BALANZA DE CUENTA DE CAPITAL
(Cuadro 12. Dado en miles de millones de dólares)

AÑO	ESTADOS UNIDOS	ALEMANIA	JAPON
1979	9,755	2,377	-4,398
1980	-11,310	-1,188	15,776
1981	-6,293	4,907	-1,134
1982	13,449	-2,084	-11,555
1983	39,596	-6,866	-19,980
1984	99,476	-10,733	-32,880
1985	127,495	-16,131	-49,754
1986	113,678	-36,540	-70,991
1987	108,537	-25,933	-49,081
1988	90,400	-69,191	-83,093

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1993)

En el cuadro anterior tenemos los elementos que nos permiten comprender cómo Estados Unidos ajustó su balanza de pagos y compensó el fuerte saldo negativo de la cuenta corriente; sencillamente incrementaron ampliamente sus ingresos de capital (sobre todo a través de los mercados de dinero y de capital) y se abrieron a la inversión foránea en la mayoría de sus sectores económicos. Inversamente, Alemania y Japón pudieron colocar sus voluminosos excedentes de la cuenta corriente en inversiones en el exterior, principalmente en Estados Unidos (De ahí el excelente saldo que registró dicho país en su cuenta de capital).

Es insoslayable el hecho de que tanto alemanes como japoneses cuentan con mayor liquidez en sus respectivas economías que los estadounidenses. Este amplio margen de maniobra para el financiamiento se deriva de una mejor posición de la balanza de pagos y un considerable ahorro interno, así como de la aplicación rigurosa de una política monetaria más consistente. Obviamente, disponer de amplia

liquidez fortalece la posición económica de cualquier país y en este caso, Alemania y Japón la tienen, consiguiendo con ello negociar en mejores condiciones sus intereses en los distintos foros económicos internacionales de carácter bilateral o multilateral.

El superávit de estos dos países les permite disponer de un excedente importante de divisas que invierten en el exterior, principalmente en países industrializados, por ejemplo, destacan como inversionistas en el mercado estadounidense. De la misma forma, el amplio superávit fortalece sus respectivas monedas, haciendo de ellas las dos divisas más utilizadas después del dólar en la economía internacional. Su influencia sobre los mercados de capital del mundo es cada vez mayor; incluso, una proporción importante de la deuda global contratada está en marcos y yenes (según estimaciones, alrededor de 36% hacia 1994)¹².

Las dimensiones de sus economías y la fortaleza del marco y del yen le confiere a sus países un papel de liderazgo en la conducción de sus procesos económicos regionales. Alemania traza (al menos en los aspectos de mayor trascendencia) las directrices en el proceso de unificación monetaria dentro de la Unión Europea y queda clara que el Bundesbank fija indirectamente en gran medida el rumbo de las políticas monetarias de los demás países integrantes, dado que Alemania posee el mercado más amplio y que invierte y financia en mayor grado a dichos países. Por su parte, Japón domina el sureste asiático, erigiéndose en el principal impulsor de los esquemas de estrecha cooperación compleja entre los países de la región; Japón ha invertido una gran cantidad de capital en las plantas productivas de sus vecinos y sostiene una intensa relación financiera con dichas economías. Las áreas marco y yen están plenamente consolidadas.

Los conflictos entre los tres principales países industrializados por cuestiones comerciales han sido constantes. La solución al déficit que Estados Unidos tiene con Alemania y Japón es visualizada en forma distinta, según explicamos en el inciso anterior; empero, si algo ha quedado claro desde 1986 -cuando se firmó el Acuerdo del Louvre- es que Bonn y Tokio han apoyado al dólar como moneda clave del SMI y han mostrado escaso interés en modificar tal situación, aunque no por ello han dejado de impulsar el fortalecimiento de sus propias monedas a través de la extensión de créditos a varios países, inversión abundante en valores de los mercados internacionales de dinero y acumulación externa de divisas (es decir, que en el exterior se tomen al marco y al yen como monedas de reserva).

¹² FMI; "Estadísticas Financieras Internacionales". Washington, 1992. Pág. 136.

Estas diferencias -y muchas más en varios ámbitos- obedecen esencialmente al esfuerzo de los tres países por hacer que el modelo propio de cada uno domine sobre los demás. Si bien el lector tendrá la oportunidad de abundar en otros estudios sobre varios de los puntos aquí revisados, se trasluce un problema de carácter estructural: la economía estadounidense está orientada fundamentalmente al consumo interno (lado de la demanda), mientras que los mercados alemán y japonés apuntalan la producción (lado de la oferta); estas peculiaridades llevan a cada uno de estos países a darle prioridad a determinados aspectos en sus políticas monetaria y fiscal¹³.

De cualquier modo, estas tres potencias son las que proveen de liquidez a las finanzas internacionales y sus monedas son la principales en el SMI. Cualquier conflicto entre ellos tiene repercusiones para el resto del mundo; por esto, sus arreglos también operan en gran medida el sentido de la oferta monetaria internacional. Podríamos afirmar que estos países son los "pistones" que generan la "fuerza motriz" de la economía mundial. El reposicionamiento de Alemania y Japón constituye un factor decisivo en el SMI actual y delinea el horizonte de una economía con tres hegemonías, tres grandes zonas de influencia que habrán de interactuar constantemente.

2.4.3- La evolución del comercio internacional.

Es importante abordar rápidamente la cuestión del comercio internacional. El volumen de comercio entre el conjunto de países mantuvo un crecimiento constante a lo largo de los años ochenta y en lo que va de los noventa, sin que esto podamos calificarlo de "explosivo"; esto fue consecuencia lógica del crecimiento mundial en el producto bruto, el cual, si bien disminuyó su ritmo en comparación a las décadas previas, por otro lado notamos que la interdependencia se acrecentó incluso para los países cuyos mercados internos eran considerados como "cerrados". La tendencia generalizada hacia la globalización de los mercados impulsó a la mayoría de los países a iniciar procesos de reforma económica estructural que tienen en la apertura comercial uno de sus elementos básicos.

En este contexto, la negociación multilateral para expandir el libre comercio se desarrolló con nuevos bríos; aunque efectivamente se registraron varias "trabas" que retardaron el éxito de las negociaciones, la Ronda Uruguay concluyó finalmente en 1993, asegurándose el nacimiento de la Organización Mundial del Comercio

¹³ Véase sobre este asunto a Klein, Lawrence; *"La economía de la oferta y la demanda"*. México, FCE, 1990. Capítulo I.

(OMC) y la desaparición del Acuerdo General de Aranceles y Comercio (AGAC). Así pues, el impulso que a nivel gubernamental recibe el libre comercio es poderoso. Al mismo tiempo, la integración de zonas de libre comercio en varias regiones del mundo y su consolidación no hacen sino vigorizar la tendencia a la liberalización, sin que podamos ubicar algún signo claro de que esto pueda revertirse.

Conviene detenerse un poco en lo referente a la estructura del comercio internacional. Desde el comienzo de la década de los años ochenta, los precios de las materias primas han ido paulatinamente en descenso (aunque se han visto altibajos y caídas abruptas como el caso del petróleo) y simultáneamente ha aumentado la proporción de los productos con elevado valor agregado dentro de la composición del comercio. De esto se desprende que el precio de un producto se basa sobre todo en la parte del conocimiento aplicado, disminuyendo la de la materia básica de formación. Aquí se trasluce una característica de la economía internacional actual, que privilegia la parte del conocimiento sobre la mano de obra y la materia prima. En consecuencia, los costos de producción son mayores en el rubro del valor agregado "intelectual" que en el del insumo, sea primario o intermedio o el de la mano de obra convencional¹⁴.

Igualmente, tenemos que el rubro de servicios ha visto aumentar su importancia dentro del comercio internacional. Tomando en cuenta que la complejidad de los procesos productivos no cesa de incrementarse con la constante incorporación de elementos tecnológicos dirigidos a volver eficientes dichos procesos y a elevar la productividad del valor agregado, los servicios conexos de carácter factorial podemos incluirlos válidamente dentro del comercio internacional (aunque en rigor, los servicios son agrupados en una cuenta específica para efectos de contabilidad en la balanza de pagos). Los servicios, de este modo, inciden con gran influencia sobre los flujos de divisas y esto en sí mismo, es una variante que imprime un sentido diferente a la evolución del comercio.

La liberalización del flujo de bienes y servicios en cada vez mayores regiones es un rasgo fundamental de la economía internacional actual. El tráfico creciente de bienes y servicios implica una utilización igualmente creciente de divisas. Por lo tanto, la extensión del libre comercio significa una ampliación en la disposición de divisas y ello repercute profundamente en el SMI, debido a que obliga a incrementar la eficacia de los mecanismos de pago y transferencia. La adecuación de esos mecanismos a las exigencias del volumen de transacciones comerciales es un proceso en marcha dentro del SMI; ciertamente, ello implica que los agentes económicos internacionales tengan un grado aceptable de liquidez.

¹⁴ Drucker, Peter: "La economía de símbolos", artículo de Perspectiva Económica, junio de 1986, Washington. Págs: 6-24.

2.4.4- Los Efectos potenciales del modelo de la Unión Europea sobre el SMI.

Un paradigma de sistema monetario internacional lo constituye el proceso que actualmente se desarrolla en la Unión Europea; es interesante analizar la complejidad de los acontecimientos y arreglos que han marcado el rumbo de la unificación económica, política y social. En el ámbito monetario, Maastricht significa la culminación del camino para arribar a la unidad económica prácticamente total.

La unificación de la moneda entre quince países (para dar lugar al "euro") marca un hito en la historia económica mundial. Los problemas para consumar esto han sido múltiples; muchos consideran que en la moneda se encuentra parte importante de la soberanía económica nacional. La moneda local representa un valor genuino de interés nacional y por lo mismo, resulta interesante la polémica suscitada en Europa con motivo de la virtual aparición de una moneda única europea. Las posiciones nacionalista y pro-europea se han radicalizado incluso, pero la voluntad de los gobiernos ha sido en el sentido de hacer avanzar el proceso.

Se han establecido criterios de convergencia (véase el cuadro 13) para los quince países, de modo tal que se obliguen a coordinar óptimamente sus políticas económicas. La mayor influencia sobre el proceso es de la economía alemana; dicho proceso implica cierta cesión de soberanía de los países miembros. Se habla de la existencia de una Europa de "dos velocidades"¹⁵, es decir que algunos integrantes de la Unión Europea están mucho más rezagados en sus variables macroeconómicas como deuda pública, déficit fiscal, inflación y desempleo, por lo que tendrán que ser asistidos por las economías más sanas y grandes, de modo que puedan integrarse sin grandes perjuicios para los demás.

¹⁵ Serler Albring, Ursula... Op. Cit. Pág. 239.

CRITERIOS DE CONVERGENCIA EN MAASTRICHT PARA ARRIBAR A LA UNIÓN MONETARIA EN LA UE
(Cuadro 13. Dado en términos porcentuales)

PAIS	INFLACION	BONOS A 10 AÑOS	DEFICIT PRESUPUESTAL	DEUDA PUBLICA
META SEGUN MAASTRICHT	2.8	8.7	3.0	60.0
ALEMANIA	1.8	6.1	3.8	60.7
FRANCIA	1.8	6.8	4.4	53.2
ITALIA	5.4	11.2	6.3	126.3
GRAN BRETAÑA	2.8	7.5	3.6	53.7
ESPAÑA	4.7	10.0	5.2	66.9
HOLANDA	1.9	6.1	3.0	77.6
BELGICA	1.5	6.7	3.1	132.3
DINAMARCA	2.1	7.2	1.4	73.6
PORTUGAL	4.1	10.0	4.7	71.6
GRECIA	9.3	n.d.	8.3	114.0
IRLANDA	2.5	7.4	2.0	81.3
LUXEMBURGO	2.0	n.d.	-0.6	6.7
FINLANDIA	1.0	7.4	1.5	64.6
SUIZA	2.9	8.8	7.1	84.2
AUSTRIA	2.3	6.5	4.7	70.1

- Los números en *course* indican las cifras que son metas técnicas acordadas en Maastricht para todos los países que habrán de integrar la unión monetaria y que deben cumplir a cabalidad en 1997. Los números de cada país son las cifras que en realidad tienen sus economías al cierre de 1996 y con las cuales el lector podrá comparar su distancia efectiva de las metas oficiales.

- La primera columna se refiere en términos del índice del año pasado, es decir, inflación acumulada hasta diciembre.

- La segunda columna se refiere a la tasa nominal de rendimiento en los bonos a 10 años de los gobiernos de la UE.

- La tercera y cuarta columnas están dadas como porcentaje efectivo del PIB.

Fuente: *Weekly Report*. JP Morgan. New York. Agosto de 1996.

Como notamos en el cuadro anterior, los criterios son estrictos y señalan la necesidad de contar con una economía saludable que no sea una "carga" para los demás países. Grecia, Portugal, Italia y España son los países más alejados de las metas técnicas; en contraparte, los más avanzados son Alemania, Francia, Finlandia, Irlanda y Holanda. Vemos pues, en qué consiste la Europa de las "dos velocidades".

Si bien es difícil pensar que el ejemplo de la Unión Europea en cuanto al proceso de moneda única pudiera trasladarse a otras regiones del mundo, dadas sus peculiaridades históricas, políticas y económicas (incluso culturales), no por ello deja de ser ilustrativo de las tendencias internacionales en materia económica. En Europa existen sobradas razones (fuertes rivalidades históricas, arraigados antagonismos culturales y constantes conflictos de intereses político-estratégicos) que podríamos definir como de carácter "estructural" y que en perfecto sentido de lógica nos harían pensar que es muy difícil culminar exitosamente un proceso de unificación tan complejo como el que presenciamos.

Junto a las razones que acabamos de mencionar se ubican otras sumamente objetivas que obligan a los países a decidirse por lo más conveniente y guiarse por métodos estrictamente pragmáticos. Por esto, vale recordar que fue precisamente en Europa en donde surgió el concepto teórico y el ejemplo práctico del Estado-Nación; su propuesta de unificación económica puede no ser tan "descabellada" para varias regiones del mundo con el paso de los años: el ejemplo del Mercosur no es tan desligado de ello.

Igualmente, también se debe considerar el impacto real que tendrá sobre la economía mundial y el SMI la eventual unificación monetaria de Europa Occidental. El "euro" será una poderosa divisa con enorme influencia sobre el comercio y las finanzas internacionales; en dicha moneda convergerán las fuerzas económicas de cuatro de los integrantes del G-7 (Alemania, Francia, Gran Bretaña e Italia) y quince de los veinticinco miembros de la OCDE. Considerando que sólo la moneda alemana (el marco) rivaliza desde hace mucho tiempo con el dólar estadounidense, no es difícil imaginar la gran competencia entre el "euro", el yen y el dólar.

Apenas cabría dudar de las intenciones de los países miembros de la Unión Monetaria Europea por eliminar o sustituir sus actuales reservas de dólares. Dado el elevado nivel de los montos de reservas europeas, el mercado internacional de divisas sería sometido a una fuerte presión por los dólares que "inundarían" el mercado, presionando simultáneamente la cotización del "billete verde". Si bien es cierto que esta probable eliminación de reservas en dólares por parte de los países europeos se haría mediante ciertos mecanismos que optimizaran el proceso, no deja de ser interesante la suposición. Así pues, tenemos que la Unión Monetaria Europea puede influir como modelo y como actor clave sobre el SMI.

2.5- La Recomposición de la Oferta Monetaria Internacional.

2.5.1- El cambio en las fuentes de liquidez internacional.

Entendemos como liquidez internacional al conjunto de medios de pago aceptables internacionalmente y de inmediata disponibilidad para las autoridades monetarias de cualquier país en caso de necesitar financiar un eventual déficit en la balanza de pagos o bien, para intervenir en el mercado cambiario y estabilizar el tipo

de cambio¹⁶; este concepto es el más común. Al conjunto de medios de pago, sean o no de inmediata disponibilidad (liquidez), lo denominamos como la oferta monetaria internacional.

Poseer liquidez es una necesidad de primer orden en la economía internacional. Los países (gobierno, empresas, bancos, etc.) presentan una constante demanda de medios de pago para liquidar el alto número de transacciones que sostienen en el exterior y por lo mismo, les es imprescindible contar con un suficiente volumen de divisas. La dinámica de la economía internacional, crecientemente compleja en medio del actual contexto de globalización, obliga a los sistemas monetario y financiero a multiplicar la oferta de medios de pago y a optimizar su utilización.

Anteriormente al derrumbe del SMI originado en Bretton Woods, las fuentes de liquidez consistían únicamente en monedas de reserva, oro y ciertos bonos y aceptaciones bancarias. De hecho, los que acabamos de mencionar siguen siendo considerados como fuentes primarias de liquidez. A partir de 1973 fue claro que el sistema económico requería de una ampliación cualitativa de su oferta de medios de pago. Los problemas de liquidez en los años setenta llevaron a la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG's), con los cuales se intentaba mejorar el acceso de los países a través del aumento de los activos de reserva.

La creación de los DEG's fue un evento sumamente novedoso en la historia contemporánea de las relaciones monetarias internacionales. Con estos instrumentos el FMI buscó expandir el comercio y economía mundiales, ampliar la oferta monetaria, eliminar las restricciones cambiarias (como los controles de cambios), asegurar la estabilidad en los mercados de divisas y proceder a ajustes ordenados en los tipos de cambio sólo si era muy necesario, corregir eficientemente los desequilibrios de las balanzas de pagos y evitar el estancamiento y la deflación, así como el exceso de demanda y la inflación¹⁷. Para lograr estos ambiciosos propósitos era prioritario incrementar la utilización de los DEG's y afianzar su carácter de activo de reserva.

Ya mencionamos que las divisas, el oro y los DEG's constituyen las fuentes primarias de liquidez, es decir, una suerte de "base monetaria internacional"¹⁸. Aunque también hemos delimitado el concepto de liquidez internacional, lo cierto es que ésta no tiene una forma concreta de medición. Varios autores consideran que

¹⁶ Buitra, Ariel; *"Reflexiones sobre el sistema monetario internacional"*. México, CEMLA, 1993. Pág. 20.

¹⁷ Ibid. Pág. 24.

¹⁸ Ibid. Pág. 24.

las reservas internacionales son una buena aproximación cuantitativa a la liquidez, pero evidentemente, subsisten elementos cuya medición no es posible mediante instrumentos convencionales. No obstante, las reservas internacionales se mantienen como la primera instancia para proveer de liquidez a cualquier economía nacional.

Tradicionalmente, cualquier país debía acudir a sus reservas internacionales para proveerse de liquidez; por lo tanto, a mayor volumen de reservas, mayor grado de liquidez. En las dos últimas décadas esto se ha modificado; acumular reservas internacionales (divisas, oro y DEG's) no es ya el único camino para elevar la liquidez. Obviamente, sigue siendo importante mantener un buen nivel de reservas, pero ya hay otras vías incluso más efectivas para lograrlo. Como señalamos al principio de este inciso, la dinámica de la economía internacional impulsó el desarrollo de una oferta monetaria más diversificada con ágiles mecanismos de regulación. En estos últimos años (a partir de mediados de los ochenta) se ha considerado que un país tiene liquidez no tanto por el volumen de sus reservas, sino por el potencial acceso que tenga a financiamiento que provenga de los mercados de dinero.

El acceso a los mercados internacionales de dinero significa para cualquier país un buen nivel de aceptabilidad de sus títulos de deuda; una colocación óptima de éstos (rapidez en la venta, plazos medianos y largos de vencimiento y alta cotización en el mercado) garantiza un flujo de capital líquido que provee de liquidez para financiar eficientemente las necesidades de pago¹⁹. Si un país logra acceder en términos adecuados a los mercados voluntarios (mercados de dinero), su solvencia será mayor y podrá equilibrar su balanza de pagos sin adoptar planes de ajuste que incluyen medidas ortodoxas muy severas de restricción en el gasto y que inducen procesos deflacionarios para contraer el consumo y desacelerar la demanda agregada.

El crédito del sistema bancario internacional y la acumulación de reservas están dejando de ser -sobre todo a partir de los años ochenta- las principales vías para el financiamiento externo de los países. En este sentido, las fuentes secundarias de liquidez (es decir, el acceso a los mercados internacionales de dinero) se erigen como las más recurridas opciones para equilibrar la balanza de pagos. Esto implica sensibles cambios en la economía internacional: un acceso eficiente a los mercados de dinero sólo es respaldado por la aplicación interna de una política económica liberal, de saneamiento de las finanzas públicas y un férreo control de la inflación. Los mercados reaccionan, bajo esta lógica, a la ejecución de políticas consistentes o a los virajes en éstas con una enorme rapidez.

¹⁹ Grubel, Herbert: *"The seigniorage problem and international liquidity"*. Pennsylvania, University of Pennsylvania Press, 1988. Pág. 47.

En este momento cabe establecer las diferencias al interior del proceso que revisamos. Es cierto que las fuentes secundarias de liquidez cobran preponderancia sobre las primarias, pero esto no tiene las mismas consecuencias para todos los países, puesto que los altamente industrializados tienen amplia disponibilidad y acceso a las fuentes secundarias, mientras que los países en desarrollo tienen acceso limitado a los mercados de dinero (y son pocos los que lo tienen), por lo que recurren bastante a la acumulación de reservas para financiar sus déficits externos. De la misma forma, dichos países son mucho más dependientes de los flujos externos de capital y ello los hace sumamente vulnerables a cualquier variación negativa en el ingreso de esos flujos.

Por lo regular, los países en desarrollo exhiben fragilidad en el sector externo de sus economías, lo que se traduce en una fuerte dependencia de los capitales foráneos. Como éstos se transfieren cada vez en mayor medida a través de los mercados de dinero, los cuales a su vez se rigen según los indicadores macroeconómicos y por monitoreos acerca de las políticas domésticas de los países que acuden a ellos, se ha propiciado una atmósfera que presiona (entre otros factores) a la introducción de reformas tendientes a instaurar plenas economías de mercado en los países en desarrollo e insertarlos en el proceso de globalización. En consecuencia, los ingresos de capital líquido en estos países depende casi totalmente de las señales enviadas a los mercados internacionales sobre la orientación de los procesos internos de reforma económica.

Bajo esta lógica, la economía de "símbolos" -concepto de Peter F. Drucker- se torna crucial para las posibilidades de tener financiamiento en los países en desarrollo²⁰. La credibilidad en el rumbo de la política económica, la solidez de las instituciones y la estabilidad político-social, son signos de una economía cuya lectura por los mercados es vital para estimular el ingreso de inversión; estos signos o símbolos llegan a incidir aun más que indicadores más tangibles sobre la salud económica de algún país en las fuentes secundarias.

2.5.2- El "señoreaje internacional".

Hemos visto que los países requieren de liquidez en sus finanzas para solventar la transacciones internacionales que realizan, satisfacer eventuales necesidades de intervenir en los mercados de divisas para estabilizar e influir en la cotización de sus monedas para mostrar una posición económica sólida y disponer

²⁰ Drucker, Peter... Op. Cit. Pág. 11.

de una capacidad de acción contingente. esto último significa que al disponer de suficientes reservas o acceso a capital líquido en los mercados de dinero, un país podrá hacer frente a cualquier problema de orden monetario en su balanza de pagos.

Al igual que en los demás ámbitos de la dinámica internacional, existen algunos países que mantienen una posición privilegiada con respecto a los demás en cuanto a las relaciones monetarias. Lógicamente, dichos países "privilegiados" son los más poderosos en el aspecto económico, tomando en cuenta las dimensiones de su PIB, los volúmenes de comercio que manejan y el monto de sus inversiones en el exterior. Pero estas variables no explican por sí mismas la ventajosa posición a la que hacemos referencia; la facultad que tienen algunos países de emitir moneda que alcanza un elevado grado de aceptabilidad en los demás países y que incluso se convierte en un activo de reserva (o moneda de reserva para mayor precisión), se traduce en una ventaja clave para consolidar un papel preponderante de esos países en las relaciones económicas internacionales.

Esta facultad de emitir moneda de reserva ha sido conceptualizada como "señoreaje internacional", el cual constituye uno de los factores más importantes del SMI actual²¹. Técnicamente, el "señoreaje" es el ingreso neto que percibe la autoridad monetaria por la emisión de dinero; esto puede entenderse como el valor presente de los ingresos provenientes de inversiones hechas gracias a la colocación de obligaciones monetarias emitidas, menos la suma del valor presente de los pagos de intereses a los tenedores de las mismas y los gastos de emisión.

En realidad, el "señoreaje" no es un asunto novedoso. Estados Unidos disfrutó del mismo durante la segunda posguerra e incluso, debido en parte a cierto exceso en su utilización, se precipitó la crisis que terminó con el SMI gestado en Bretton Woods. Esto pasó cuando los mercados internacionales se "inundaron" en dólares sobrevaluados que financiaban el abultado déficit de pagos estadounidense; como vimos en el primer capítulo, el resto del mundo absorbía el costo del desequilibrio negativo en las cuentas externas de Estados Unidos al aceptar su moneda como activo de reserva y principal medio de pago en las transacciones monetarias internacionales; incluso, lo sigue haciendo.

Detallando más, diremos que cuando un país emite una moneda que goza de amplia aceptación internacional, que tiene un uso intensivo en los mercados y que los demás países "atesoran" como moneda o activo de reserva, aquél país posee un genuino privilegio que le permite disponer de un amplio margen de maniobra para corregir desequilibrios en su balanza de pagos y consolida su posición en el plano

²¹ Grubel, Herbert... Op. Cit. Pág. 132.

económico internacional. El margen al que hacemos alusión se deriva de que la emisión de moneda de reserva le da al país que cuenta con esta facultad, la oportunidad de que si se llega a registrar un déficit en sus cuentas externas, pueda financiarlo a través del ejercicio de dicha facultad, lo que se puede entender como un traspaso del costo al exterior.

De este modo, tenemos que si un país emisor de moneda de reserva presenta un saldo deficitario en una de las cuentas de la balanza de pagos, no necesita instrumentar planes de ajuste ni contratar deuda en el exterior (aunque éste puede ser un recurso adecuado bajo ciertas circunstancias), sino que le basta con emitir moneda que los otros países aceptarán como moneda de reserva, lo que posibilitará una corrección natural del déficit externo que tenía el primer país; es claro que esto significa un virtual financiamiento que la comunidad económica internacional hace al país emisor de moneda de reserva.

Ciertamente, como lo hemos afirmado, el privilegio de que el resto de los países absorban el costo del déficit de un país que puede emitir moneda de reserva con sólo colocar en los mercados sus excedentes monetarios, ya se observaba desde los años cincuenta. No obstante, lo que en realidad marca la diferencia entre aquéllos años y la actualidad, radica en la mayor importancia de las divisas dentro de la composición de las reservas mundiales actualmente. Como se verá en el cuadro 14, el rubro de las divisas ha incrementado su proporción ininterrumpidamente como principal activo de reserva en el conjunto de países. Y las divisas más importantes son las monedas de reserva; lógicamente, esto entraña que aquéllos países que las tienen se posicionan con fuerza dominante en el SMI y ejercen una influencia considerable sobre la dinámica económica internacional.

COMPOSICION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES
(Cuadro 14. Porcentaje del total)

ANO	RESERVAS TOTALES	ORO	DEG	DIVISAS
1970	100.00	39.78	3.35	56.87
1975	100.00	18.37	4.51	77.12
1980	100.00	9.43	3.33	87.24
1985	100.00	7.81	4.15	88.24
1990	100.00	4.80	3.03	92.17
1991	100.00	4.53	2.92	92.55
1992	100.00	4.04	1.77	94.19
1994	100.00	4.24	1.90	93.86

Fuente: *Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1985)*

En el cuadro anterior, podemos apreciar la drástica disminución de las reservas auríferas en su participación en las reservas internacionales totales, así

como la escasa importancia de los DEG's como activos de reserva en cuanto a su representatividad. Por otra parte, tenemos que las divisas se consolidaron como el principal activo de reserva. La recomposición de las reservas internacionales en sólo un cuarto de siglo es muy significativa.

Los principales países emisores de moneda de reserva son Estados Unidos, Alemania, Japón, Gran Bretaña y Francia²²; al mismo tiempo, son las economías más desarrolladas del mundo, los más importantes generadores y receptores de inversión y los que cuentan con mayor acceso a los mercados internacionales de dinero. De este modo, tenemos que el control del SMI es ejercido esencialmente por ese grupo de países; sus monedas son las más fuertes, logrando evitar con ello la necesidad de acudir al FMI para corregir déficits en pagos al exterior y estabilizar el tipo de cambio, esto equivale a la no adopción forzosa de planes de ajuste; la última ocasión que alguno de este grupo de países acudió al Fondo y se vio obligado a corregir sus trastornos monetarios fue Gran Bretaña en 1976²³.

El desarrollo acelerado de los mercados de dinero y la creciente importancia de las divisas como activo de reserva permitieron que los países que gozan de "señoreaje internacional" no acudieran más ante el FMI a partir de los años ochenta. Como vimos en el primer inciso de este capítulo, el uso del dólar se ha intensificado junto con otras monedas, por lo que la sola emisión de las mismas se convierte en un factor decisivo para consolidar una posición financiera en la economía internacional. La mayoría de los países no disfrutaron del "señoreaje" y en casos como el de México, se tiene una moneda débil en extremo sensible ante vaivenes en las existencias domésticas de divisas, sobre todo de dólares.

2.5.3- La distribución de las reservas internacionales y su impacto en la liquidez.

Si bien hemos mencionado la creciente importancia de las fuentes secundarias de liquidez, es insoportable el hecho de que la creación primaria de liquidez, es decir, la disposición de reservas, sigue siendo una cuestión de primer orden para la mayoría de los países. El acceso potencial a los mercados voluntarios de capital continúa restringido a los países industrializados y un limitado número de países en desarrollo (entre los que está México), lo cual obliga a los demás países a buscar dos caminos para proveerse de liquidez y financiar sus necesidades de pago al exterior: acumular reservas y/o solicitar créditos al sistema bancario internacional o asistencia financiera a instituciones como el FMI y el BM. Esta última opción

²² Buirá, Ariel... Op. Cit. Pág. 35.

²³ Ibid. Pág. 30.

invariablemente conduce a la instrumentación de planes de ajuste macroeconómico que suelen ser muy dolorosos para el grueso de la población.

Entre 1960 y 1994, la distribución de las reservas internacionales ha observado modificaciones importantes. El cuadro 15 es revelador en ese sentido. Por un lado, tenemos que los países industrializados han reducido en más de 30% su participación dentro de las reservas internacionales (en términos reales); entre éstos, los países emisores de moneda de reserva disminuyeron en 44.11% su participación (simplemente Estados Unidos vio decrecer en 77.5% su aportación). Por otro lado, para el mismo período el conjunto de países en desarrollo registró un aumento de 250% en su participación en las reservas; dentro de ellos, los países con acceso potencial a los mercados internacionales de dinero y de capital (también conocidos como "emerging markets" o países con mercados emergentes) aumentaron en 419% su participación, mientras que los productores de petróleo mostraron inicialmente una elevación de casi 700% en su proporción entre 1960 y 1980, para descender después entre la segunda fecha y 1994 en 88.25%; el resto de los países en desarrollo (más de 90) han mantenido estable y con cierto aumento su participación en las reservas internacionales, la cual es cuantitativamente poco significativa.

PARTICIPACIÓN EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES GLOBALES POR GRUPOS DE PAÍSES
(Cuadro 15. Dado en términos porcentuales con respecto al total)

PAÍSES	1960	1970	1980	1990	1995
TODOS LOS PAÍSES	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Industrializados	63.89	77.86	60.47	65.90	58.59
Emisores de moneda de reserva	57.24	43.67	35.02	33.04	31.99
E. U.	32.28	15.54	6.08	8.94	7.28
No emisores	26.65	34.18	25.45	32.85	26.61
En desarrollo	16.11	22.14	39.53	34.10	41.41
Con acceso a los mercados internacionales de dinero	7.47	11.08	14.71	24.57	31.33
Petroleros	2.31	4.01	18.09	3.77	1.89
Resto	6.33	7.05	8.73	5.76	6.18

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI-1996)

Los cambios en la distribución de las reservas internacionales globales son muy importantes y evidentes a partir de la crisis petrolera de los años setenta; ciertamente, los países en desarrollo con acceso a los mercados internacionales de dinero han más que triplicado su participación y esto nos revela la importancia de los mercados de dinero como fuente de liquidez internacional.

Los descensos e incrementos en las proporciones que los países tienen en el volumen total de reservas internacionales obedecen a factores que ya hemos analizado. Los países industrializados -y dentro de éstos, los que gozan de "señoreaje"- no necesitan acumular volúmenes elevados de reservas debido a su amplio acceso a las fuentes secundarias de liquidez y a la fortaleza de sus monedas. Los países en desarrollo con acceso a los mercados de dinero y de capital logran aumentar el nivel de sus reservas a través de colocaciones exitosas de valores en dichos mercados y por un mejor desempeño económico derivado en buena medida de fuertes flujos de inversión directa y de cartera. Por lo que respecta a los países productores de petróleo, sabemos que tras el "boom" en los precios del crudo en 1973 y 1977, se transfirió a ellos un gran volumen de divisas que les permitió incrementar substancialmente el nivel de sus reservas internacionales; pero la coyuntura favorable en precios del crudo se revirtió y ello acarrió una fuerte caída en el grado de liquidez de los países productores, traduciéndose en la pérdida de reservas.

Si atendemos al cuadro 15, notaremos que las variaciones en la distribución de las reservas no se ha reflejado en una atenuación sensible de la desigualdad en la posesión de reservas. Sumando las participaciones de los países industrializados y de los países en desarrollo con acceso potencial a los mercados internacionales de dinero y de capital, tendremos que poseen casi 90% de las reservas internacionales. Ahora, cabe mencionar que 138 países en desarrollo no tienen un acceso adecuado (y en muchos casos, ni siquiera posibilidad real de acceder) a las fuentes secundarias de liquidez y sus reservas son tan escasas que la mayoría de ellos no alcanza a cubrir ni dos meses de importaciones²⁴. La extrema vulnerabilidad de este grupo de países es de sobra evidente (aunque en este grupo los exportadores de petróleo tienen mayor margen de maniobra) y se estima que 110 países con un 25% de la población mundial tienen apenas un 8% de las reservas internacionales²⁵. Esto no puede propiciar sino pobreza y estancamiento económico.

La demanda por reservas internacionales tiende a incrementarse conforme aumenta la interdependencia económica y la inestabilidad en el SMI. Las necesidades mundiales de liquidez podrían ponderarse a partir de la relación entre la demanda de reservas y la producción y comercio internacionales. Como el FMI no ha sido estructurado ni facultado para ser el organismo internacional que haga tales ponderaciones pese a que debería serlo naturalmente, éstas no se hacen y esto ha traído consecuencias graves para la salud de la economía internacional. Ante la escasez de liquidez que registran los países en desarrollo, éstos ajustan su balanza comercial, lo cual desalienta el comercio y estanca su actividad productiva al

²⁴ Ibid. Pág. 36.

²⁵ Ibid. Pág. 38.

privarlos de importaciones necesarias para la expansión y el mejoramiento de su producción.

Por lo tanto, la desigual distribución de las reservas internacionales contribuye poderosamente a evitar una expansión económica sana y sostenida que lleve implícitamente una mayor equidad. El bajo volumen de reservas y el escaso o nulo acceso a financiamiento de los mercados internacionales condena a la mayoría de los países a mantenerse en un círculo vicioso de endeudamiento externo y rezago en el desarrollo; aun aquéllos países como México, que destacan por su gran acceso a los mercados voluntarios, no alcanzan a obtener el financiamiento suficiente que les permita potenciar correctamente su economía. Por su parte, los países industrializados concentran demasiada liquidez.

En consecuencia, la liquidez internacional adolece de una distribución inequitativa e insuficiente. El FMI tiene un gran pendiente en esta coyuntura: crear mecanismos ágiles y eficaces que permitan ponderar con toda justicia y objetividad las necesidades de liquidez por regiones, grupos y categorías de países, de tal modo que se canalizen recursos suficientes en forma de inversión y crédito para ayudar a impulsar el crecimiento y prosperidad económicas en el mayor número posible de países. De cualquier forma, en la distribución de las reservas internacionales identificamos otro elemento clave del SMI actual.

2.5.4- Los mercados internacionales de dinero.

La creciente complejidad de la economía internacional ha obligado a los agentes económicos internacionales a desarrollar mecanismos ágiles y oportunos que les provean de liquidez suficiente para cumplir con sus compromisos de pago. Los mercados internacionales de dinero han sido una respuesta a la búsqueda de liquidez; si bien es verdad que estos mercados no son nuevos (prácticamente surgen paralelamente a la creación del dinero), sólo después de la Segunda Guerra Mundial se aceleró su crecimiento cobrando mayor importancia a partir de la década de los setenta²⁶.

Los mercados internacionales de dinero son aquéllos en donde se comercian dinero e instrumentos financieros con suficiente grado de liquidez²⁷; los mercados internacionales son todos aquéllos externos al propio y que están abiertos total o

²⁶ Mansell Carstens, Catherine; *"Las nuevas finanzas en México"*. México, IMEF ITAM, 1996. Pág. 132.
²⁷ Ibid. Pág. 129

parcialmente a la participación de extranjeros. El mercado de dinero más importante (por sus dimensiones y trascendencia para el resto de los mercados) es el de Estados Unidos, cuyo nivel de tasas de interés pasivas constituye una referencia para pactar un gran número de transacciones financieras en el resto del mundo.

Los mercados internacionales de divisas (billetes y monedas, transferencias bancarias e instrumentos líquidos de corto plazo denominados en moneda extranjera) y de dinero están sumamente ligados: aunque ambos comercian esencialmente con dinero, el de divisas lo hace como forma de crédito; en el mercado de divisas se toma el tipo de cambio como precio de la divisa y es su eje rector, mientras que en el de dinero se toma la tasa de interés como precio del crédito y es su piedra angular. Por ende, en el mercado de dinero se negocian contratos de crédito y se rigen las actividades a través de la tasa de interés activa o "premio" al tenedor en títulos de deuda²⁸.

En el último cuarto de siglo hemos observado un desarrollo impresionante de los mercados de dinero; la inestabilidad cambiaria y de tasas de interés que se registraron entre 1971 y 1973, impulsó a los inversionistas a dirigir su flujo de recursos hacia instrumentos preferentemente líquidos y de corto plazo²⁹. Al mismo tiempo, el avance tecnológico ha convertido a los mercados de dinero en una opción ágil y eficaz para canalizar inversiones; los países industrializados tienen mercados de dinero que manejan elevados volúmenes de transacciones por medios electrónicos -ni siquiera en lugares físicos-, registrando en computadora tanto emisiones como adquisiciones, traspasos y recompra de títulos, bonos y papeles comerciales. El mayor participante en los mercados de dinero es el gobierno, que de este modo obtiene crédito a través de la colocación de títulos de deuda vendederos en plazos de alrededor de un año (en Estados Unidos se cotizan títulos cuyo plazo es de 5 años), ofreciendo un rendimiento al inversionista o tenedor de dichos títulos³⁰.

Los mercados internacionales de dinero ofrecen grandes ventajas si lo que se busca es liquidez. Como los principales participantes son los gobiernos, éstos gozan de buena credibilidad y respaldo para cumplir consus compromisos de pago, por lo que no hay mayor problema para que sus títulos sean colocados rápidamente. Y en ese sentido, un gobierno obtiene recursos inmediatamente y a un costo relativamente bajo, eliminando la intermediación (el sistema bancario) en la contratación directa de deuda con particulares. Los títulos de deuda suelen ser negociados en los mercados secundarios debido a su buena rentabilidad y los gobiernos emisores pueden recomprarlos. La emisión y readquisición de títulos de

²⁸ Ibid Pág. 130

²⁹ Ibid Pág. 134

³⁰ Idem

deuda pública por parte de un gobierno constituyen acciones de política monetaria y se conocen como "operaciones de mercado abierto"³¹.

Hemos mencionado que los principales participantes en los mercados de dinero son los gobiernos; esto sucede porque normalmente los gobiernos requieren de crédito para financiarse, debido a que sus ingresos por concepto de impuestos, derechos y compensaciones no bastan para equilibrar su ritmo de gasto. Entonces, los gobiernos proceden a la emisión de papel y de su colocación obtienen recursos; esta actividad gubernamental se complementa con la regulación de los mercados domésticos. Los gobiernos participan a través de su departamento o ministerio de finanzas o tesoro (en México es el equivalente a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público) los cuales se encargan de emitir papel con regularidad, fijando distintos plazos y subastándolos en el mercado primario (limitado a la competencia entre corredores de instituciones autorizadas)³²; cuando el papel es adquirido, éste se negocia a su vez en los mercados secundarios que están plenamente abiertos al mejor postor.

Los bancos centrales (Reserva Federal de Estados Unidos, Banco de México en nuestro país, Banco de Japón, etc.) participan en los mercados de dinero actuando como agentes financieros regulando el grado de liquidez de los instrumentos colocados (lo cual se hace mediante la fijación de un determinado nivel de descuento sobre el valor nominal o a la vista del instrumento para reflejarlo en la tasa de interés) y permitiendo a ciertos corredores el "puje" por la adquisición. Los bancos centrales también acuden a los mercados de dinero para administrar sus reservas internacionales. Las grandes empresas, los bancos y algunas dependencias gubernamentales e incluso individuos (por lo general agrupados en sociedades de inversión que manejan a los fondos de pensión y otros más) participan en el mercado de dinero.

Normalmente, los bancos (entendiendo aquí los de inversión y comerciales) se desempeñan como suscriptores, operadores, corredores y administradores de las sociedades de inversión. Además, ha surgido toda una industria especializada en las funciones de corretaje, operación y administración de valores del mercado de dinero³³. Los límites a la participación en estos mercados sólo son de carácter legal y varían según el país.

³¹ Ibid. Pág. 139.

³² Idem.

³³ Ibid. Pág. 132.

En los mercados internacionales de dinero existen instrumentos que son considerados como "principales" debido a su buen rendimiento, su aceptable liquidez y bajo riesgo, además de ser altamente intercambiables. Los "US Treasury Bills" o bonos del Tesoro estadounidense (T-Bills) que se subastan cada lunes a plazos menores de un año y emitidos al portador en denominaciones que van desde 1,000 hasta más de 100,000 dólares; estos certificados no pagan impuestos, lo que los hace más atractivos³⁴. Los "federal funds" o fondos federales son otro instrumento; los bancos comerciales tienen depósitos por ley en la Reserva Federal para cubrir sus pasivos (encaje legal), pero como sus requerimientos de fondos varían, cuando hay excedentes se pueden comprar y vender por parte de los bancos. La Reserva puede manejar la política monetaria comprando o vendiendo fondos federales, lo que eleva o reduce las tasas de interés domésticas³⁵.

Sin duda, el mercado e instrumentos de dinero estadounidenses son los más importantes debido a su tamaño y casi absoluta libertad para todos los postores (nacionales y extranjeros). Los otros títulos comerciados en ese mercado son las aceptaciones bancarias, los certificados de depósito negociables, el papel comercial y los reportos (para entenderlos mejor, sugerimos consultar el apéndice de este trabajo).

Es necesario mencionar que los euromercados o mercados offshore en donde se comercian eurodivisas, europapel o papel offshore a corto plazo no son sino el conjunto de actividades denominadas en una moneda que está fuera de su jurisdicción o vigencia legal del país que lo emite. Por ejemplo, un depósito en euromarcos es aquí hecho fuera de Alemania y un europapel está denominado en dólares fuera de Estados Unidos; un euroyen es un yen comerciado fuera de Japón. No es difícil entender este concepto. El euromercado de dólares es tan grande que su tasa de referencia LIBOR (London Interbank Offered Rate) rige sobre más de la mitad de las operaciones realizadas en los euromercados a nivel mundial; simplemente, México tienen contratado el servicio de más de la mitad de su deuda externa en LIBOR³⁶.

Los euromercados han visto crecer su importancia en las últimas décadas. El déficit comercial estadounidense en los años setenta, el reciclaje de los petrodólares y el mejor costo comparativo de sistemas bancarios externos al propio, desarrollaron a los euromercados. En estos mercados se concentran elevados montos de capital líquido; los flujos de dinero se dirigen hacia donde existen las más atractivas tasas

³⁴ Ibid. Pág. 157.

³⁵ Day, A.L.L.; "Institutional Constraints in the International Monetary System". Londres, London School of Economics and Political Science Press, 1990. Pág. 62.

³⁶ Mansell Carstens, Catherine... Op. Cit. Pág. 181.

de interés ajustadas por el riesgo y se dan con gran rapidez y amplitud en el desplazamiento, por lo que podemos afirmar que la especulación es la fuerza motriz de los movimientos generados a través de los euromercados. Los dólares estadounidenses suelen tener mejor aprovechamiento si se invierten en instrumentos y depósitos fuera de Estados Unidos; lo mismo sucede con los marcos, los yenes, etc.

Los mercados internacionales de dinero se caracterizan por i) el uso intensivo de los mayores adelantos tecnológicos (el volumen de títulos se opera fundamentalmente por vía no bursátil, es decir, mediante computadora que registra los movimientos, lo cual imprime una gran agilidad); ii) la elevada volatilidad en las tasas de interés (lo que equivale a inestabilidad derivada de cambios en los montos y orientación de los flujos de capital líquido, de la inconsistencia de políticas monetarias y fiscales domésticas, así como de la desarticulación de las mismas entre los países y iii) una fuerte desregulación que busca desmantelar cualquier traba a los constantes movimientos de dinero y fortalecer la competitividad ante los demás mercados³⁷. Tenemos entonces que existe una gran competencia entre los mercados internacionales de dinero por atraer recursos.

Las dos últimas características que mencionamos de los mercados implican serias consecuencias. La volatilidad en las tasas de interés obligó a desarrollar nuevos mecanismos que permitieron la cobertura a los inversionistas contra alzas y bajas en las tasas; hablamos del mercado de futuros, opciones ("put" y "call", o sea, de compra y venta) y swaps que ciertamente han visto aumentar su importancia en esta coyuntura de inestabilidad. Asimismo, la volatilidad en las tasas afecta a los países cuyos títulos plantean un mayor riesgo, lo que castiga la liquidez y aprovechamiento de sus instrumentos de mercado; la volatilidad en las tasas afecta en mayor grado a los países con mercados de dinero que carecen de solidez y de gran tamaño económico (el caso de México, en parte). Por otro lado, la desregulación en extremo impide cualquier otro control eficaz que les permita a los países una mayor certeza sobre la continuidad de los flujos de recursos y no pueden forzarla bajo ninguna circunstancia; adicionalmente, en los mercados de dinero no se gravan las adquisiciones y ventas de títulos, por lo que el fisco no se beneficia de esta actividad especulativa.

No son despreciables las características negativas de los mercados internacionales de dinero y de los euromercados, desde la óptica de países como el nuestro. La inestabilidad en las tasas de interés de esos mercados repercute en nuestras tasas domésticas, lo que significa incertidumbre y desaliento en la inversión interna o en situaciones extremas, recesión económica. Además, un aumento en las tasas internacionales se traduce en menor disposición de divisas

³⁷ Ibid. Pág. 185.

para nuestro país, debido al encarecimiento del servicio de la deuda externa y esto propicia un estancamiento productivo. De la misma forma, la ausencia de regulación sobre el mercado de dinero origina -en ocasiones que hemos visto ya-, de conjugarse ciertos factores, salidas masivas de recursos que destruyen gran parte de la economía nacional y el retiro tácito del país de los mercados voluntarios.

No obstante que la ausencia de regulación sobre los mercados internacionales de dinero implica una potencialidad de inestabilidad para las economías nacionales de países como el nuestro, la tendencia internacional no parece dirigirse hacia la implementación de mecanismos reguladores, por el contrario, entre más desregulación se observe en un mercado, mayor será el flujo de inversión que atraerá hacia sí. En los mercados internacionales de capital (se negocian títulos de largo plazo, así como bonos y acciones de empresas) se observa una mayor estabilidad y por ello, no los tratamos con mayor profundidad.

Ahora bien, ya hemos abundado en la explicación sobre los motivos que hacen muy importantes a los mercados de dinero y su contribución a la oferta monetaria internacional a través de la emisión y suscripción de los instrumentos de deuda, puesto que estos equivalen a activos de reserva que son comúnmente aceptados como medios de pago, dada su gran liquidez. No obstante, conviene precisar que no todos los países tienen mercados de dinero modernos y eficientes o bien, acceso adecuado a ellos. Sólo los países industrializados y algunos en desarrollo (México entre ellos) concentran la actividad de los mercados de dinero; estamos hablando en este caso de no más de 40 países. El resto del mundo no tiene manera de proveerse de liquidez con base en instrumentos de un moderno mercado de dinero.

Hacia el interior del grupo de países con acceso a los mercados, observamos también una concentración de recursos. Entre los 27 países en desarrollo que participan emitiendo valores en los mercados internacionales, sólo siete de ellos representan el 85% de la emisión total de bonos y el 53% de la acciones colocadas por el conjunto de los mismos³⁸. Igualmente, el 80% del flujo de inversión captado por los países en desarrollo participantes de los mercados se concentraba en cinco de ellos hasta 1994. El espectro se amplió a ocho en 1996, pero el grado de concentración es muy alto aún. Sin embargo, la demanda por valores emitidos por países en desarrollo registró un aumento explosivo y permanente entre 1989 y 1994, puesto que su participación en la emisión mundial de bonos pasó de 2.1 a 9.6 en los años referidos (457% más); simultáneamente, su participación en la colocación total de acciones pasó de 40.9% en 1992 a 50.5% en 1994³⁹.

³⁸ Buira, Ariel... Op. Cit. Pág. 29.

³⁹ Ibid. Pág. 30.

Esta incursión exitosa de algunos países en desarrollo en los mercados internacionales de dinero se debe a que dichos países establecieron un mercado interno de dinero eficiente y moderno, ofrecieron atractivos rendimientos por sus papeles y lograron buenas colocaciones en el exterior porque paralelamente, ejecutaron políticas de reforma económica orientadas a la apertura comercial y del mercado interno que les dio credibilidad en los circuitos financieros internacionales. México y Argentina destacaron en ese sentido y acapararon más del 66% del flujo de inversión extranjera directa a Latinoamérica en 1992 y 1993, además del 50% de la inversión de cartera o de portafolio⁴⁰. Hasta 1994, el riesgo que sus papeles tenían era claramente hacia la baja.

La crisis financiera de México a fines de 1994 desató el célebre "efecto tequila" que cuestionó severamente el paradigma que sostenía la posición de los llamados "mercados emergentes" como receptores confiables de inversión de cartera y participantes sólidos en los mercados internacionales de dinero. No obstante, la importancia de ese grupo de países dentro de los mercados era ya irreversible y hemos presenciado un rápido retorno de México a los mercados voluntarios y una restitución de los flujos de inversión hacia los países en desarrollo con mercados emergentes. Empero, es claro que dichos países exhiben una fragilidad considerable en el sector externo de sus economías y que las distorsiones que eventualmente se llegan a observar en el SMI modifican drásticamente sus perspectivas, contribuyendo en gran medida al estallido de fuertes crisis financieras nacionales que ahora tienen un efecto multiplicador sobre el resto de los mercados de dinero.

Esto último nos presenta otra característica esencial de los mercados de dinero y que resulta de las tres que hemos mencionado: una fuerte integración; esto es lógico si entendemos el contexto actual de globalización económica, de avance tecnológico que permite una rapidez y eficacia prodigiosas en las comunicaciones y un consenso en cuanto a la desregulación económica y de los mercados. Por todo esto, una sacudida en algún mercado local tiene repercusiones inmediatas en los demás. Una crisis en un país como México tiene consecuencias tanto en Argentina como en Gran Bretaña, señal inequívoca de la integración de los mercados de dinero.

La importancia de los mercados de dinero en la composición de la oferta monetaria internacional está fuera de duda, así como sus efectos sobre el SMI actual. El hecho de que la mayoría de los países no puedan participar en esos mercados significa que están privándose de una vital fuente de liquidez y propiciando una serie de condiciones financieras que inhiben su desarrollo (el cual

⁴⁰ Ibid. Pág. 37.

sólo puede generarse a partir de la inversión y el crédito). Asimismo, las características inherentes de estos mercados complican en buena medida las relaciones económicas internacionales creando un buen número de problemas sumamente complejos que en parte hemos explicado y que en el siguiente capítulo volveremos a abordar.

Los mercados internacionales de dinero constituyen otro elemento clave del SMI y contribuyen poderosamente a definir con base en sus participantes las regiones y grupos de países que concentran el poderío económico y financiero del mundo.

3.- LA CRISIS FINANCIERA MEXICANA EN EL CONTEXTO DE INESTABILIDAD DEL SISTEMA MONETARIO INTERNACIONAL

3.1- La acelerada inserción de México en la dinámica globalizadora.

3.1.1- Antecedentes: La crisis del modelo estatista.

Entre 1970 y 1982 se aplicó una política económica que buscaba potenciar el desarrollo con base en el crecimiento del mercado interno (conocida como política desarrollista). Si bien el modelo de sustitución de importaciones tenía el mismo objetivo y era aplicado desde los años treinta, en el período mencionado se agudizó en sus medios. Para tal efecto, la estrategia consistió en una fuerte ampliación del gasto público y en un acentuado proteccionismo comercial. En el intermedio de este período, los excesos fiscales en el aspecto de los egresos y el nivel del déficit en el sector externo, provocaron incertidumbre y contracción de la inversión privada ante temores desatados por el creciente intervencionismo estatal y una sobrevaluación técnica del peso bajo el régimen de tipo de cambio prácticamente fijo que prevalecía; esto último también alentó movimientos especulativos y fugas de capital al exterior que desequilibraron aún más las finanzas nacionales.

De la misma forma, el crecimiento económico interno tenía como base un excesivo gasto público que abrió paso a una inédita espiral inflacionaria. El financiamiento para el crecimiento económico provino de dos vías: una artificial, la expansión desmedida de la base monetaria y otra, a partir de un endeudamiento externo excesivo. En este contexto, las fugas de capital dejaron al país sin divisas para cumplir sus compromisos con el exterior y sobrevino una drástica devaluación del tipo de cambio peso-dólar (más del 80%), además de una crisis de liquidez e insolvencia que llevó a solicitar asistencia crediticia del FMI en 1976, adoptándose el primer plan de ajuste macroeconómico¹.

Entre 1977 y 1980, el escenario internacional registró una tendencia alcista en los precios de las materias primas; varias de éstas contaban entre las que México exportaba, destacando el caso del petróleo. El célebre "boom" petrolero mexicano de 1978 abrió una oportunidad para que nuestro país obtuviera recursos para financiar su desarrollo. Merced a las expectativas del auge energético, el gobierno mexicano revocó el acuerdo con el FMI y dio rienda suelta al gasto público y a la contratación de numerosos empréstitos; la lógica oficial de entonces fue impulsar el

¹ C.F., la Carta de Intención del gobierno mexicano con el FMI.

crecimiento mediante una enorme expansión de la inversión pública en la planta petrolera e infraestructura productiva nacionales. Se optó por aprovechar la privilegiada posición de México como sujeto de amplio crédito externo, además se instauró un régimen de depreciación moderada o de deslizamiento controlado del tipo de cambio².

El acelerado ritmo de la demanda agregada "calentó" a la economía, lo cual se tradujo en incesantes presiones inflacionarias que agravaron las distorsiones internas. La coyuntura recesiva en los países industrializados llevó a la aplicación de sendas políticas monetarias restrictivas; particularmente, en Estados Unidos se dio una inusitada alza en las tasas de interés que encareció bastante el costo del servicio de nuestra enorme deuda externa y desalentó los flujos de inversión foránea a México. Al mismo tiempo, como también hemos visto ya, se suscitó un desplome en los precios de todas las materias primas (especialmente del petróleo) en 1981, que repercutieron en una sensible disminución en los ingresos de nuestro país y limitaron la disposición de divisas para hacer frente al acentuado déficit comercial (8% del PIB) y el servicio de la deuda. Al igual que en 1976, en 1982 el peso estaba sobrevaluado y nuevamente se presentó el desgastante fenómeno de fuga de capital.

De este modo, el panorama externo adverso (alza en las tasas de interés y desplome en los precios de nuestras exportaciones) se conjugó con el gran desajuste doméstico (inflación galopante, abultado déficit público y excesivo intervencionismo estatal) para crear un clima de incertidumbre y desconfianza que aceleró la fuga de capital; esto último equivalió a una "sangría" de divisas ya de por sí escasas ante el grave desequilibrio comercial negativo y el crecientemente costoso servicio de la deuda externa. En 1982 se observó una reedición de la crisis de 1976 (devaluación, iliquidez e insolvencia), sólo que ahora presentó nuevas aristas que la hicieron más compleja e intensa. Por ejemplo, la deuda externa era 3.2 veces mayor en el monto del principal³.

La aguda crisis de 1982 se derivó de imprevisibles factores internacionales adversos a una estrategia interna deficiente, que aplicó políticas incongruentes y siguió un ritmo demasiado acelerado de endeudamiento externo. La instrumentación del control de cambios y la nacionalización de la banca fueron el corolario del modelo estatista de economía mixta que llegó a su término con la celebración del nuevo acuerdo con el FMI en ese mismo 1982⁴. En dicho acuerdo y en el de 1986 se

² Para profundizar en la descripción de este proceso, consulte a De Anda, Cuauhtémoc: "Evolución de la Deuda Externa", México, IPN, Capítulo II.

³ Cálculo personal con base en datos del informe anual del *Banxico* de 1983.

⁴ Consultar el texto original de la carta de intención del gobierno mexicano con el FMI en 1982.

sentaron bases para la instauración de un modelo económico liberal y correspondiente a la lógica de la globalización.

Se exigía fuera y dentro de México el fin del estatismo; era preciso redimensionar al Estado, disminuir su papel excesivamente activo en la economía, racionalizar el balance operacional del gasto público, desregular la economía e incentivar la participación del sector privado. La tendencia internacional negativa al estatismo y al nacionalismo económico cobraba fuerza, encabezándola las administraciones de Ronald Reagan y Margaret Thatcher en Estados Unidos y Gran Bretaña, respectivamente.

3.1.2- Caracterización del modelo liberal (1988-94).

La aguda crisis de 1982 obligó al replanteamiento del esquema para lograr el desarrollo. De momento, las acciones más urgentes eran la corrección en el desequilibrio del sector externo y el freno a la transferencia de divisas al exterior. Se racionalizó el déficit público mediante fuertes recortes presupuestales y se mantuvo un régimen de cambios dual (una parte del mercado cambiario estaba controlada y otra parte se dejó libre) con un elemento de deslizamiento. Entre 1982 y 1988 la cotización del dólar con respecto al peso registró un aumento de más de 4,000% (pasó de 57.18 a 2,289.28 unidades), mientras que la tasa anualizada de inflación elevó su nivel hasta los tres dígitos en 1986 y 1987 (hiperinflación) y el crecimiento promedio del PIB fue apenas de 0.1%.

La acelerada depreciación del tipo de cambio y la baja dinámica de la demanda agregada permitieron corregir el déficit de la balanza comercial e incluso se consiguió un superávit de más de 6,000 millones de dólares entre 1986 y 1987. Sin embargo, el déficit de las finanzas públicas no pudo ser suficientemente reducido y el costo del servicio de la deuda consumió mucho más que la totalidad de los ingresos por las exportaciones.

Si bien la reforma estructural de la economía mexicana había iniciado, no era todavía muy profunda debido a las condiciones en que se encontraba (incertidumbre en el tipo de cambio, elevada inflación y contracción del mercado interno) y que generaban desconfianza sobre la viabilidad económica del país, lo cual se reflejaba en un muy limitado o casi nulo acceso del país a los mercados voluntarios de capital, así como al crédito del sistema bancario internacional; igualmente, tampoco había un gran estímulo para el retorno de los fondos de capital que se habían "fugado" en los años previos. Tenemos entonces que México se encontraba en una situación de

asringencia financiera que impidió profundizar el cambio estructural económico entre 1982 y 1988, aunque sí sentaron las bases para hacerlo posteriormente.

Con el inicio de una nueva administración en 1988, se imprimieron nuevos bríos al proceso de reforma. Era necesario implementar una estrategia consistente en la plena articulación de las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, así como el aceleramiento de la apertura comercial; esto con el fin de revertir la desconfianza, atraer inversión foránea y retornar los capitales mexicanos trasladados al exterior. Así pues, en la lógica de esta estrategia era indispensable la renegociación de la deuda externa por un objetivo doble: reducir la transferencia neta de recursos y obtener nuevos créditos en mejores términos. Se trataba de aumentar la disposición de divisas y reestructurar los saldos de pasivos con el exterior para potenciar la economía a través de financiamiento fresco.

La renegociación de la deuda externa pública culminó en 1989 bajo el Plan Brady, con la reducción de alrededor de 12 mil millones de dólares en el monto del principal (esto a través de un mecanismo de compra de Bonos del Tesoro estadounidense, los bonos "Brady", con pesos esencialmente sin valor), una cómoda reestructuración en los plazos de vencimiento y el ahorro "bruto" de más de 1.5 mil millones de dólares anuales por concepto de servicio de la deuda, cuando México estaba transfiriendo entre 10 y 12 mil millones por dicho concepto. Pero lo más importante fue que el Plan Brady permitió a México el re acceso al crédito externo y un ingreso por la "puerta grande" a los mercados voluntarios de capital. Esto último tenía que ser apoyado por una agresiva modernización económica que generase un clima de certidumbre y confianza para estimular la inversión interna y externa, cosa que no logró la política gubernamental entre 1982 y 1988, dado que no profundizó lo suficiente.

La estabilización cambiaria fue el eje principal de la política económica de México. Entre 1989 y 1991, el deslizamiento del peso frente al dólar pasó de cuarenta a veinte centavos diarios; en 1993 se desaceleró aún más a diez centavos. Se emprendió una intensiva privatización de empresas paraestatales cuyos casos más notables fueron Telmex, Aeroméxico y la banca que había sido nacionalizada en 1982. En 1982 había 1,155 empresas del Estado, mientras que en 1994 sólo quedaban 253, el resto había sido vendido o liquidado⁵. De la misma forma, se aceleró la apertura comercial, desgravando la mayoría de las fracciones arancelarias y eliminando los permisos de importación, con vistas a la firma de acuerdos de libre comercio con Estados Unidos y Canadá, Chile y varios países de Centroamérica. México se convirtió rápidamente en una de las economías más abiertas del mundo hacia 1993.

⁵ Ramos, Stephen. "Una autopsia al peso mexicano". artículo especial de ESTE PAIS, mayo de 1995. Pág. 46.

La meta principal de la política económica fue el control y abatimiento de la inflación por medio de los llamados "pactos" (concertaciones entre los sectores productivos que anticipaban expectativas inflacionarias, señalando de antemano un control de precios y fijando aumentos moderados en los salarios) que permitían afianzar la contención salarial y el manejo del tipo de cambio. En este sentido, la política monetaria fue restrictiva, ejerciéndose un fuerte control sobre el comportamiento de los agregados monetarios, cancelando la posibilidad de que un eventual exceso de liquidez acelerara demasiado la demanda agregada.

La política fiscal fue una herramienta clave de la estrategia modernizadora. Era prioritario sanear las finanzas públicas y racionalizar el déficit fiscal; bajo esa lógica se dio una reorientación del gasto público, dictándose recortes presupuestales y reasignación de recursos. Se redujo el gasto corriente en la medida que se dejaba de financiar a varias empresas paraestatales, por cuya venta se originaron enormes ingresos al gobierno; por otra parte, el aspecto de la recaudación se fortaleció con amplias reformas al código fiscal, ampliando la base tributaria y elevando las tasas impositivas. El perfeccionamiento de la recaudación había sido una exigencia del FMI y una necesidad para el gobierno mexicano⁶.

Así pues, tenemos que la política económica buscó corregir las variables macroeconómicas con el objeto de proporcionar un clima favorable que estimulara los flujos de capital a México y el retorno de los que se habían "fugado". También se buscaba insertar al país en la dinámica globalizadora y facilitarle el pleno acceso a los mercados internacionales de dinero y de capital. Y efectivamente, se estabilizó el tipo de cambio, se moderó considerablemente la tasa de inflación anual (de ubicarse en tres dígitos en 1987, llegó a uno en 1994), se redujo el déficit de las finanzas públicas (incluso se registró un superávit primario, es decir un balance positivo de ingresos-egresos antes del pago de intereses, de 1% del PIB en 1993), se liberó la economía a la inversión externa en varios de sus sectores y se profundizó en la apertura comercial (Véase cuadro 16). Hasta fines de 1993, la aplicación del modelo parecía un éxito completo.

⁶ Para abundar en esta explicación, consúltese a Aspe Armella, Pedro. "La Transformación Económica", México, FCE, 1994. Parte de la "Reforma Estructural".

INDICADORES MACROECONOMICOS
(Cuadro 16. Dado en términos porcentuales y absolutos)

TIPO DE INDICADOR - DDR	1989	1990	1991	1992	1993	1994
% PIB	3.5	4.4	3.8	2.9	0.7	3.5
Tipo de cambio**	2.6	2.9	3.1	3.1	3.1	5.3
Tasa de Interés**	40.2	26.1	17.0	16.8	10.7	14.28
Inflación**	19.7	29.9	18.9	11.9	8.0	7.0
Balance Fiscal &	-5.0	-2.8	-0.2	1.8	0.4	-0.8
Exportac.*	35.2	40.7	42.7	46.2	51.9	60.8
Importac.*	34.7	41.6	49.9	62.1	65.4	79.3
Balance Comercial	0.5	-0.9	-7.2	-15.9	-13.5	-18.5
Balance de Cts. Corrientes&	-2.8	-3.0	-5.2	-7.5	-6.5	-7.8
Reservas Internac.*	6.7	10.2	18.1	19.3	25.3	6.4
Deuda Ext % del PIB	48.5	43.4	42.6	40.5	42.4	40.0

*.- Dado en miles de millones de dólares.

**.- Dado en forma acumulada y final al cierre de cada año

&.- Dado en términos relativos con respecto al PIB

.- El PIB está dado en su tasa de crecimiento real frente al año anterior.

Fuente: *Economic Analysis, Dalva Securities Overview Report, N.Y. 1996.*

El cuadro anterior nos ilustra muy bien el éxito macroeconómico que se obtuvo entre 1989 y 1993 con la aplicación de la estrategia estabilizadora. Si bien la tasa de expansión del PIB registra un moderado ascenso (en los años ochenta se mantuvo como promedio en 0.1%), las tasas de interés disminuyen notablemente al igual que la inflación, además de que se observó una eficaz corrección del déficit fiscal que incluso se tornó en superávit en 1992 y 1993. Asimismo, se registró un crecimiento considerable en el valor de las exportaciones, aunque fue mucho mayor el incremento de las importaciones (ambos conceptos referidos en este cuadro sólo a mercancías) y en consecuencia, el saldo se deteriora gravemente hacia 1993 y 1994. El nivel de la deuda se reduce mientras que el tipo de cambio se estabiliza prácticamente sin movimiento importante entre 1991 y 1993. Sobre los números de 1994 abundaremos más adelante.

3.1.3- El apuntalamiento del sector externo de la economía.

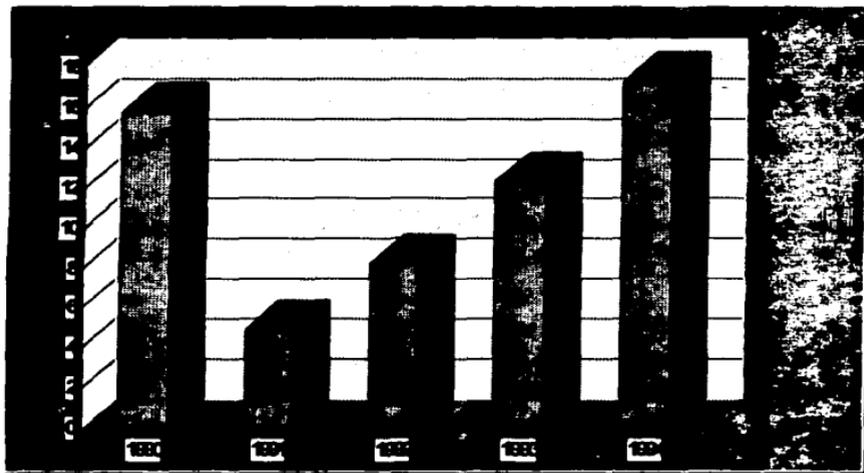
Las cartas de intención con el FMI en los años ochenta, obligaban a la economía mexicana a disminuir su déficit en las cuentas externas. Los problemas de liquidez por la escasa disposición doméstica de divisas habían enseñado que la sobrevaluación del peso, la poca vocación de la planta productiva a la exportación y el proteccionismo eran auténticos "fardos" para lograr una competitividad óptima del costo-país de los productos mexicanos. Y en medio de un contexto de liberalización económica e integración de bloques comerciales, sería perjudicial mantener dichas peculiaridades de la economía mexicana. Ante esto, el peso observó un deslizamiento controlado en su cotización frente al dólar, se negociaron acuerdos de libre comercio con varios países previo dismantelamiento de la estructura legal proteccionista. Se dio así, un fuerte impulso al sector exportador como uno de los principales "motores" futuros de la economía. (Véase cuadro 17 y gráfica 1).

EVOLUCION EN EL MONTO DE LAS EXPORTACIONES (Cuadro 17. Dado en miles de millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<i>Export.</i>	30,692	35,171	40,711	42,687	46,196	51,885	60,882
<i>Totales</i>							

Fuente: Dirección General de Crédito Externo. SHCP. Diciembre de 1996.

CRECIMIENTO EN EL VOLUMEN DE EXPORTACION
(Gráfica 1. Dada en términos porcentuales)



Fuente: Dirección de Crédito Público, SHCP, 1996

De la misma forma, se aprovechó ampliamente el nuevo acceso del país a los mercados internacionales de dinero y de capital, a través de la colocación de numerosos instrumentos líquidos de corto y mediano plazo, bonos y acciones de capital sobradamente rentables. Además del exitoso desempeño de los papeles mexicanos, los mercados nacionales también alcanzaron un gran atractivo entre los inversionistas foráneos. La bolsa mexicana de valores se ubicó entre 1990 y 1993 como una de las más rentables del mundo⁷. La coyuntura internacional, al igual que en el aspecto comercial, favorecía a México: se registraba un fuerte auge en los flujos de inversión de cartera a los mercados emergentes.

⁷ Nota de Emilio Chávez, *El Financiero*, 19 de enero de 1994, Pág. 3.

Las tendencias internacionales empujaron el proceso de reforma estructural de la economía mexicana, destacando y apuntalando a su sector externo. México reorientó su rumbo hacia la apertura económica como parte fundamental de una estrategia de inserción a la "marea" globalizadora para atraer inversión externa que financiara el desarrollo. De este modo, el gobierno mexicano ligó el éxito de su estrategia modernizadora al ingreso de capital foráneo, incrementando la dependencia económica de México con el exterior y sensibilizándola ante cualquier variación en la oferta monetaria internacional.

3.2- El tipo de cambio como herramienta de estabilización y su enfoque monetario.

El mercado dual de cambios se mantuvo entre 1983 y 1988, debido a que la escasa disposición efectiva de divisas que se tenía en México y la necesidad imperante de equilibrar los saldos de las cuentas externas obligaban a tener controlada una parte del mercado, si bien era bastante flexible y se estimulaba una depreciación constante y acelerada. Lo importante era mantener subvaluado al peso para encarecer las importaciones y facilitar las exportaciones. En este sentido, la inestabilidad cambiaria fue un sello peculiar de ese período, pues se observaron constantes "micro" y "macro" devaluaciones.

A partir de 1988 la estrategia se modificó substancialmente. El tipo de cambio tenía que estabilizarse, puesto que se buscó imprimir certidumbre a la aplicación del modelo como forma de generar confianza que al mismo tiempo atrajera flujos de inversión y arraigo de capitales para financiar el desarrollo del país. De este modo, se disminuyó el ritmo de depreciación del tipo de cambio "controlado" hasta que se consideró que las condiciones macroeconómicas (especialmente el fuerte ingreso de inversión foránea) permitían la abrogación del control cambiario; esto se realizó en 1991⁵.

Entendemos como tipo de cambio al precio de una moneda en términos de otra, es decir, el precio relativo de una moneda con respecto a una o varias divisas; la oferta y demanda de divisas determina el nivel del tipo de cambio y perfila el régimen cambiario que sea más "ad hoc". Así pues, tenemos un tipo de cambio nominal (que es un precio oficial), un tipo de cambio efectivo (que mide el valor de una moneda con respecto a las demás divisas en el mercado, es decir, un índice

⁵ Ramos, Stephen... Op. Cit., Pág. 49.

computado a partir de una canasta ponderada de varias monedas expresadas con números relativos a un año base) y un tipo de cambio real (que proporciona una medida del valor de una divisa en términos de su poder de compra)⁹.

El tipo de cambio nominal es un precio de referencia válido y útil, pero que no proporciona exactitud en cuanto al conocimiento del poder real de una moneda. El tipo de cambio efectivo nos informa acerca de la participación de una moneda en el comercio con un país o el resto del mundo, pero exhibe inexactitudes con respecto a la forma de ponderación (cuánto atribuir a una moneda u otra, en función de qué aspecto, etc.) y el tipo de cambio real es un indicador de la competitividad internacional de la moneda de un país, así como una forma de percibir si está sobrevaluada o subvaluada. A este respecto, por favor consulte el anexo.

Ahora, entenderemos que el cambio porcentual en un tipo de cambio es igual al cambio porcentual en función del índice nacional de precios sobre el índice externo de precios; esto es, la relación de paridad del poder de compra. Osea que un tipo de cambio bilateral nominal es un precio relativo de una canasta de bienes y servicios entre dos países.

Por otra parte, el enfoque monetario considera que el tipo de cambio es el precio relativo de dos activos y del monto en circulación de dos monedas. El público sostiene una determinada cantidad de divisas en circulación, señalando a través de la oferta y demanda, su precio relativo; éste será el tipo de cambio de equilibrio o paridad técnica. El equilibrio resultará de una igualación de la demanda y oferta monetarias en el mercado nacional.

Si la demanda de moneda local aumenta con respecto a la divisa, entonces el tipo de cambio real se aprecia y si la oferta de la moneda local aumenta más que la divisa, entonces se deprecia. Pero en realidad, los ajustes en el tipo de cambio no obedecen únicamente a movimientos monetarios, sino que las expectativas racionales de los agentes económicos sobre variables como el saldo comercial, la cuenta de capital, la inflación y la paridad cambiaría misma, alientan las variaciones hacia arriba o hacia abajo en el nivel del tipo de cambio.

A partir de 1990, se registró una estabilización del tipo de cambio como elemento clave de la política monetaria, cuya meta principal era la disminución de la inflación para reducir el costo-país y atraer capital foráneo. El acceso exitoso de México a los mercados financieros internacionales entre 1990 y 1994, así como el

⁹ Mansell Carstens, Catherine. "Las nuevas finanzas en México". México, 1992. Pág. 217.

desarrollo de sus mercados domésticos de dinero y accionario o de capital, se fincaron sobre la estabilidad del peso frente al dólar. La certidumbre cambiaría -un virtual tipo de cambio semi-fijo- era requisito fundamental para que los inversionistas adquirieran instrumentos financieros líquidos mexicanos, puesto que sólo así se garantizaría la rentabilidad de la inversión en términos de la moneda originaria.

Además, un tipo de cambio relativamente sobrevaluado o "caro" (desde la perspectiva del peso) estimularía un gran volumen de importaciones que ingresarían al mercado doméstico y gracias al dólar "barato" se presionarían los precios internos a la baja, lo que redundaría en una diversificación de opciones para el consumidor local, alentándose la demanda efectiva. El inconveniente fue que el peso "caro" restaba competitividad a los productos nacionales aún en su propio mercado, perdiéndose importantes segmentos. La planta productiva nacional dejaba de favorecerse de un tipo de cambio competitivo por uno estable, es verdad, pero ficticio y a la larga insostenible.

Por lo tanto, el tipo de cambio sirvió como "ancla" para contener la inflación, atraer capital foráneo y generar expectativas internas y externas sumamente positivas acerca de la evolución favorable de la economía mexicana y su proceso de reforma estructural. Fue obvio que la viabilidad de las reformas entre 1988 y 1994 se basó en la solidez del peso.

Los flujos crecientes de inversión extranjera directa y de cartera parecían confirmar la impresión optimista sobre México, aunque el déficit en cuenta corriente comenzaba a crecer en forma por demás peligrosa y amenazante contra la estabilidad de la moneda. Pero se desestimaron los argumentos que pedían poner atención en el saldo externo corriente, mientras se señalaban los grandes volúmenes de divisas que llegaban por la vía del mercado de dinero.

Técnicamente, ateniéndose al enfoque monetario del tipo de cambio real de equilibrio (consulte anexo), era claro que el peso mexicano registraba una sobrevaluación desde 1990, la cual comenzó a acentuarse en 1992. Las estimaciones de varios analistas (como veremos más adelante) aconsejaban la devaluación para evitar un déficit insostenible en cuenta corriente (recordemos que un tipo de cambio sobrevaluado subsidia las importaciones), pero el gobierno mexicano creyó compensar el grado de sobrevaluación con el ingreso de elevados montos de inversión de cartera o al menos ganar tiempo para seguir aplicando la reforma estructural. Se creyó que el tipo de cambio nominal era manejable con todo y su creciente distorsión sobre el tipo de cambio real. Más tarde volveremos a este punto.

3.3- La política monetaria bajo la estrategia estabilizadora.

Entre 1988 y 1994 se decidió aplicar una política monetaria restrictiva, es decir, desarticuladora de presiones inflacionarias. Ya hemos visto que el manejo del tipo de cambio fue un elemento clave para presionar los precios internos a la baja, pero esto se complementó con un rígido control sobre los agregados monetarios, de modo que éstos no se expandieran desmesuradamente en ninguno de sus componentes; es decir, la política monetaria se encargó de evitar la formación de excedentes monetarios que ampliaran desmedidamente la liquidez en la economía para no acelerar el ritmo de la demanda agregada hasta un punto de probable "calentamiento".

Los agregados monetarios son los componentes de la masa monetaria, es decir, el conjunto de medios de pago y de depósito disponible en un país. Los agregados se denominan M1 (compuesto por los billetes y monedas en circulación + depósitos a la vista con o sin intereses), M2 (compuesto por M1 + instrumentos bancarios de corto plazo + aceptaciones bancarias en moneda nacional y extranjera), M3 (compuesto por M2 + instrumentos no bancarios a corto plazo) y M4 (compuesto por M3 + instrumentos a largo plazo).¹⁰

El criterio que pone énfasis en el control de la inflación a través de la rigidez en la política monetaria es uno calificado como "monetarista" y parte de que la inflación es un fenómeno monetario; estima que no habrá inflación si no hay una gran expansión de la base monetaria y que un crecimiento del dinero en circulación generará presión inflacionaria. En rigor, si se sostiene una tasa baja de expansión de la base monetaria se tendrá una baja inflación. Por esto fue que se destacó la política monetaria como "palanca" de la estabilización. El M1 y el M2, en donde se ubica la creación primaria del dinero, evidencian un control durante estos años. La estrategia de estabilización atribuyó principalmente a la expansión y contracción monetarias el alza o la baja de la inflación, sin dejar de lado el aspecto de las expectativas o factor psicológico, de gran impacto en países como el nuestro; en este sentido, se concertaron los "pactos".

Las tasas de interés recogen un componente inflacionario y por lo mismo, son una expresión clara de la orientación de la política monetaria. Si por un lado había contracción en cuanto a la creación de dinero, por otro se alentaban la inversión y la producción por la vía de la reducción en los niveles de las tasas de interés. De este modo, aunque dichos niveles del interés doméstico eran aún altos en comparación con los prevalecientes en los principales países socios de México, para no perder

¹⁰ Diccionario de Términos de la Administración Pública, SECOFI, 1994.

competitividad en los mercados internacionales de dinero, hacia el interior de México alentaban un crecimiento moderado.

Hasta 1988, el gobierno mexicano ejercía una política monetaria muy "volcada" hacia adentro. Se fijaban las tasas de interés, el crecimiento de la base monetaria y el requerimiento de regulación de reservas (después conocido como "encaje legal" y últimamente como coeficiente de liquidez)¹¹ con base en la evolución del mercado interno, sin gran incidencia de factores externos. El encaje legal (reserva de los bancos en el banco central por obligación legal y susceptible de ser utilizada por el gobierno o para financiar quiebras de los mismos bancos) era un medio de financiamiento del gobierno ante la ausencia de un mercado de dinero moderno y eficiente para colocar deuda y obtener liquidez¹². Cuando el gobierno incurrió en el gasto y endeudamiento excesivos, se distorsionó el uso del encaje legal; al acceder México a los mercados internacionales de dinero y desarrollar uno propio, dejó de financiarse el gobierno a través de los bancos y a utilizar las tasas internacionales de interés como referencias para regir su fondeo.

El uso del encaje legal (hoy coeficiente de liquidez) era incompatible con la modernización económica; el crédito doméstico debía ser absolutamente libre, pues ello era consecuente con la lógica del libre movimiento de capital y finalmente, el encaje legal desapareció en 1991. Igualmente, la manipulación de las tasas de interés dejó de ser necesaria al momento en que las tasas internacionales eran referencia forzosa para fijar el costo del dinero interno. Por todo esto, el acceso de México a los mercados internacionales influyó determinadamente en la política monetaria.

La estabilización del tipo de cambio, de la inflación y de las tasas de interés se "engancharon" a una política monetaria orientada por la lógica de la inserción de México a la globalización y bastante sensible a las variaciones del factor monetario internacional, lo que se tradujo en una agudizada vulnerabilidad de la economía mexicana ante eventos externos distorsionantes. Entre 1990 y 1993, la estrategia de estabilización pareció exitosa y se constituyó en símbolo de la viabilidad de la política económica liberal que se aplicaba en México. Las condiciones internacionales eran propicias para los "deslumbrantes" mercados emergentes, de los cuales nuestro país era líder indiscutible.

¹¹ Basagoitti, Manuel. "La liquidez del gobierno", Excélsior, 16 de julio de 1996, Pág. 9-C.

¹² Ibid; Pág. 10-C.

3.4- La Nueva Deuda Externa: Bursatilización de los Flujos de Capital.

Ya hemos analizado en el capítulo anterior el importante cambio en las fuentes de liquidez internacional, así como el funcionamiento de los mercados de dinero. También establecimos que México destacó como mercado emergente y llegó a tener un amplio acceso al financiamiento que provenía de la inversión de cartera, la cual hizo de México uno de sus principales destinos en América Latina.

Los instrumentos comercializados en los principales mercados de dinero son operados extrabursátilmente, es decir, por fuera de la bolsa de valores. En México, en cambio, los instrumentos sí se operan con la ayuda de la bolsa; aunque la suscripción se realiza vía telefónica, el registro se lleva en la bolsa. Los principales instrumentos mexicanos son los siguientes:

Cetes: certificados de la Tesorería emitidos por el gobierno mexicano al portador, subastados regularmente y que desde 1990 se consideran instrumentos de los mercados internacionales de dinero, porque ya pueden ser adquiridos por extranjeros a través de sociedades de inversión. Sus rendimientos son los más bajos.

Papel comercial: emitido por empresas, bancos e instituciones financieras para cubrir parte de su inversión en moneda extranjera; el rendimiento depende de la calificación crediticia de la empresa que lo coloca. Existe el papel bursátil y el extrabursátil.

Aceptaciones bancarias: emitidas por bancos para obtener recursos que financian créditos directos. Tienen alto rendimiento por ser una obligación primaria del banco que los acepta. Es una obligación de pago que un banco tienen con otro.

Bondev: bonos de desarrollo emitidos por el gobierno federal a uno y dos años, que pagan un servicio de interés cada 28 días y son subastados como los Cetes.

Tesobonos: bonos de la Tesorería emitidos a seis meses y un año, indizados al tipo de cambio vigente con el dólar.

Ajustabonos: bonos emitidos por el gobierno a plazos de entre tres y cinco años y que pagan un cupón trimestral (es decir, un pago de intereses) indizado a la inflación, lo que genera un rendimiento real¹³.

¹³ Mansell Carstens, Catherine. Op. Cit., págs. 153-177.

En realidad, todos los anteriores son títulos de deuda. Los Cetes, bondes, tesobonos y ajustabonos son títulos de deuda pública que el gobierno coloca para obtener liquidez y financiar compromisos de pago y eventuales desequilibrios en la balanza de pagos, especialmente en la cuenta corriente. Prácticamente, lo obtenido por la colocación de estos valores equivale a deuda de corto plazo, sumamente costosa por cuanto a la tasa pasiva de rendimiento que se debe liquidar a los tenedores de los referidos títulos, además del monto mismo de la suscripción (es decir, lo que se pagaba por el título).

Anteriormente a los años noventa, el financiamiento externo de México había provenido del crédito otorgado por la banca privada e instituciones financieras internacionales. En poco tiempo, los acreedores de México pasaron a ser las sociedades de inversión foráneas que operaban los ahorros de pensionados, trabajadores e inversionistas sindicados, suscribiendo valores gubernamentales mexicanos con atractivos rendimientos. Los mercados de dinero y accionario (o de capital, en donde cotizan acciones de las empresas) mexicanos se convirtieron rápidamente en los que mayor volumen de inversión captaron en toda Latinoamérica.

Las ventajas que tenía el acceso al financiamiento de inversión de cartera, eran considerables: prestigio internacional, obtención de recursos sin intermediarios y flujos de capital sin límite que permitirían equilibrar la balanza de pagos. La acelerada apertura comercial y la estabilización del tipo de cambio alentaban un creciente déficit de cuenta corriente -como ya lo hemos analizado-, el cual debía ser forzosamente compensado con un saldo favorable en la cuenta de capital. En verdad, la única salida a la balanza comercial deficitaria, sin abandonar la estrategia estabilizadora (lo que implicaría limitar la apertura y devaluar el peso), era la colocación de títulos de deuda de corto plazo.

La confianza y certidumbre sobre la orientación de la política económica de un país, así como la congruencia de sus políticas monetaria y fiscal, eran requisitos obligados para que fluyera inversión foránea a su mercado de dinero. Varios países de Latinoamérica y Asia ejecutaron una reforma estructural orientada a erigir economías de mercado e insertarlas plenamente en la tendencia globalizadora. Algunos de esos países tenían una gran potencialidad de desarrollo y pagaban rendimientos muy atractivos a los tenedores de sus valores públicos y privados. Esto originó el "boom" de los mercados emergentes, destacando México entre ellos.

Entre 1990 y 1993, México sorprendió al mundo por los grandes flujos de inversión que atrajo. En 1992, emitió el 25% de los valores colocados por los países

en vías de desarrollo en su conjunto¹⁴; Miche Howell, de la firma de correduría Baring Securities, consideró que México era uno de los mejores destinos mundiales de la inversión de cartera. Morgan Greenfield, otra poderosa firma, opinaba lo mismo¹⁵. Estos y otros muchos analistas subestimaban los alarmantes datos sobre el déficit comercial y la sobrevaluación del peso, cuestiones que creían manejables. Más de 60 mil millones de dólares se invirtieron en la bolsa mexicana durante esos tres años; en 1993, la bolsa mexicana fue la más rentable del mundo.

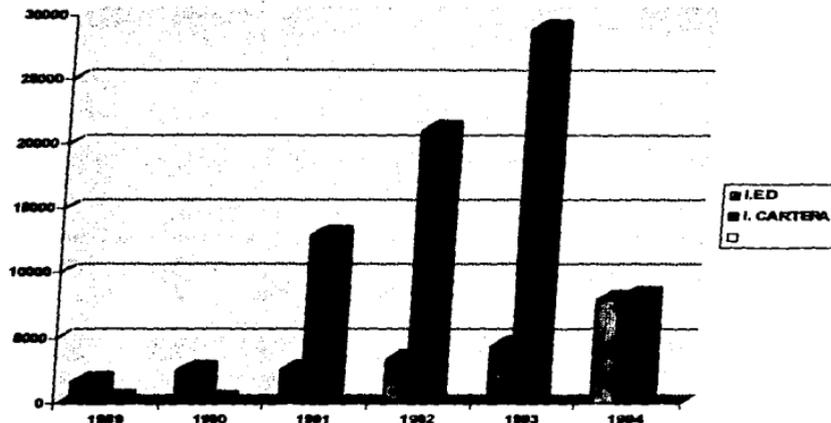
El fuerte ingreso de inversión foránea líquida significó un elevado flujo de divisas que el Banco de México tuvo que "esterilizar" con decrementos en la base monetaria; es decir, un incremento en la disposición de divisas tenía que ser equilibrado con menos circulante para desactivar probables presiones inflacionarias que darían "al traste" con la estrategia estabilizadora. La dependencia del país con respecto a la inversión de cartera fue acrecentándose peligrosamente; la naturaleza de ese capital era la volatilidad y la especulación extremas ante cualquier variación negativa en el nivel de las reservas internacionales o algún signo grave de inestabilidad económica, política o social. Si esto último acontecía, era previsible la salida masiva de esos fondos de inversión de cartera.

Por lo tanto, la inversión con estas características tenía un claro potencial desestabilizador; sin embargo, el gobierno mexicano apostó a esos flujos y ligó su estrategia al ingreso de los mismos. En la siguiente ilustración, podremos notar la importancia que rápidamente cobró la inversión de cartera sobre la directa entre 1991 y 1994. La tasa de crecimiento de la inversión directa es considerable y permaneció estable, pero los volúmenes de la inversión de cartera fueron mucho mayores (Véase Gráfica 2 en la siguiente página).

¹⁴ Baira, Ariel. "Reflexiones acerca del sistema monetario internacional", México, CEMLA, 1994. Pág. 145.

¹⁵ Wyler, John. Nota de *The Wall Street Journal*, 26 de enero de 1993, Pág. 5.

FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA Y DE CARTERA
(Gráfica 2. Dada en miles de millones de dólares)



Fuente: *Economic Review*. Baring Securities Inc. N.Y. Marzo de 1996.

3.5- El derrumbe financiero mexicano: los desequilibrios domésticos.

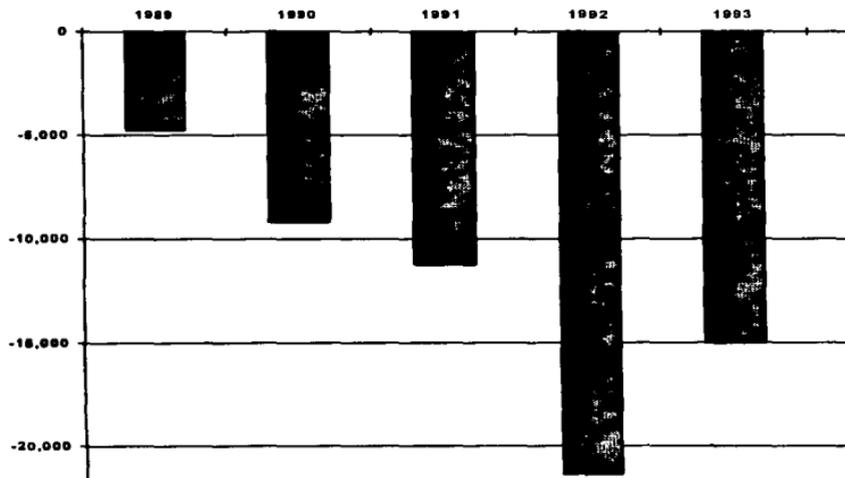
3.5.1- El acentuado déficit en cuenta corriente.

La acelerada apertura comercial fue un requisito clave en la estrategia de modernización económica del gobierno. Esto se tradujo en un creciente déficit de cuenta corriente (que incluye las balanzas comercial y de servicios, así como el pago de intereses de la deuda), debido a que la economía nacional no pudo igualar el ritmo de su dinamismo con el de la apertura. Si bien las exportaciones crecieron a una tasa considerable (11.7% anual promediado entre 1990 y 1994. Véase

nuevamente la gráfica 1), las importaciones registraron una tasa mucho mayor (21.1% anual promediado en el mismo período y partiendo de un déficit en 1989)¹⁶.

Prácticamente todos los rubros de la cuenta corriente registraron un desequilibrio negativo. Los intereses por servicio de la deuda siguieron creciendo, así como los gastos de viajeros al exterior. De este modo, el saldo negativo de la cuenta corriente pasó de -2,922.1 en 1988 a -28,714.8 en 1994, es decir, 982.6% más en sólo seis años. Mientras el déficit en cuenta corriente creció casi diez veces más ese período para llegar a representar casi 9% del PIB, éste creció en promedio 3.0% en esos seis años¹⁷. Evidentemente, el país consumió mucho más de lo que produjo y exportó. (Véase la Gráfica 3)

DEFICITS ANUALES DE LA BALANZA COMERCIAL DE MEXICO
(Gráfica 3. Datos en miles de millones de dólares)



Fuente: Banco de México. Informe Anual. 1995.

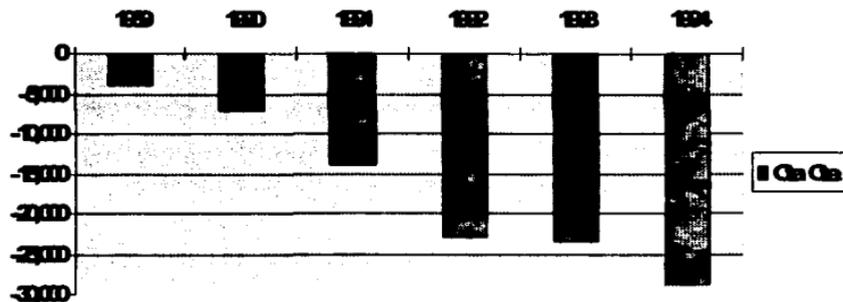
¹⁶ Cálculo personal con base en datos del informe anual del *Banxico* de 1995.

¹⁷ Cálculo personal con base en datos del informe anual del *Banxico* de 1995.

La estrategia de estabilización del tipo de cambio se ligó perniciosamente con la apertura comercial para sentar las bases del explosivo crecimiento del déficit en cuenta corriente (véase gráfica 4). Sencillamente, un déficit de casi el 9% del PIB, como hemos mencionado ya, era insostenible para una economía como la nuestra; entre 1990 y 1993 había sido posible financiar el déficit con el fuerte ingreso de inversión foránea, es decir, un saldo ampliamente positivo en la cuenta de capital. Esto había permitido equilibrar la balanza de pagos y mantener estable el tipo de cambio nominal. Pero era claro que cualquier interrupción en el ingreso de capital a México sería desastroso. Y tal cosa sucedió en 1994; regresaremos a esto más adelante.

El nivel del saldo negativo de la cuenta corriente indicaba que México vivía por encima de sus posibilidades financiado por un flujo de inversión foránea demasiado volátil, lo que incrementó la dependencia del país con respecto a las variaciones en los factores externos. Todo esto implicaba un potencial colapso a corto plazo que algunos analistas previeron dentro y fuera de México, pero que ciertamente no fueron escuchados. De cualquier forma, en 1994 el déficit corriente era demasiado grande como para ser financiado en medio de un escenario con interrupción en el influjo de inversión foránea.

EVOLUCION DEL DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE
(Gráfica 4. Dada en millones de dólares)



3.5.2- La sobrevaluación técnica del peso.

Ya hemos visto que la estabilidad del peso era un punto toral en la estrategia estabilizadora. El abatimiento de la inflación, la captación de enormes volúmenes de inversión extranjera directa y de cartera, así como el prestigio y credibilidad interna y externa acerca del buen ritmo del proceso de reforma económica de México, descansaron en gran medida sobre la política del tipo de cambio estable. De hecho, el medio para financiar el déficit en cuenta corriente, que era la inversión de cartera, fue posible gracias al tipo de cambio estable. La adquisición de títulos de deuda mexicanos se realizaba con base en la certidumbre que a los inversionistas foráneos les garantizaba un peso sólido, sin amenazas de devaluación drástica.

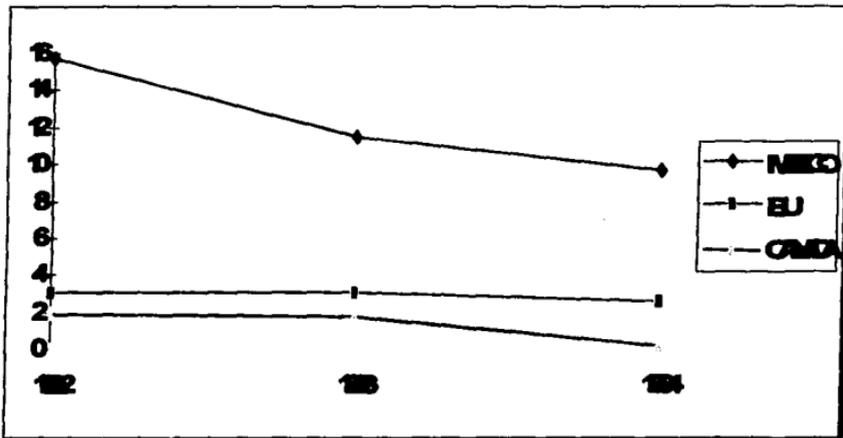
Conforme aumentaba el déficit de la balanza comercial, era más evidente la sobrevaluación del peso. Si bien es cierto que cuando una economía está expandiéndose generalmente incurre en déficit de cuenta corriente, debido a que la ampliación de demanda agregada en sus componentes de gasto y consumo absorben más importaciones, lo que en México acontecía no era resultado básicamente de ello. Era claro que la economía mexicana crecía después de una larga recesión e importaría consecuentemente en mayor grado, pero es más correcto afirmar que el mencionado déficit corriente se debía a un tipo de cambio sobrevaluado que equivalía a un peso "caro" que abarataba las importaciones y encarecedor de las exportaciones, generando una tendencia a importar en mucho mayor medida que a exportar, situación que dislocó el mercado interno.

Igualmente, tenemos que la inflación en México era todavía alta, pese a los grandes avances en su control y abatimiento en comparación con los niveles inflacionarios de sus principales socios comerciales (Véase gráfica 5). El diferencial inflacionario debió haber indicado, en rigor técnico, el nivel de la depreciación del peso para que no perdiese competitividad la economía mexicana, pero ese criterio racional se supeditó a la prioridad de la estrategia estabilizadora (Véase nuevamente la gráfica 3). La mayor inflación mexicana tenía que reflejarse en el valor del peso, pero al no depreciar correspondientemente el tipo de cambio (es decir, si en 1991 la inflación fue de 19%, el peso tuvo que depreciarse un poco más que eso para mantenerse competitivo, pero la depreciación fue de sólo 12%)¹⁸, resultó que México tenía una moneda nacional cuyo valor nominal con respecto al dólar estadounidense estaba "inflado", hecho negativo que habría de revertirse con una gran devaluación.

¹⁸ Mariño Zea, Luis. Nota de *El Economista*, 19 de marzo de 1995, Pág. 4.

DIFERENCIALES INFLACIONARIOS ENTRE MEXICO, E.U. Y CANADA

(Gráfica 5. Dada en términos relativos de aumentos acumulados anualmente en precios al consumidor)



Fuente: Blomberg System. SHCP, Diciembre de 1996.

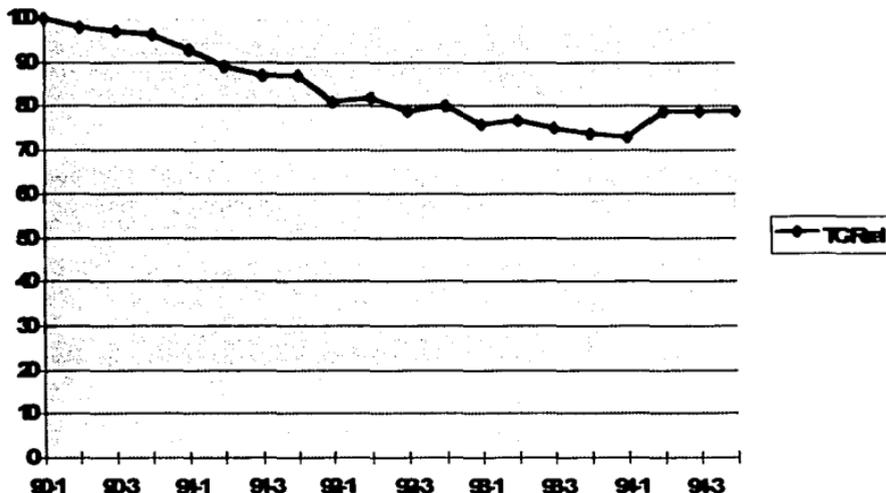
La sobrevaluación técnica del peso (dada por el diferencial inflacionario y el déficit comercial) fue destacada anticipadamente por varios analistas, los cuales señalaron los enormes riesgos que tendría para México sostener una paridad pesodólar ficticia. En un excelente análisis político-económico titulado "México: una frágil estabilidad", de Andrew Reding y Christopher Whalen, del World Policy Institute y de Whalen Company, respectivamente y publicado en agosto de 1992, señalaban la fragilidad del peso y el peligro de la dependencia con respecto a la inversión de cartera. El prestigiado economista Rudiger Dornbush, del Massachusetts Institute of Technology (MIT), señaló en noviembre de 1992 que el peso estaba sobrevaluado y que México debía devaluar inmediatamente para corregir el déficit en cuenta corriente¹⁹, mientras que en marzo de 1993, Paul Krugman insistía en la necesidad de una devaluación del peso²⁰.

¹⁹ Keaton, Anne. Nota de *The Wall Street Journal*, 27 de noviembre de 1992, Pág. 26.

²⁰ Ramos, Stephen...Op. Cit., Pág. 51.

A fines de 1994, el peso estaba muy sobrevaluado y todo indicaba que tendría que devaluarse. El gobierno mexicano creyó que una devaluación drástica se podría evitar con sólo acelerar el deslizamiento controlado del peso frente al dólar que se tenía desde 1991 y con un mayor ingreso de inversión externa de cartera, la cual había descendido dramáticamente durante 1994, pero se confiaba que recuperaría su ritmo en 1995. El tiempo no alcanzó, como desafortunadamente pudimos constatar después. (Véanse gráficas 6 y 7).

EVOLUCION TRIMESTRAL DEL TIPO DE CAMBIO PESO/DOLAR
(Gráfica 6. Nivel de tasas reales ajustado por diferenciales de inflación)

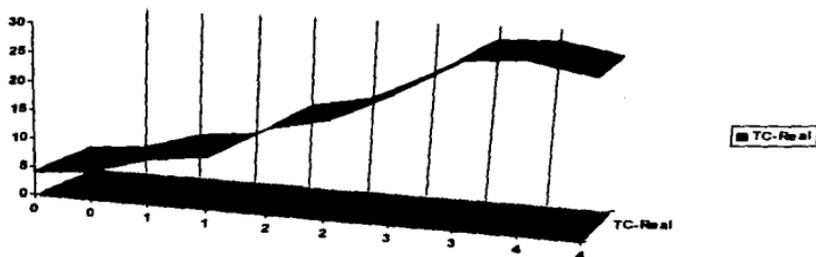


*.- La cifra "100" indica el nivel de equilibrio técnico o de alineación entre el dólar y el peso, situación que se dio a principios de 1990.

Fuente: Bloomberg System, SHCP, Diciembre de 1996.

SOBREVALUACION DEL TIPO DE CAMBIO REAL

(Gráfica 7. Dada en términos porcentuales de acumulación con referencia semestral entre 1990 (año base señalado como "0" en la gráfica) y 1994)



*- Los números en series de "0-0", "1-1", etc., significan los dos semestres de 1990, 1991... Hasta 1994.
Fuente: *Oxford Economic Forecasting, World Economic Prospects, Junio de 1995.*

Como podrá apreciarse en esta ilustración, el nivel de sobrevaluación del tipo de cambio real fue acentuándose cada año, sobre todo entre 1993 y 1994, cuando la apreciación del peso frente al dólar registró un aumento a todas luces insostenible en el mediano plazo.

3.5.3- El incongruente relajamiento de la política monetaria.

Entre 1989 y 1993 se había aplicado una política monetaria restrictiva y orientada al abatimiento de la inflación, como hemos visto anteriormente. En 1993 se observó una clara recesión de la economía que se reflejó en un escuálido crecimiento del PIB: 0.4%. En 1994 se tenía un condicionamiento político, ya que habría elecciones federales y era preciso estimular un crecimiento económico. El gobierno mexicano no caería en la insensatez política de restringir el crédito interno ni prolongar la recesión de 1993; empero, tampoco podía permitir una inflación que hiciera fracasar su rigurosa estrategia estabilizadora.

Por lo tanto, la meta de inflación a un dígito se mantuvo. La política monetaria relajó sensiblemente su control sobre los agregados monetarios, especialmente en el M1 y el M3, o sea billetes y monedas en poder del público, así como la emisión de

titulos líquidos de deuda de corto plazo. Este relajamiento contribuyó a la ampliación de la demanda agregada, que se reflejó en un crecimiento del 3.5% del PIB durante 1994²¹. La "burbuja" inflacionaria que pudo haber creado este crecimiento estimulado a través de una mayor oferta monetaria doméstica (Moises Naim en su estudio "The non-mexican story of Mexico" afirma que durante 1994 la base monetaria fue incrementada en más de 20%), fue disipada con un tipo de cambio sobrevaluado, el cual a su vez alentó un enorme déficit de cuenta corriente como ya lo vimos en los dos apartados anteriores.

La interrupción del flujo de capital líquido a México en 1994 significó una menor disposición interna de divisas; si a esto adicionamos el enorme saldo negativo de la cuenta corriente, tendremos que lo correcto en política monetaria sería la adopción de medidas restrictivas; pero debemos recordar que el año era de elecciones y no era factible inducir una recesión económica. Por esto decimos que la política monetaria fue incongruente: amplió la oferta monetaria, mantuvo la tendencia en la disminución del nivel en las tasas de interés, continuó reduciendo la inflación y sostuvo un tipo de cambio sobrevaluado sin depreciar debidamente al peso; todas estas medidas eran incongruentes entre sí, desde la perspectiva monetaria.

Es insoslayable el hecho de que el acceso de México a los mercados de dinero en esos momentos se basaba en un tipo de cambio estable y la baja en la inflación; modificar esas dos variables no era algo aconsejable para el país. La limitante externa fue crucial para que México incurriera en errores de política monetaria. Así, tenemos que el abultado déficit en cuenta corriente, el tipo de cambio sobrevaluado y la incongruencia de la política monetaria fueron "bombas" que estallaron al final de 1994, cuando se conjugaron con factores externos nada favorables.

3.6- El clima negativo del exterior.

3.6.1- El aumento en las tasas de interés internacionales.

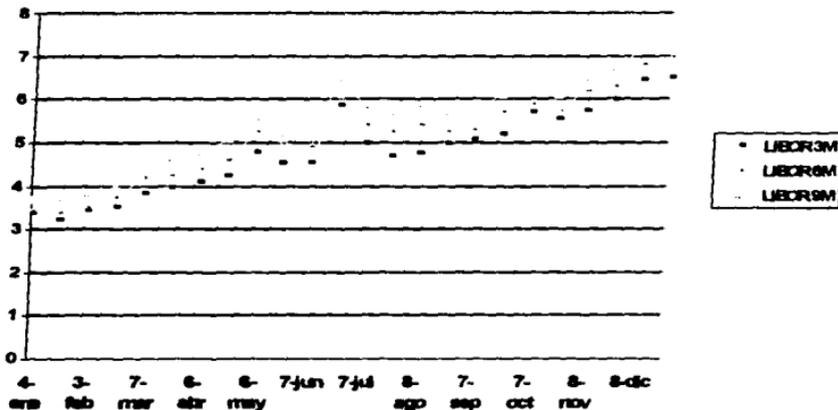
Durante 1994 se suscitó un fenómeno propio de la inestabilidad del SMF que habría de perjudicar sensiblemente a países como México. Resulta que al observarse una expansión considerable de la economía estadounidense, la Reserva Federal (dominada por criterios conservadores y ortodoxos) creyó que un crecimiento fuerte desataría presiones inflacionarias; para contrarrestar dichas presiones, el camino fue una elevación en los niveles de las tasas de interés en

²¹ Vargas, Lucia. Nota de *El Financiero*, 20 de mayo de 1995, Pág. 7.

Estados Unidos, lo que influyó en un aumento de la tasa LIBOR (la principal tasa de interés internacional de referencia) y esto repercutió finalmente en todos los mercados de dinero y de capital. En la siguiente gráfica puede notarse claramente la gran inestabilidad que se registró en los niveles de la tasa de interés internacional LIBOR en sus tipos de corto plazo, ya que éstos se ubicaban por debajo del 3.5% al iniciar el año y lo cerraron por arriba del 6.5% (El tipo de interés a 9 meses incluso se llegó a ubicar en 7.25% el 23 de diciembre de 1994. Véase gráfica 8).

COMPORTAMIENTO DE LA TASA LIBOR A 3, 6 Y 9 MESES DURANTE 1994

(Gráfica 8. Dada en términos porcentuales)



Fuente: Oxford Economic Forecasting, Monthly Review, Junio de 1995.

Aquí conviene precisar el por qué de las trascendencia de las tasas de interés internacionales. Existen empresas calificadas de la calidad de riesgo que tiene un título, papel o valor emitido por algún país (sea el gobierno o una empresa), basándose en elementos como la salud de las variables macroeconómicas, las dimensiones de una economía determinada o el sentido y ritmo de un proceso de reforma económica. Los países desarrollados obtienen "investment grade" o grado óptimo de inversión, que es una elevada calificación de cero riesgo para valores que emita ese país en los mercados internacionales.

Dicha calificación permite que el emisor pague un menor "premio" o rendimiento al tenedor de sus valores²⁴. Estados Unidos, obviamente, tiene grado óptimo de inversión. México, en cambio, en 1994 aun estaba en el camino a lograr esa alta calificación que le permitiría reducir sus tasas de rendimiento pasivas y optimizar el costo de su fondeo; empero, en el proceso el país quedó expuesto a que cualquier incremento en las tasas de interés estadounidenses e internacionales, presionarían sus propias tasas, si no quería que la inversión externa se contrajera.

RENDIMIENTO EN BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS
(Cuadro 19. Dado en términos porcentuales en tasa nominal)

Plazo	Ubicación 04-01-1993	Ubicación 20-12-1993	% de Cambio*	Ubicación 03-01-1994	Ubicación 19-12-1994	% de Cambio*
a 3 meses	3.136	3.115	-0.0206	3.084	5.703	2.6182
a 6 meses	3.349	3.318	-0.0314	3.338	6.527	3.1884
a 1 año	3.513	3.591	0.0783	3.630	7.120	3.4897
a 2 años	4.442	4.198	-0.2441	4.308	7.580	3.2727
a 3 años	4.927	4.536	-0.3912	4.614	7.707	3.0923
a 5 años	5.890	5.189	-0.7005	5.294	7.764	2.4695
a 10 años	6.573	5.809	-0.7647	5.906	7.804	1.8983
a 30 años	7.317	6.300	-1.0175	6.418	7.839	1.4218

*.- Se refiere al porcentaje de incremento o decremento que el nivel de los rendimientos (tasas activas) observaron entre las dos fechas precedentes en las columnas respectivas.

Fuente: Bloomberg System. SHCP, Diciembre de 1996.

Durante 1993, los rendimientos en los "U.S Treasury Bonds" o bonos del Tesoro de Estados Unidos registraron un ligero decremento en todos sus plazos, pero en términos generales se mantuvieron estables. No sucedió lo mismo en 1994, cuando se observaron importantes alzas en los todos los papeles, especialmente en los de menores plazos, que son los que influyen con mayor fuerza sobre el resto de los mercados internacionales de capital. Las alzas en el mercado estadounidense de capital habrían de interrumpir los flujos de inversión a los mercados emergentes como México, país que no corrigió eficazmente el nivel de sus tasas de interés.

Quando en Estados Unidos y en los mercados internacionales se elevaron las tasas de interés, la presión para que México elevara proporcional y correspondientemente sus tasas domésticas, fue clara. Pero como México también aplicaba en ese momento una estrategia estabilizadora que perseguía abatir la inflación y estimular la demanda agregada, sus tasas de interés no sólo no se elevaron, sino que mantuvieron su tendencia declinante. Este "desfase" costó la pérdida de competitividad de los títulos mexicanos de deuda y una substancial disminución del atractivo de los mercados de dinero y de capital; esto impactó negativamente a los flujos de inversión de cartera que México requería para

²⁴ Recomendamos al lector que profundize más en este asunto. La obra de Catherine Mansell que aquí hemos citado insistentemente, es una excelente referencia.

compensar el creciente déficit de cuenta corriente. De este modo, el aumento en las tasas de interés internacionales se convirtió en uno de los más influyentes factores para el estallido de la crisis financiera mexicana por ausencia de liquidez y de solvencia.

3.6.2- Reorientación de los flujos de inversión de cartera.

Como hemos analizado, los mercados de dinero son una de las principales fuentes de liquidez internacional. Pero esta "fuente" se distingue por su gran sensibilidad para permitir su flujo, es decir, la circulación de los recursos. La volatilidad y la especulación dominan la orientación y volumen de los flujos de la inversión de cartera. De hecho, se dirigen sólo hacia los mercados que les ofrecen mayores rendimientos y menor grado de riesgo. Justamente, ésa es la lógica: a mayor riesgo, mayor rendimiento y viceversa.

México cuenta entre los países que tienen un mayor grado de "riesgo". Si desea lograr que sus mercados sean competitivos para atraer considerables montos de inversión, deberá ofrecer elevadas tasas de rendimiento mientras no reduzca su nivel de riesgo y obtenga mejor calificación de sus valores. Esta esencia especulativa de la inversión de cartera es muy peligrosa para las economías que dependen en gran medida de ella. Evidentemente, el gobierno mexicano hizo depender rápidamente el éxito de su estrategia estabilizadora de la colocación de valores en los mercados voluntarios y su aceptación por los inversionistas.

En 1994, la elevación de las principales tasas de interés internacionales implicó, de entrada, un fuerte reflujo de capital hacia la inversión en títulos y papeles de los países desarrollados; después, la inversión se dirigió a los mercados que ofrecieran mejores rendimientos. En México, país líder de captación de este tipo de inversión en 1993, se tenía un año político con graves turbulencias y un contexto de reducción en las tasas de interés domésticas. Si el "gancho" del "boom" de los mercados emergentes era que éstos ofrecían atractivos rendimientos (tasas activas) en sus títulos de deuda y tenían prácticamente un bajo riesgo, resultaba que México ofrecía bajos rendimientos a los inversionistas del mercado de dinero y presentaba, adicionalmente, un acrecentado riesgo.

Ante tal panorama, la inversión de cartera dejó de fluir a México y se reorientó con gran rapidez a otros países en desarrollo e incluso, a varios países desarrollados; esta reorientación de los flujos de capital significó una remarcada pérdida de liquidez de nuestro país que prosiguió durante todo el año de 1994 hasta que finalmente cayó en la insolvencia.

3.6.3- Variación negativa de las reservas internacionales

El amplio saldo positivo en la cuenta de capital había compensado con creces el gran déficit en cuenta corriente de México entre 1989 y 1993. El ingreso de divisas era considerablemente mayor al egreso y esto se reflejó en la mayor acumulación de reservas internacionales; el volumen de éstas creció más de 240% entre 1990 y 1993, observándose una tasa promedio de crecimiento de 43.2% anual²³. Con el último nivel de 1993, las reservas internacionales se ubicaban en 24,530 millones de dólares, lográndose una cobertura de casi 13 meses del déficit en cuenta corriente, un indicador muy positivo y de buena señal para los mercados²⁴.

El elevado índice de volumen de reservas internacionales era un factor de certidumbre sobre la solidez de la economía mexicana para los inversionistas. Si bien es cierto que la liquidez de una economía nacional no se mide tanto por sus reservas como por su grado de acceso a los mercados internacionales de dinero y de capital -lo cual explicamos más a fondo en el capítulo 2-, para economías como la mexicana cabe introducir un importante matiz. El sector externo es muy frágil en México; normalmente se registra un déficit en cuenta corriente y un elevado endeudamiento externo. El servicio de este endeudamiento consume un porcentaje importante de las exportaciones (casi el 20% en 1994) y por ende, un volumen amplio de reservas internacionales en el Banco Central permite mantener estable el tipo de cambio y el crédito del país en el exterior.

Por lo tanto, una disminución en las reservas representaba una pérdida de liquidez, una amenaza real para la estabilidad del peso y una posibilidad clara de que el país quedara incapacitado para financiar su abultado déficit comercial, así como para cubrir sus obligaciones de pago por el servicio de la deuda externa. Una disminución drástica en el volumen de las reservas era considerado, bajo esta lógica, como una señal alarmante acerca de la viabilidad económica de México. Hasta 1993, las reservas acumuladas eran cuantiosas y brindaban confianza.

En 1994, la situación cambió. Dicho año, como ya mencionamos, era político y normalmente en ese contexto hay una gran cautela en los mercados, por lo que el flujo de divisas al país se redujo; como también era claro que el tipo de cambio estaba sobrevaluado, los inversionistas de cartera comenzaron a dejar de suscribir títulos de deuda mexicana. Estas dos vías de presión contra el flujo de divisas se

²³ Cálculo personal con base en datos del informe anual del *Banxico* de 1995.

²⁴ Según los criterios de varias firmas de análisis macroeconómico, un país como México debiera cubrir no menos de nueve meses de saldo nominal negativo en su balanza comercial, con sus reservas internacionales. Para comprensión de estos criterios técnicos, consulte el informe anual de *Daiwa Securities*, New York, diciembre de 1995.

combinaron con una situación de crecimiento interno de la economía mexicana que significaba aceleración de la demanda agregada en sus componentes de inversión y consumo, es decir, mayor número de importaciones. En consecuencia, la demanda interna de divisas también creció.

A todo esto agreguemos que durante 1994 el tipo de cambio no incrementó considerablemente su depreciación dentro de la banda de flotación, por lo que el gobierno y banco central mexicanos debían garantizar la demanda interna y externa de divisas con un peso tremendamente subsidiado. El gobierno tuvo que acudir a las reservas del Banco de México para satisfacer la utilización intensiva de dólares en los mercados y en la actividad productiva. En la siguiente ilustración, puede notarse la gran disminución en el nivel de reservas durante 1994, que implicó la pérdida de alrededor de 80% del volumen acumulado hasta 1993. (Véase gráfica 9).

EVOLUCION EN LAS DE RESERVAS INTERNACIONALES DE MEXICO
(Gráfica 9. Dada en millones de dólares)



Fuente: Banco de México. Informe Anual. 1995.

La utilización intensiva de las reservas para mantener la liquidez de la economía en una circunstancia de expansión de la demanda agregada, se debió esencialmente a la desafortunada y dramática disminución en el flujo de divisas que se observó durante 1994 por causas endógenas y exógenas. El resultado obvio de lo anterior se reflejó en una caída substancial en el nivel de las reservas. En el lapso de un año, México perdió el 75% de sus reservas internacionales, lo que aunado a la fuerte reducción en el superávit de la cuenta de capital y el acentuado déficit de cuenta corriente, derivó en una virtual ausencia de liquidez internacional que potenció el estallido de la crisis financiera en diciembre.

La caída de las reservas tuvo otra consecuencia desastrosa para la economía mexicana y de graves implicaciones para la comunidad económica internacional (el célebre "efecto tequila" y el debate sobre el modelo de reforma): la devaluación del peso y la inestabilidad del tipo de cambio, eje clave de la estrategia estabilizadora del gobierno mexicano. El "derrumbe" del peso fue la consecuencia más terrible de la variación negativa de las reservas internacionales.

3.7- Evolución de la balanza de pagos mexicana durante 1994.

Un análisis técnico de la balanza de pagos mexicana durante 1994 evidencia inmediatamente, en términos monetarios, el por qué y las dimensiones del colapso financiero de la economía nacional. Los desequilibrios se acentuaron en el aspecto negativo y redujeron bastante los márgenes de maniobra del gobierno en sus políticas monetaria y cambiaria.

Veamos pues. En 1993 se registró un enorme déficit en cuenta corriente: 23,399.2 millones de dólares; no obstante, también se tuvo un importante superávit en la cuenta de capital por 32,582.2 millones de dólares. Es decir, que el amplio superávit de capital cubrió por completo al déficit corriente, incluso sobró un excedente que impactó positivamente la variación de la reserva internacional por 6,083.2 millones de dólares²⁵. Desde 1989, los crecientes déficits corrientes eran equilibrados con los fuertes superávits de capital.

Aunque técnicamente la balanza de pagos siempre debe cerrar en ceros, la verdad es que en sus dos cuentas se presentan normalmente desequilibrios que se corrigen ya sea por un saldo positivo de una de ellas o recurriendo a las reservas.

²⁵ Dato del informe anual del *Banxico* de 1995.

Entonces, la balanza de pagos no se equilibra realmente, sino que para efectos contables se pone en "ceros", pero los desequilibrios subsisten. En 1994, la balanza de pagos mexicana observó severos desequilibrios que llevaron a la economía nacional a las asringencia financiera.

De este modo, tenemos que el déficit en cuenta corriente se incrementó en 18.5% con respecto a 1993, acumulando un aumento de 982.6% entre 1988 y 1994. En contrapartida, el superávit de cuenta de capital había crecido en más de 2,900% entre 1988 y 1993, pero disminuyéndose el saldo superavitario en 1994 por 64.5% con respecto a 1993. De pronto, en 1994 se tuvo que el superávit de capital sólo cubría 40.22% del déficit corriente, por lo cual se debió disponer de 18,842.2 millones de dólares de las reservas (sumado el rubro de errores y omisiones, menos ajustes de oro-plata y valoración).

En cuanto a egresos de las cuentas de la balanza de pagos, se observó un aumento en los saldos negativos. Por ejemplo, los intereses de los servicios factoriales (es decir, el servicio de la deuda externa) crecieron 9.11% en 1994 con respecto al año anterior, así como 17.62% en las importaciones. Igualmente, la inversión extranjera directa pasó de 4,388.8 a 7,979.6 millones de dólares (incremento de 81.82%), pero la inversión bajó sensiblemente en el mercado accionario (61.85%) y dramáticamente en el mercado de dinero (127.70%)²⁶.

La balanza de pagos en 1994 presenta así, una radiografía del colapso: el déficit en cuenta corriente presentaba un crecimiento desmesurado mientras que el superávit de cuenta de capital disminuía a su menor nivel desde 1990 (Véase cuadro 19). El desplome en el flujo de ingreso de la inversión de cartera, especialmente en el mercado de dinero, fue sintomático de la crisis de liquidez en que cayó la economía mexicana en ese difícil año. Asimismo, los vaivenes en la bolsa mexicana de valores desalentaron la inversión en el mercado de capital (Véase gráfica 10).

²⁶ Cálculos personales con base en datos del informe anual del *Banxico* de 1994.

²⁶ Cálculos personales con base en datos del informe anual del *Banxico* de 1995.

EVOLUCION DE LA BALANZA DE PAGOS DE MEXICO
(Cuadro 20. Dado en miles de millones de dólares)

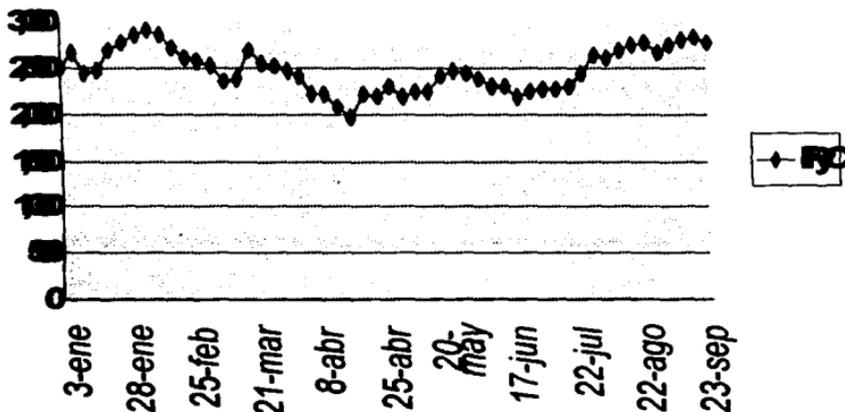
CONCEPTO	1993	1994
I.- CUENTA CORRIENTE	-23,399	-28,785
A.- Ingresos	67,752.1	78,102.7
1.- Exportación de mercancías	51,856.0	60,882.2
2.- Servicios No Factoriales	9,419.2	9,737.3
a) Viajeros	6,167.0	6,317.1
b) Otros	3,252.2	3,420.0
3.- Servicios Factoriales	2,790.0	3,452.3
a) Intereses	2,048.0	2,699.6
b) Otros	742.0	752.7
4.- Transferencias	3,696.9	4,030.9
B.- Egresos	91,151.3	106,886.2
1.- Importación de Mercancías	65,366.5	79,345.9
2.- Servicios No Factoriales	11,549.2	11,909.8
a) Fletes y Seguros	2,180.7	2,639.8
b) Viajeros	5,561.8	5,362.0
c) Otros	3,806.7	3,908.0
3.- Servicios Factoriales	14,219.1	15,615.4
a) Intereses	10,934.4	12,031.4
1) De valores en moneda nacional	2,874.4	2,437.6
2) Otros intereses	8,060.0	9,593.8
b) Otros	3,284.7	3,584.0
4.- Transferencias	16.5	17.1
II.- CUENTA DE CAPITAL	32,582.1	11,548.6
A.- Pasivos	36,184.7	17,018.6
1.- Por créditos y depósitos	2,876.6	852.8
a) Banca de Desarrollo	193.8	1,329.3
b) Banca Comercial	3,427.9	1,180.6
c) Banco de México	-1,174.9	-1,203.2
d) Público	-2,402.1	-1,690.3
e) Privado	2,832.1	1,236.4
2.- Inversión Extranjera	33,308.1	16,165.8
a) Directa	4,388.8	7,979.6
b) De Cartera	28,919.3	8,186.2
1) Mercado accionario	19,718.6	4,087.7
2) Valores moneda nacional	7,405.7	-2,235.3
a) Sector público	7,012.7	-1,942.3
b) Sector privado	393.0	-283.0
3) Valores moneda extranjera	10,797.0	6,323.8
a) Sector público	4,872.0	3,979.8
b) Banca comercial	1,345.0	100.0
c) Privado no bancario	4,580.0	2,244.0
B.- Activos	-3,602.6	-5,470.0
1.- Bienes del Exterior	-1,280.4	-3,503.5
2.- Créditos al Exterior	-281.1	-40.8
3.- Garantías de deuda externa	-564.3	-615.1
4.- Otros	-1,476.8	-1,310.6
III.- ERRORES Y OMISIONES	-3,142.3	-1,649.5
IV.- VARIACION DE LA RESERVA BRUTA	6,083.2	-18,884.4
Ajustes Oro-Plata y Valoración	-42.6	-2.0

Fuente: Banco de México. Informe Anual. 1995.

Este cuadro nos permite comprender la magnitud de las variaciones que se registraron en los distintos rubros de la balanza de pagos mexicana en sólo dos años. Un simple vistazo a las cifras nos ofrece una auténtica radiografía de la debacle financiera que se desató al cierre de 1994. El saldo del déficit comercial se incrementó considerablemente en el segundo año y mientras que en 1993 el déficit corriente pudo ser ampliamente financiado con el enorme saldo positivo de la cuenta de capital, tenemos que en 1994 dicho saldo se estrechó al mismo tiempo que el déficit corriente se amplió significativamente. Un rubro merece análisis aparte: la inversión de cartera se desplomó en forma dramática durante 1994 con respecto al año anterior; la variación en las reservas internacionales también fue sumamente negativa en 1994.

EVOLUCION DEL IPYC DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES EN 1994

(Gráfica 10. El periodo registrado es el comprendido entre el 3 de enero y el 28 de septiembre, es decir, tres trimestres económicos del año)



Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Informe Anual de Operaciones

Durante los tres primeros trimestres de 1994, las variaciones en el Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC) de la Bolsa Mexicana de Valores, fueron considerables. Si bien el índice arrancó fuerte el año, entre marzo y abril llegó a su peor nivel para observar un repunte en mayo y retomar la pendiente en junio, estabilizarse durante julio para registrar un poderoso "rebote" en agosto, bajar nuevamente a comienzos de septiembre y volver a subir a mediados de mes y finalizar el mes otra vez a la baja. Tal inestabilidad obedecía a la incertidumbre política de un año particularmente plagado de sobresaltos y acontecimientos inéditos, amen de un clima exterior negativo por el constante aumento de las tasas de interés internacionales de referencia.

3.8- Limitaciones externas a la corrección de los desequilibrios monetarios de México.

El manejo de cualquier economía es algo verdaderamente complejo; los tiempos se abrevian y los espacios se acortan. Por ende, la aplicación de la política económica debe ser muy cuidadosa e integral contemplando a todos los factores, internos y externos, así como asegurarse de la coordinación eficaz de los aspectos fiscal, monetario, comercial y cambiario, de modo tal que sea la congruencia un rasgo predominante en la política económica. El margen de maniobra lo brindan la solidez del mercado interno, las dimensiones de éste, las potencialidades de la economía interna, la situación geográfica, una evolución positiva de las variables macro y el clima favorable en el exterior. Si cualquiera de estas variables se mueve en sentido negativo, significará una reducción correspondiente en el mencionado margen, a lo cual agregaremos los efectos estacionales de todo ciclo económico en cualquier país.

México estaba en un proceso de reforma estructural de su economía desde principios de los años ochenta; a partir de 1986 se había acelerado la apertura comercial y desde 1988 se había intensificado el proceso completo de reforma. Tradicionalmente, la economía mexicana era frágil en su sector externo y dependía de ingreso de capital foráneo para compensar crónicos déficits en la cuenta corriente; el uso de ahorro externo completaba el insuficiente ahorro interno, es decir, sin eufemismos significaba endeudamiento con el exterior.

La crisis de 1982 dejó sin liquidez al país en un contexto de endeudamiento excesivo, además la creciente interdependencia económica y el predominio del esquema liberal, impidieran que México pudiera retraerse de la tendencia globalizadora y tuviera que reformar estructuralmente su economía para evitar quedar aislado. La cercanía con Estados Unidos y la trascendencia de las relaciones económicas con dicho país, constituyen otro elemento crucial que empujaba la necesidad de reforma.

Entonces, considerando la fragilidad habitual de la economía mexicana, comprenderemos su acendrada vulnerabilidad al encontrarse en una etapa de transición, que por sí misma genera debilidad y desequilibrio en varios sectores. Todos los pasos de reforma económica de México entre 1982 y 1994, fueron para mejorar el perfil del país, pero sobre todo para incorporarlo plenamente a una economía internacional más integrada con una fuerte proclividad a la globalización financiera. La apertura comercial, la liberalización y el repliegue del Estado en la economía, la estabilización del tipo de cambio y de la inflación, así como el saneamiento de las finanzas públicas buscaban mejorar los saldos de la balanza de pagos para incrementar la solvencia de México y con ello atraer flujos de inversión que le proveyeran de amplia liquidez.

Abatir la inflación y estabilizar el tipo de cambio fueron requerimientos que los mercados internacionales exigían a México para que pudiera acceder a las fuentes de liquidez. Dicho en otros términos, una inflación disminuida y un peso estable eran condiciones indispensables para que fluyera inversión extranjera directa y de cartera al país, en un contexto de certidumbre. El SMI necesitaba economías solventes y con amplia liquidez para que no incurrieran en déficits de pagos al exterior que condujeran a devaluaciones drásticas de sus monedas, desestabilizando al conjunto del sistema. México era uno de los principales mercados emergentes con amplio acceso a los mercados internacionales de dinero y de capital, por lo que su estabilidad interna era supervisada y exigida desde el exterior en su calidad de modelo de aplicación óptima de reformas macroeconómicas y de mercado.

En 1994 se dio una coyuntura de ajuste en la oferta monetaria internacional, a través de una elevación de las tasas internacionales de referencia, lo cual fue una reacción de "rebote" por el aumento en las tasas domésticas de Estados Unidos. Esto significó que a México se le cargó el peso de dicho ajuste por vía doble: bajo la tasa LIBOR se regía la mayor parte del servicio de su deuda externa y el acceso a financiamiento de los euromercados²⁷, mientras que Estados Unidos en su calidad de principal socio comercial y financiero de nuestro país, impactaba negativamente la liquidez de México por el aumento de sus tasas de interés.

²⁷ Mansell Carstens, Catherine... Op. Cit., Pág. 134.

En medio de este ajuste de la oferta monetaria internacional, así como de los intentos de la Reserva Federal por desactivar presiones inflacionarias en Estados Unidos, a México se le restringieron las salidas. No podía variar la política económica liberal ni frenar el proceso de reforma estructural, porque perdería confianza y apoyo en el exterior, ni aplicar medidas que indujeran una recesión doméstica en congruencia con el ajuste externo, debido a que el país estaba en una etapa electoral y además se estaba superando la fase recesiva observada en 1993. Para responder al ajuste externo, México tenía que entrar a una recesión que evitara un desequilibrio excesivo en su balanza de pagos.

Ante la elevación de las tasas internacionales de interés y la disminución dramática de los flujos de inversión a los mercados accionario y de dinero, México tenía dos opciones técnicas sin variar el sentido de la política económica: devaluaba el peso o incrementaba las tasas de interés. Con la primera medida se desalentarían las importaciones y estimularían las exportaciones, con lo cual se corregiría el déficit de cuenta corriente; con la segunda medida se lograría parar relativamente la aguda disminución del flujo de inversión de cartera, así como desacelerar la demanda agregada y consecuentemente, bajar la demanda interna de divisas. Ambas medidas permitirían disminuir los egresos de divisas y aumentar su disponibilidad interna; empero, la primera conllevaba presión inflacionaria y la segunda induciría una recesión; ambas, por supuesto, perjudicarían a la estrategia estabilizadora.

La corrección de los desequilibrios monetarios de México estaba supeditada tácitamente al SMI; sencillamente, si el país devaluaba su moneda, se interrumpiría el flujo de inversión de cartera y se cerraría abruptamente el acceso de México a los mercados voluntarios de capital, garantizado por la estabilidad del tipo de cambio; entonces, una devaluación equivalía a inflación, lo cual supondría enajenarse la voluntad y confianza de los inversionistas, como consecuencia de la pérdida de atractivo de los instrumentos líquidos de corto plazo mexicanos por la desvalorización que se daría de los mismos en términos de dólares. Ahora, si elevaban las tasas de interés, como sería el caso de la segunda opción, se provocaría una recesión doméstica en un año electoral que ciertamente no era tolerable desde la perspectiva política.

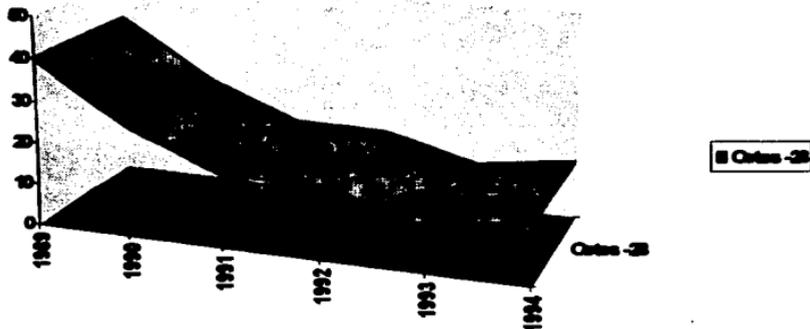
En 1994, como ya hemos visto, la situación fue crítica para la salud financiera del país. Si bien se registraba una expansión de la demanda agregada y consecuente crecimiento económico interno, las fuentes de liquidez se cerraban para México, ocasionando graves desequilibrios monetarios que de todos modos tampoco podían corregirse debido a una coyuntura externa adversa; es decir, en gran medida las dificultades de liquidez en México eran originadas en el exterior y el poco margen para corregirlo también lo era por factores externos. Las características

del arreglo monetario internacional posibilitaban estallidos de crisis como la mexicana en 1994, porque (como vimos en el capítulo 2) hacían recaer el peso del ajuste económico de los países industrializados en las economías de los países en desarrollo, como la nuestra.

Desde luego que la circunstancia interna también influyó considerablemente para el estallido de la crisis; por ejemplo, fue una necesidad el mantener la tendencia descendente en las tasas de interés domésticas. Por lo menos, pudieron frenarse los descensos e incluso, permitir algunos puntos de aumento para que en lugar de que su nivel se ubicara en 14% promedio, fuera de un 18 o 20% (Véanse gráficas 11 y 12). Igualmente, fue irresponsable el grado de expansión de la base monetaria durante 1994, cuando el flujo de divisas al país se redujo substancialmente, algo incongruente en función de que entre 1990 y 1993, con una situación distinta, es decir, de fuerte ingreso de divisas, éste fue "esterilizado" (si hay un fuerte ingreso de capital, se contrae el crédito interno neto en similar proporción para evitar un "calentamiento" de la economía) con el objetivo de no generar inflación²⁸.

EVOLUCION DE LOS CETES A 28 DIAS ENTRE 1989 Y 1994

(Gráfica 11. Dada en términos porcentuales; los niveles de la tasa líder señalados en esta gráfica son los vigentes al cierre de cada año)

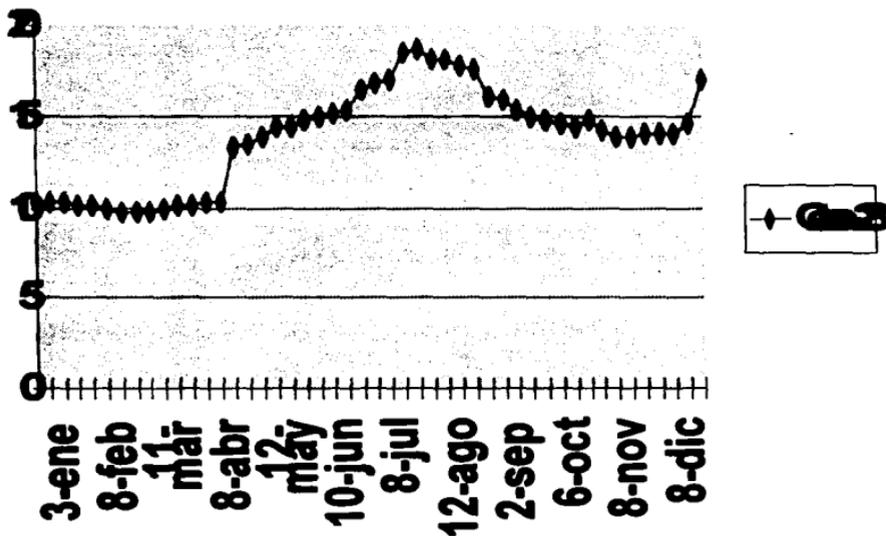


Fuente: Bloomberg System. SHCP. Diciembre de 1996.

²⁸ Ramos, Stephen... Op. Cit., pág. 53, a propósito de una cita de Miguel Mancera, director del Banxico.

El descenso en la tasa líder fue constante a lo largo del período, sobre todo entre 1990 y 1991. En 1989 se ubicaba en 40.2% frente al 10.7% en 1993. Cerró en 14.5% en 1994.

EVOLUCIÓN DE LOS CETES A 28 DÍAS DURANTE 1994.
(Gráfica 12. Dada en términos porcentuales)



Los Cetes se ubicaban ligeramente por arriba del 10% al iniciar el año. Mantuvieron el descenso durante el primer trimestre hasta llegar a 9.7%, pero a partir de abril comenzaron a aumentar y mantuvieron tal tendencia hasta revertirla a mediados del tercer trimestre, cuando se fueron nuevamente a la baja. A juzgar por lo que sucedió después, es obvio que la tendencia alcista en la tasa líder debió profundizarse más y no revertirse en ningún momento del año.

Ciertamente, comprender todo aquello que se dejó de hacer y las consecuencias que tuvo, es relativamente sencillo si se analiza desde la perspectiva del pasado. Es obvio que en su momento, el gobierno mexicano no dispuso de un margen de maniobra adecuado y se le agotó el tiempo para introducir las correcciones pertinentes. La crisis fue diferida, pero su posposición no hizo sino incrementar la magnitud y profundidad de la misma.

Así como estos aspectos, hay varios más que son insoslayables; en este trabajo hemos tocado algunos de ellos. Se debe profundizar más en el estudio de la causalidad endógena, pero el lector recordará que en este trabajo nos interesa sobre todo el análisis del SMI y la causalidad exógena de la crisis financiera de 1994, desde la perspectiva monetaria internacional. Profundizar en las causas internas, es trabajo de otras tesis.

3.9- Acción del FMI antes y durante la crisis mexicana y la opinión Internacional.

Ya hemos visto que el FMI es la institución principal del SMI. Igualmente, hemos visto dicho que el Fondo debiera ser una institución más eficaz en la función de normar y supervisar el buen funcionamiento del SMI en todos los aspectos, que debiera reforzar su trabajo para que los países industrializados miembros del G-7, coordinaran mejor sus políticas monetarias y fiscales, así como equilibrar con mayor justicia el costo de los periódicos ajustes del SMI entre todos los países con relación a la importancia de sus economías.

El FMI ha prestado ayuda a México durante sus crisis financieras de 1976, 1982, 1986 y 1994. Antes de cada préstamo o giro, el FMI ha impuesto un acuerdo de condicionalidad que obliga a México a corregir sus desequilibrios de pago. Además de ello, el FMI ha intentado que México se inserte plenamente en la economía internacional, apuntalando su sector externo y "abriendo" su mercado

interno; todo a través de la aplicación de un modelo liberal dirigido a hacer de México una economía de mercado.

A partir de 1988, cuando se aceleró el proceso de reforma estructural de la economía, el FMI elogió continuamente a México como un "país modelo" de modernización e incluso, se llegó a decir que era el "alumno aplicado" de Latinoamérica. Se señalaba al país como ejemplo para todos los que desarrollaban procesos de reforma y líder de los llamados mercados emergentes. México iba muy bien y en camino de convertirse en una nación del "primer mundo" mientras siguiera aplicando puntualmente los lineamientos del FMI, del BM y del Departamento del Tesoro estadounidense.

Como hemos visto, desde 1992 surgieron advertencias de varios analistas en el sentido de que los desequilibrios mexicanos podrían llegar a ser inmanejables y derivar en una crisis de liquidez. Incluso, tanto el FMI como el Departamento del Tesoro estadounidense observaban lo que acontecía con el sector externo de la economía mexicana durante 1994 y con varios meses de anticipación a diciembre advirtieron al gobierno mexicano de las probabilidades de una devaluación del peso y el consiguiente incremento en el riesgo de los valores mexicanos en los mercados internacionales de dinero. Especialmente, la subsecretaría del Tesoro estuvo solicitando ajustes en la política económica del gobierno mexicano, según narra Andrés Oppenheimer²⁹.

Al sobrevenir la devaluación del peso, los manejadores de fondos de inversión perdieron miles de millones de dólares por sus tenencias de títulos de deuda mexicanos, lo que repercutió en una disminución del valor real de los demás valores de los mercados emergentes -el célebre efecto tequila- y en una nueva e inédita (por el tipo) crisis de deuda externa. El FMI y Estados Unidos hubieron de intervenir en febrero de 1995 con un paquete de crédito para "rescatar" la economía mexicana, cuya crisis se había convertido en una amenaza para la estabilidad económica de los países con mercados emergentes. Quedaba claro que la globalización económica implica una nueva serie de complicaciones, entre las cuales el factor "confianza" cobraba una preponderancia contundente. En este contexto, la de México fue calificada por el director gerente del FMI como la "primera gran crisis del siglo XXI"³⁰.

²⁹ Oppenheimer, Andrés. *México: En la frontera del Caos*, México, 1996. Pág. 38.

³⁰ Esta polémica declaración fue hecha por Michael Camdessus a principios de 1995, pero nosotros la tomamos de un artículo escrito por Josefina Barroso en *El Economista*, el 28 de septiembre de 1995, Pág. 14. Han sido varios los autores nacionales e internacionales que se han referido a este calificativo de Camdessus sobre la crisis financiera mexicana.

El FMI se vio criticado duramente por su acelerada incapacidad para prevenir la crisis financiera de México y alentar demasiadas expectativas halagüeñas sobre el futuro económico del país. Esta institución se defendió arguyendo que sí advirtió al gobierno sobre la necesidad de introducir ajustes en la política monetaria, así como depreciar más aceleradamente el tipo de cambio. De la misma forma, también se llamó a engaño en cierto modo, porque el Banco de México no le informó oportunamente sobre el nivel de las reservas internacionales, las cuales descendían drásticamente conforme avanzaba el año, ni sobre la evolución de los agregados monetarios, los cuales eran dirigidos a estimular una expansión del mercado doméstico a contra corriente del menor ingreso de capital que se registraba en la balanza de pagos.

El FMI sostuvo que México había manejado mal su política económica, que ocultó información clave sobre sus finanzas públicas y que ello se combinó con un clima exterior adverso. No obstante, el Fondo señaló que no era su papel alarmar a la comunidad financiera internacional ni perjudicar a ningún país, como hubiera sido el caso si el Fondo se hubiera pronunciado muy enfáticamente sobre la evolución del sector externo mexicano. Pese a eso, algunas personalidades como Davidson Budhoo, exdirectivo del FMI, achacó a éste la culpa del colapso mexicano; Budhoo recomendó a México no seguir las políticas recetadas por el Fondo, las cuales buscaban favorecer al capital especulativo en detrimento de la población pobre; insistió que no se debía seguir una política cuyo único beneficiario era el gran capital trasnacional y local³¹.

En el mismo sentido, James Tobin, premio Nóbel de Economía, responsabilizó a los especuladores de la crisis mexicana, pese a que México había seguido puntualmente la receta de la apertura económica. También señaló que México pasaría por una etapa de recesión injusta, pero que saldría de la crisis; comentó que en los mercados internacionales de dinero se dió una sobreacción a la devaluación del peso y que la confianza en México se había pervertido exageradamente³².

Como quiera que sea, la crisis mexicana ilustró sobre la peligrosidad de depender excesivamente de flujos de capital volátiles y especulativos que estaban en auge. también alentó un debate mundial sobre la necesidad de un papel más comprometido y eficaz del FMI, así como las características de una economía internacional cada vez más interdependiente y el cuidado que debe tenerse con las nuevas fuentes de liquidez, como los mercados de dinero.

³¹ Marín, Alejandro. Nota de *El Financiero*, 8 de abril de 1995, Pág. 3.

³² Rosales, Abigail. Nota de *El Financiero*, 8 de abril de 1995, Pág. 3.

3.10- El proceso de ajuste y la deuda externa de México.

Quando una economía se encuentra en una situación extrema de desequilibrio de pagos al exterior (sea un gran déficit o superávit), debe instrumentar un programa de ajuste; éste se define como un conjunto de medidas tendientes a corregir las variables macroeconómicas con el fin de incrementar la liquidez de un país para que pueda satisfacer sus compromisos con el exterior. El FMI ha supervisado los programas de ajuste cuando se presentan coyunturas de déficit, pese a que superávits excesivos también provocan distorsiones monetarias.

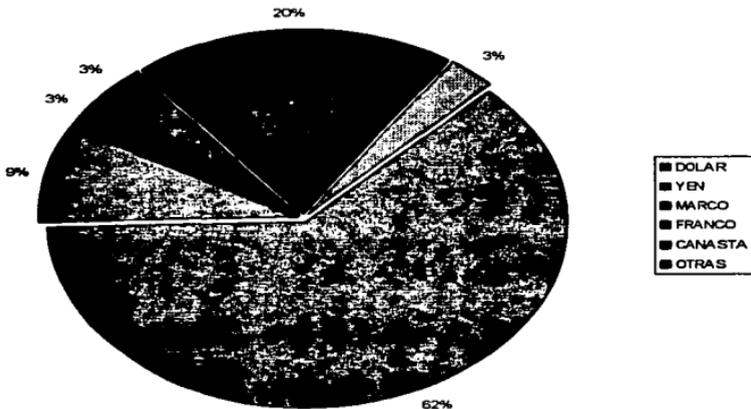
Esta característica del FMI de instrumentar programas de ajuste sólo en casos de déficit, hace que el peso del ajuste de la oferta monetaria internacional se "cargue" a las economías más vulnerables, es decir, aquéllas con déficits en su sector externo. Este enfoque ortodoxo del FMI que privilegia la corrección del déficit excesivo sobre el superávit excesivo, ocasiona que los planes de ajuste se dirijan a actuar sobre el ritmo de la demanda agregada, desacelerándola para crear una recesión que reduzca sus importaciones y pueda equilibrar su balanza de pagos, así como cumplir con sus compromisos exteriores.

Evidentemente, desde la perspectiva económica, un desequilibrio excesivo en la balanza de pagos de cualquier país es negativo para la salud económica internacional, sea superávit o déficit. No obstante, el FMI fue concebido sólo para tratar de resolver las cuestiones de déficit. En este sentido, y observando la evolución del SMI, el Fondo ha quedado "desfasado" y tiene insuficiencias en sus enfoques que debe corregir.

La desaceleración de la demanda agregada provoca contracción del mercado interno, baja del ingreso salarial y del nivel de empleo. Esto ha ocurrido en México con cada plan de ajuste acordado con el FMI, pero se han logrado corregir los desequilibrios, aunque de manera relativa. Las crisis provocadas por endeudamiento externo excesivo y un déficit mayúsculo en cuenta corriente han desembocado, invariablemente, en la aplicación de severos programas de ajuste.

Durante 1994, los conflictos políticos internos y la inestabilidad del SMI traducida en alzas de las tasas internacionales de interés, redujeron el flujo de capital externo a México, en un coyuntura de incremento en el déficit de cuenta corriente. El instrumento que utilizó el gobierno para obtener liquidez fue el Tesobono, el cual estaba indexado con el dólar y provocó que la deuda interna se elevara (según Hacienda el monto de los Tesobonos durante ese año alcanzó 29,258 millones de dólares) y se dolarizara. Al final de 1994, la estructura de la deuda externa indicaba que gran parte de la misma estaba a corto plazo y contratada a través del mercado de dinero, además de sumamente concentrada en los saldos por monedas y acreedores (Véanse gráficas 13 y 14).

SALDO DE LA DEUDA EXTERNA DE MEXICO POR MONEDAS
(Gráfica 13. Dada en términos porcentuales)

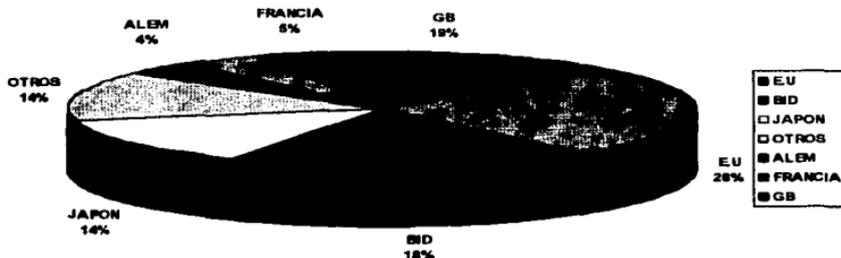


*- Los saldos eran los vigentes al 31 de noviembre de 1994 e incluyen sólo deuda pública.

La deuda externa genera un servicio que es necesario cubrir como pago de intereses. De ahí la gran importancia de aquélla en los saldos de la balanza de pagos. Como el proceso de ajuste en México busca ante todo cumplir con las obligaciones del servicio de su deuda externa, ambos están estrechamente ligados. La naturaleza del SMI, insistimos, distribuye inequitativamente el peso del ajuste,

debido a que los países industrializados pueden proveerse ininterrumpidamente de liquidez ya sea por sus amplios superávits comerciales (casos de Alemania, Japón y otros europeos) o por su ilimitado acceso a los mercados internacionales de dinero y de capital (casos de Estados Unidos e Italia, entre otros) y no deben corregir sus desequilibrios adoptando dolorosos planes de ajuste doméstico, algo que sí hacen los países deficitarios.

COMPOSICION DEL SALDO DE LA DEUDA EXTERNA POR ACREEDORES
(Gráfica 14. Dada en términos porcentuales)



*.- Los saldos eran los vigentes al 31 de noviembre de 1994 e incluye sólo deuda pública.

**.- El saldo acreedor con el BID incluye los créditos otorgados por el Banco Mundial.

Por lo demás, tenemos que es menos pernicioso registrar un gran superávit que un gran déficit en la balanza de pagos. También, es cierto que no se puede permitir una situación de graves desequilibrios negativos en las cuentas externas, pues ello conlleva inestabilidad e incertidumbre acerca de la viabilidad económica de cualquier país que tenga dichos desequilibrios.

Los países en desarrollo deben reducir su tradicional vulnerabilidad en el sector externo de sus economías a través de la consolidación de la planta productiva y una mayor orientación de la misma hacia la exportación, introducir más tecnologías y acceder con mayor eficacia a los mercados de dinero y de capital.

En lo particular, México ha ajustado sus desequilibrios en las cuentas externas cuando dichos desequilibrios son producto de políticas que orientan a la economía hacia el exterior, pero por variaciones que se dan precisamente ahí mismo, en el plano internacional. Cruel paradoja.

.- CONCLUSIONES

A lo largo de este trabajo, hemos intentado establecer las características esenciales del sistema monetario internacional, a partir de las cuales identificamos las insuficiencias que generan las condiciones propicias para el estallido de crisis financieras locales. La idea recurrente es el profundo impacto que la dinámica internacional tiene sobre la evolución del proceso económico doméstico de cualquier país.

Señalamos que el SMI se caracterizó por su estabilidad durante la segunda posguerra del siglo, concretamente hasta 1971, cuando las contradicciones internas de la economía estadounidense se acentuaron hasta el grado en que Washington tuvo que finalizar unilateralmente al sistema surgido en Bretton Woods y del cual su moneda, el dólar, era piedra angular.

La inflación derivada del acelerado ritmo de expansión de la demanda agregada en Estados Unidos, la competitividad de las economías de Japón y Alemania, así como el derumbe del patrón oro respaldado por el dólar, acabaron con el régimen de paridades fijas que prevaleció por dos décadas y media.

La estabilidad de los tipos de cambio y la baja inflación, permitieron una dinámica de expansión de la inversión y el consumo en la economía internacional que alentó el crecimiento económico de varios países entre 1945 y 1970. La estabilidad en la alineación de las paridades cambiarias brindaba la confianza necesaria para el desempeño eficaz de las variables marcoeconómicas en su conjunto.

Al dislocarse el SMI en 1971, sobrevino un período de acentuación de las distorsiones monetarias internacionales y una evolución errática que se "entrampó" con una coyuntura de recesión y volatilidad en la economía internacional entre 1973 y 1979. La discusión en los principales organismos financieros y monetarios internacionales durante esos años, giró en torno a la necesidad de reestablecer un sistema monetario eficiente que generara confianza a los diversos actores de la economía internacional.

A lo largo de dichas discusiones, quedó claro que a partir de la crisis del dólar que provocó el final del sistema prevaleciente desde Bretton Woods, la economía internacional había registrado una sensible disminución en su ritmo de crecimiento. Si bien esto no significaba que un SMI inestable fuera la causa única o siquiera principal del estancamiento observado durante los años setenta, lo cierto es que dicha inestabilidad constituía un factor importante en la volatilidad y recesión económicas del mundo.

Hacia fines de los años setenta y principios de los años ochenta, el mercado internacional de divisas se vio presionado por el intenso movimiento de recursos originados por el reciclaje de petrodólares, derivados a su vez de las crisis petroleras de 1973 y 1977. Esto representaba un gran flujo de divisas (exceso de liquidez), canalizado a través del sistema financiero internacional hacia varias economías locales (México entre ellas), alentando un elevado nivel de inflación.

Se suscitó entonces un generalizado movimiento al alza de las tasas internacionales de interés para frenar la inflación, sobreviniendo una aguda crisis financiera para la mayoría de los países. Fue evidente que el dólar estadounidense no sólo seguía siendo la moneda clave del SMI, sino que se afianzaba su influencia; las reservas en esa divisa que los países industrializados tenían, se incrementaron substancialmente en la primera mitad de la década de los años ochenta.

En ese momento, se evidenció también la fuerza que habían cobrado las economías de Alemania y Japón, cuyas monedas eran consideradas incluso como "divisas duras" del SMI y que estaban presionando por consolidarse en sus respectivas áreas de influencia frente al dólar de Estados Unidos. La coyuntura a mediados de los años ochenta era el creciente déficit externo de Estados Unidos y la sobrevaluación técnica del dólar, situación que llevó al enfrentamiento con alemanes y japoneses, por no querer éstos subsidiar los desequilibrios de la balanza estadounidense.

Los acuerdos de Plaza y Louvre, más allá de solucionar la volatilidad coyuntural del dólar, formalizaron el régimen de paridad libre-controlada de los tipos de cambio entre los países con las economías más industrializadas del mundo y permitieron que los gobiernos se convencieran de la importancia

fundamental de privilegiar la cooperación monetaria internacional. No obstante, también fue claro que la rentabilidad del SMI era sumamente alta.

El sistema financiero internacional registró cambios sumamente importantes. A partir de los años setenta, la necesidad de invertir los cuantiosos recursos originados en los países productores de petróleo tras las dos crisis de los energéticos, dio origen a los euromercados. Al mismo tiempo, los mercados internacionales de dinero y de capital comenzaron a concentrar un mayor flujo de inversión, surgiendo una nueva gama de opciones e instrumentos que se ofrecían a los inversionistas.

La oferta monetaria internacional también observó una recomposición en su estructura. Las fuentes secundarias de liquidez desplazaron en buena medida a las primarias, debido al aumento del volumen de transacciones y el consiguiente aumento en los flujos de capital, situación que requería mayor eficiencia en los términos de la circulación de los recursos. En este contexto, las reservas internacionales registraron una disminución en la participación del oro y los DEG's, frente a una elevación en la de las divisas. Desde luego, esto significó un notable crecimiento del mercado internacional de divisas.

En los años ochenta fue claro que tanto la oferta monetaria, como el sistema financiero internacionales habían cambiado dramáticamente en sus dimensiones y en su estructura, lo cual implicaba un mayor grado de complejidad en sus mecanismos, así como el surgimiento de problemas inéditos.

La globalización económica ha sido una realidad en los últimos años. La apertura comercial de la mayoría de los países y la conformación de zonas de libre comercio en varias regiones del mundo y el ejemplo de la Unión Europea, así como el fenómeno de la integración de los mercados locales ha significado un incremento substancial en el monto de operaciones a través del mercado internacional de divisas, lo cual ha incrementado la volatilidad y la sensibilidad ante variaciones negativas en los flujos de capital que eventualmente llegan a suscitarse.

De este modo, en un contexto en donde tenemos un sistema financiero crecientemente complejo, una oferta monetaria en proceso de recomposición y una tendencia pronunciada hacia la integración de los mercados de dinero y

de capital, así como un volumen de transacciones a través del mercado de divisas en permanente expansión, es evidente la inestabilidad del SMI, la cual ha ofrecido variados ejemplos sobre cómo llega a afectar a las economías locales más vulnerables.

La ausencia de reglas cambiarias generales para todos los países es uno de los elementos que mejor contribuyen a explicar la inestabilidad del sistema. En efecto, al interior de los países existen reglas e incluso, tácitamente, tenemos un arreglo monetario que posibilita la dinámica de la economía internacional. Lo que no existe, es un acuerdo que evite devaluaciones drásticas en las monedas de los distintos países, para corregir desequilibrios externos. Si bien es cierto que el carecer de un régimen generalizado de tipo de cambio brinda un mayor margen de maniobra a cada país para enfrentar sus contingencias en la balanza de pagos, por otra parte representa un riesgo permanente de inestabilidad para el conjunto del SMI.

En este trabajo hemos analizado el caso mexicano, precisamente uno de los ejemplos más ilustrativos sobre los efectos de la inestabilidad del SMI. Revisamos la etapa de reforma económica que se ha venido dando en el país durante los últimos años, así como su proceso de inserción a la dinámica globalizadora. Esto representó importantes esfuerzos para lograr la estabilización macroeconómica, requisito indispensable para ingresar a los mercados internacionales de dinero y de capital, los cuales parecen estar por constituirse como las principales fuentes de liquidez internacional.

México ha evolucionado de una economía cerrada a una abierta y en la fase de reestructuración se ha colocado en una posición de vulnerabilidad ante las distorsiones monetarias internacionales, tales como la elevación en los niveles de las tasas internacionales de interés, cambios en el sentido del flujo de inversiones y desalineación en los tipos de cambio. Si a esto agregamos que tradicionalmente el sector externo mexicano ha sido deficitario, comprenderemos las dimensiones de su vulnerabilidad.

El gobierno mexicano concentró un gran esfuerzo para acceder a los mercados internacionales de dinero y de capital, basando en ello la mayor parte del éxito de su estrategia de estabilización macroeconómica. Sin embargo, el riesgo de estar sujeto a dichos mercados, que se distinguen por la gran volatilidad en las inversiones que a través de ellos se canalizan, en el caso eventual de una situación de incertidumbre, era potencialmente alto.

En 1994, México vivió uno de los años más difíciles en su historia posrevolucionaria. Los conflictos políticos generaron un clima de incertidumbre que alentó una tendencia especulativa en sus mercados. Al mismo tiempo, el déficit de su sector externo se acentuaba como producto de la política de apertura en la que estaba empeñado el gobierno desde una década atrás y la sobrevaluación técnica del tipo de cambio peso/dólar.

En el plano internacional, se observó una coyuntura de inestabilidad en el SMI, traducido en elevación substancial en las tasas internacionales de interés y un reflujo de capital hacia los países industrializados, consecuencias de la aplicación de una política monetaria restrictiva en Estados Unidos.

Afectado en los aspectos interno y externo, México observó una fuerte salida de dólares, lo que representó una menor disposición de divisas y una situación de illiquidez en un momento en que sus desequilibrios externos se acentuaban. El estallido de la devaluación pudo ser diferido hasta el final del año, pero las dimensiones de la crisis fueron peores nacional e internacionalmente.

Si bien la crisis financiera mexicana tuvo la peculiaridad de ser causado por factores internos y externos difícilmente previsibles y que redujeron ampliamente los márgenes de maniobra al gobierno en sus distintas políticas, lo cierto es que dicha crisis exhibió las limitantes e insuficiencias de un SMI inestable, que ante la elevación de tasas internacionales de interés y un reflujo de capital puede generar desequilibrios tales que conduzcan a devaluaciones dramáticas en los tipos de cambio e imposición de medidas perniciosas para el comercio y la inversión internacionales.

El elemento de la ausencia de confianza es trascendental en estos términos. La lección que deja la crisis financiera mexicana ha sido que cuando los países introducen reformas estructurales en sus economías para insertarse eficientemente a la dinámica globalizadora, pueden ubicarse en una coyuntura de elevada sensibilidad ante eventuales variaciones negativas en la economía internacional y no pueden sustraerse a sus efectos. En el caso mexicano, que estructuralmente ha registrado un sector externo deficitario, el problema se agrava aún más.

El sistema monetario internacional precisa de un reforma profunda, que permita una mejor distribución de los ajustes en la oferta y demanda monetarias entre todos los países del mundo, así como una reformulación de las facultades y estructura del FMI para hacerlo más eficiente como organismo clave del sistema. A los países como México debe urgirles que dicha reforma se lleve a cabo lo más pronto posible. Finalmente, los acuerdos de Plaza y Louvre han demostrado los beneficios y viabilidad de privilegiar la cooperación al enfrentamiento en las cuestiones monetarias y financieras internacionales.

El SMI se ha modificado radicalmente y en consecuencia, sus organismos y normas deben adecuarse a la nueva y compleja realidad. Es sabido que abundan los trabajos académicos y técnicos sobre propuestas de reforma al sistema; ahora es necesaria la voluntad entre los diversos gobiernos para ejecutarla eficazmente.

Hasta aquí, podremos precisar tres puntos de conclusión fundamentales:

*.- La ausencia de un buen grado de cooperación monetaria internacional dentro de esquemas viables y óptimos para todos los países, obedece a una escasa voluntad política de las potencias económicas con membresía en la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) y en el G-7. Dicha voluntad debería traducirse en acuerdos entre dichos países que apunten a una mejor coordinación de sus políticas monetarias y fiscales, lo que evidentemente les reduce margen de maniobra en sus respectivos objetivos de política económica interna a cambio de un mejor orden externo que a largo plazo beneficie a todos. Esta reticencia a perder margen de maniobra interna por parte de los países más desarrollados, se erige como uno de los principales obstáculos -tal vez el mayor- en el tránsito a un nuevo arreglo monetario mundial.

*.- Por lo tanto, a mayor cooperación monetaria internacional e involucramiento en ésta de los países más desarrollados (quienes en realidad son la fuerza motriz de la economía internacional), se tendrán mayores probabilidades de arribar a un nuevo arreglo monetario mundial que permita el establecimiento de un sistema cuya naturaleza esté basada en un mejor equilibrio y con mayor estabilidad, favoreciendo un escenario de necesaria certidumbre para que países como México conduzcan sanamente sus procesos de reforma económica interna y puedan tener un mayor margen de maniobra para corregir con eficiencia los desequilibrios que acumulen en sus

respectivos sectores externos, sin adoptar dolorosos planes de ajuste y que puedan derivar en la toma de medidas perniciosas para las relaciones económicas internacionales (devaluaciones bruscas del tipo de cambio, proteccionismo, etc.)

*.- Si bien todos los países requieren de instituciones, reglas y procedimientos adecuados de carácter internacional para regular eficazmente la circulación de dinero, valores y demás medios de pago (oferta y demanda monetarias) como forma de afianzar estabilidad interna y expansión económica mundial (entendiendo así un sistema monetario internacional estable), son los países como México, dadas sus características económicas peculiares (particularmente la gran fragilidad del sector externo), los que mayor sensibilidad revelan para beneficiarse o padecer las consecuencias de un sistema monetario estable o inestable. Por lo tanto, los países como México son los que mayor interés y urgencia deben tener por asegurar la existencia de un arreglo monetario mundial favorable a sus economías.

Estamos convencidos de que las soluciones fáciles no existen. En este trabajo hemos intentado demostrar cómo en la inestabilidad del SMI se ubica una de las principales causas de la terrible crisis financiera de 1994 en México. Consideramos que este país ha hecho notables esfuerzos por insertarse a la globalización en los mejores términos posibles y esto ha significado duros sacrificios que innegablemente, se han reflejado ya en una clara reestructuración de la economía nacional.

La tendencia globalizadora es, desde nuestra perspectiva, irreversible. Ante ello, México no puede variar sus esfuerzos de reforma económica pero debe insistir en la necesidad de un arreglo monetario que no inhiba sus posibilidades de crecimiento y progreso, ni amenace sus avances en materia de estabilización. Sin lugar a dudas, el nuevo arreglo debe ser impulsado sobre todo por los países más desarrollados, pero debemos trabajar para que se percaten de que los costos de una solución postergada pueden ser globales.

Deseamos insistir en la necesidad que tenemos en México de desideologizar el debate, de aprender a ubicar la problemática nacional dentro de un contexto global que influye crecientemente en las estructura y dinámica económicas internas. No podremos construir una visión objetiva ni ofrecer soluciones viables mientras estemos enfrascados en pugnas por la instrumentación de "modelos" o el demantelamiento de otros; lo más

importante es que se reconozca una nueva realidad internacional que ciertamente, es mucho más compleja que nunca y que plantea graves desafíos que sólo pueden enfrentarse con creatividad, objetividad y sobre todo, profundo realismo. La dimensión del reto de insertar eficazmente a México en el proceso globalizador y al mismo tiempo, generar condiciones internas favorables a la expansión y desarrollo económicos, no puede cubrirse con actos voluntaristas ni pretendiendo abstraer al país de la necesidad de implementar reformas de fondo. Los fines ideales deben preservarse, pero debemos buscar llegar a ellos a través de medios prácticos.

Este trabajo se inscribe en esta convicción que tenemos respecto a la forma en que debemos realizar los análisis de la problemática nacional e internacional. No se puede disociar lo que sucede en el país con respecto a los factores externos. En muchas ocasiones, los analistas en México supeditan su trabajo a sus orientaciones ideológicas, pervirtiendo así la objetividad de sus conclusiones. En otros casos, sencillamente ignoran la influencia del acontecer internacional hacia el interior del país y parecieran pretender que México debe estudiarse o comprenderse por separado, ajeno a las grandes tendencias mundiales; estas actitudes en los analistas suponen o manipulación o desconocimiento. En ambos casos, de cualquier modo, el enfoque es limitado y parcial, lo cual reafirma nuestra opinión de que es una forma de trabajo equivocada.

Hemos intentado describir a través de sus principales rasgos una situación de enorme importancia para nuestras perspectivas económicas. Hacer una propuesta puede estar implícita en cierta medida, pero no es nuestro objetivo en este momento. Sólo aspiramos a ofrecer elementos de análisis que contribuyan a una menor comprensión del problema. Y esto no es una cosa menor, ya que sólo a partir de una visión integral, objetiva y puntual, podremos trazar los mejores criterios posibles para guiar los esfuerzos tendientes a su corrección.

Y más aún. La corrección de los problemas no es una utopía, sino un reto permanente a la capacidad de reforma, innovación y creatividad de nuestras sociedades y sus instituciones. A los estudiosos de las ciencias sociales nos corresponde la apasionante tarea de intentar comprender los diversos fenómenos económicos, políticos y sociales para posteriormente, sugerir los pasos pertinentes que puedan llevar hacia soluciones viables. Finalmente, el hombre tiene la virtud inagotable de inventar y reinventarse a sí

mismo y a su entorno. Bajo esa verdad irrefutable, el optimismo no debe abandonarnos jamás.

.- BIBLIOHEMEROGRAFIA

- .- Aliber, Robert;** *"Improving the Bretton Woods System"*. Chicago. Chicago University Press, 1979.
- .- Blejer, M.I;** *"Ensayos sobre el enfoque monetario"*. México. CEMLA, 1982.
- .- Block, Fred;** *"Los orígenes sobre el enfoque monetario"*. México. FCE, 1980.
- .- Buira, Ariel;** *"Reflexiones sobre el sistema monetario internacional"*. México. CEMLA, 1994.
- .- Cohen, Benjamin;** *"Organizing the World's Money. The political economy of international relations"*. New York. Basic Books, 1977.
- .- Colegio Nacional de Economistas;** *"México: Perspectivas de una economía abierta"*. México. Porrúa, 1993.
- .- Cooper, R.N;** *"Financiación internacional"*. Madrid. Biblioteca Tecno- Económicas, 1979.
- .- Chacholiades, Miltiades;** *"Economía internacional"*. Bogotá. Mc-Graw Hill, 1982.
- .- Chapoy Bonifaz, Alma;** *"Ruptura del sistema monetario internacional"*. México. UNAM, 1979.
- .- Dawn, Kenneth;** *"Las reglas del juego: reforma y evolución del sistema monetario"*. Buenos Aires. Tres Tiempos, 1987.

- Day, A.L.L; "*Institutional constraints in the international monetary system*". London. London School of Economics and Political Science Press, 1990.
- Del Arenal, Celestino; "*Introducción a las Relaciones Internacionales*". México. Ediciones REI, 1993.
- Dornbusch, Rudiger; "*Macroeconomía*". Bogotá. Mc-Graw Hill, 1982.
- Emminger, Otmar; "*La inflación y el sistema monetario internacional*". Basilea. Fundación Basilea, 1973.
- Friedman, Milton; "*Moneda y desarrollo económico*". Buenos Aires. El Ateneo, 1976.
- Grubel, Herbert; "*The seigniorage problem and international liquidity*". University of Pennsylvania Press, 1988.
- Hayna de Lozzane, Teresa Elena Estéfana; "*El sistema monetario internacional*". Tesis de licenciatura. México. FCPyS, UNAM, 1988.
- Henry David, Jacques; "*La política monetaria*". México. FCE, 1978.
- Hugh Himan, Kenneth; "*The balance of payments effects of direct foreign investment upon the host economy*". Michigan. Ann Arbor Editory, 1979.
- Johnson, Harry; "*The problems approach to international monetary reform*". Chicago. International Standard Book, 1990.
- Klein, Lawrence; "*La economía de la oferta y la demanda*". México. FCE, 1990.

- .- Mansern Carstens, Catherine; *"Las nuevas finanzas en México"*. México, ITAM, 1984.
- .- Mc Callum, Bennet; *"Monetary economics: theory and policy"*. New York. Mc Millan editions, 1989.
- .- Polak, J.J; *"Monetary analysis of income formation and payments problems"*. Washington, D.C. IMF, 1977.
- .- Sprinkel, Clarck; *"Dinero y mercados financieros: un enfoque monetario"*. México. CEMLA, 1979.
- .- William, Arthur; *"Monetary policy and open economy. Mexico's experience"*. New York. Praeger editions, 1987.

Periódicos, revistas y consultados entre 1983 y 1986:

- .- El Financiero, El Economista, Proceso, Time, The Monetary Affairs, The Economist, Expansión y Macroeconomía.

Boletines:

- .- Banco de México, FMI, JP Morgan Economic Report, Goldman & Sachs Economic Outlook, Daiwa Securities Weekly Analysis y Standard & Poors Latin American Report.

Agradezco particularmente el apoyo que me brindaron mis jefes y compañeros en la Dirección de Coordinación y Captación de Crédito Externo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, lugar en donde tuve el honor de colaborar durante más de un año.

ANEXO

Apreciación / Depreciación: Aumento o disminución en el valor de un activo debido al uso. Por ejemplo, si en México se utiliza mucho el dólar, se observará una apreciación del tipo de cambio peso-dólar como resultado de una demanda fuerte de la divisa. Si sucede lo contrario, se observará una depreciación. (*)

Balanza de Pagos: Es un registro estadístico sistemático de todas las transacciones económicas entre los residentes de un país y del resto del mundo. Se hacen los registros por partida doble: ingresos y egresos. Se divide en Cuenta Corriente que incluye la balanza comercial y la de servicios, así como las transferencias unilaterales (remesas, jubilaciones oficiales, subsidios) y que constituye el saldo del ingreso nacional y el gasto corriente del país; la otra parte, la Cuenta de Capital, incluye inversiones directas (comprenden interés permanente en capital), de cartera a largo y corto plazo (activos y pasivos financieros, incluso saldos monetarios) y transacciones en activos de reserva oficiales (tenencias de oro gubernamental, divisas, DEG's) que constituyen ingreso nacional en etapas futuras y afectan riqueza y deuda nacionales. (Cohen, Benjamin. "La Organización Internacional del Dinero").

Técnicamente, la balanza de pagos siempre cierra en cero o en equilibrio, pero el desbalance registrado en cada una de sus partidas es lo que permite este equilibrio y dados los saldos específicos, sabemos cuál es la liquidez exterior neta de algún país.

Base Monetaria: Billetes y monedas en poder del público, más el encaje bancario o coeficiente de liquidez (es decir, el saldo que tienen como depósito los bancos comerciales en el banco central). La base monetaria puede ampliar su volumen si el banco central incrementa las reservas internacionales, adquiriendo fondos públicos, da crédito a los intermediarios financieros; si hace lo contrario, hay contracción de la base monetaria, por lo tanto, ésta puede ser determinada. Si se controla la base monetaria, se controla también la oferta monetaria, o sea, el circulante.

Bono: Forma de valor, por lo general a largo plazo (más de un año). (*)

Control de Cambios: Control gubernamental, a través del sistema bancario, de las transacciones de oro y moneda extranjera. Es decir, la adquisición de oro y moneda extranjeras está sujeta a límites cuantitativos predeterminados o a permiso de las autoridades.

Crédito Interno Neto: Reservas internacionales más crédito externo, menos la base monetaria. $Ci = Ri + Ce - Bm.$ (*)

Deflación: Disminución de la cantidad de dinero en circulación; disminución del nivel general de precios.

Demanda Agregada: Demanda total de bienes y servicios en la economía. Concepto keynesiano de análisis macro. Los componentes son: consumo, gasto, inversión y exportaciones.

Dinero: Definible en función de los usos que tiene. Es una unidad de cuenta, un agente de cambio y una unidad de valor (regula los intercambios, se contabiliza y es depositario genuino de valor).

Esterilización: Opción de política que busca compensar desequilibrios. Si hay un ingreso abundante de divisas al país, se compensa con decrementos en el crédito interno neto, especialmente disminuyendo la base monetaria. El objetivo es desactivar presiones inflacionarias. Básicamente, se trata de un ajuste. (*)

Fluctuación: Alzas y descensos de los precios. Las fluctuaciones erráticas son los cambios a corto plazo de difícil medición y predicción por su imprevisibilidad.

Indexación: Acción de vincular el valor de un capital o de una renta a la evolución de una variable de referencia.

Inflación: Incremento en el nivel de precios que da lugar a una disminución del poder adquisitivo de dinero. El crecimiento en los precios puede ser motivado por una elevación desigual de la demanda o los costos de producción en un sector clave, aunque la demanda total siga en equilibrio respecto a la oferta total considerando la economía como un todo.

Ilíquidez: Ausencia parcial o total de liquidez; escaso o nulo acceso de un gobierno a recursos para enfrentar desequilibrios negativos en las cuentas internas y externas. (*)

Líquidez: Solvencia de un país o empresa, con referencia especial a la rapidez de conversión de los activos realizables en dinero líquido. Un gobierno tiene liquidez cuando tiene acceso eficiente a recursos para enfrentar déficits en sus cuentas o bien, cumplir compromisos internos y externos. (*)

Macroeconomía: Rama de la teoría económica que se ocupa de la economía como un todo, y de los componentes más importantes del gasto agregado, tales como el consumo, la inversión y el gasto público.

Mercado de Divisas: Mecanismo del SMI que posibilita los intercambios entre los sistemas monetarios nacionales, a través de la compra-venta de las diferentes monedas locales. Por este mecanismo hacen transacciones los compradores y vendedores de divisas. Los bancos "crean" el mercado.

Mercado de Futuros: Mercado en el que puede formalizarse un contrato para el suministro de mercancías, o activos financieros, en una fecha futura predeterminada. Uno de estos mercados es el de divisas a futuro, en el que se contratan monedas extranjeras.

Mercado Especulativo: Situación que se da cuando las compras y las ventas son manipuladas para distorsionar el precio normal de la oferta y la demanda. La especulación busca beneficiarse de las variaciones en los precios.

Microeconomía: Estudio de los problemas económicos desde las unidades elementales de decisión: empresas y consumidores.

Oferta Agregada: Oferta total de bienes y servicios disponibles para satisfacer la demanda agregada. Sus componentes son: ahorro, gasto, impuestos e importaciones.

Plan de Ajuste: Conjunto de medidas de política tendientes a corregir las variables macroeconómicas en caso de dislocamiento (por ejemplo, déficit público excesivo, endeudamiento externo desmesurado, desequilibrios negativos en las cuentas de la balanza de pagos, inflación galopante, etc.). (*)

Política Económica: Posición oficial del gobierno con respecto a las directrices que puede tomar la administración pública en cuanto a los problemas que afectan a la economía.

Política Fiscal: Conjunto planeado de acciones sobre cuestiones presupuestarias. Política que estructura todo el sistema impositivo del Estado.

Política Monetaria: La forma en que se controla y regula la oferta y demanda monetarias al interior de la economía de un país, a través del manejo de las variables del tipo de cambio, base monetaria y tasas de interés. En este sentido, puede decirse que hay políticas monetarias expansivas y políticas monetarias restrictivas. (*)

Proceso de Ajuste de Pagos: Dos mecanismos "puros". Si hay un excedente de demanda sobre oferta en el mercado de divisas (déficit en cuenta corriente) y hay un régimen de libre cambio (paridad flotante o flexible), el precio de las divisas se elevaría

con la inflación consiguiente. El equilibrio se hará automático cuando los precios corrientes locales se igualen con la oferta de divisas; si el régimen cambiario es fijo, el déficit de pagos externos crecerá, disminuyendo la liquidez exterior neta, deprimiendo el ingreso y consumo nacionales que bajará la demanda de divisas hasta equilibrarla con la oferta.

Los gobiernos, ante desequilibrios en la balanza de pagos, tienen dos opciones de política: financiar el desequilibrio; si es déficit, venden divisas de reserva e interviniendo en los mercados financieros y de divisas para inducir movimientos de capital de corto plazo hacia adentro; si es superávit es exactamente lo inverso. La estrategia de financiamiento requiere de existencias de reservas internacionales y una política adicional de "esterilización".

Sistema Monetario Internacional: Conjunto de instituciones y mecanismos públicos y privados que buscan regular la oferta y demanda monetarias internacionales (el total de transacciones). (*)

Tipo de Cambio (Determinación): Según Catherine Mansel, el tipo de cambio real se calcula así:

$$T = t \times i / I,$$

en donde T es el tipo de cambio real, igual al tipo de cambio nominal (t), multiplicado por el índice de precios externo (I) entre el índice de precios nacional (I). En la estimación pertinente, es claro que el diferencial inflacionario orienta el perfil de sobrevaluación o subvaluación de una moneda.

Ahora, entenderemos que el cambio porcentual en tipo de cambio es igual al cambio porcentual en función del índice nacional de precios sobre el índice externo de precios; esto es, la relación de paridad del poder de compra. O sea que un tipo de cambio bilateral nominal es un precio relativo de una canasta de bienes y servicios entre dos países.

Por otra parte, el enfoque monetario considera que el tipo de cambio es el precio relativo de dos activos y del monto en circulación de dos monedas. El público sostiene una determinada cantidad de divisas en circulación, señalando a través de la oferta y la demanda, su precio relativo; éste será el tipo de cambio de equilibrio o paridad técnica. Ilustremos:

El equilibrio resultará de una igualación de la demanda y oferta monetarias en el mercado nacional;

$$Mn1 = i \times Mr1, \text{ en el país A}$$

En donde la oferta monetaria nominal (Mn1) es igual a la demanda monetaria real (Mr1), multiplicada por el índice de precios (i). Esta fórmula vale para el país A y el país B o extranjero (Mn2 = i x Mr2).

Para conocer el tipo de cambio real de equilibrio entre estos dos países, tenemos que si aquí se expresaba como $Tr = t x i / i$, despejamos tanto i como i :

$$T = Mn2 / Mn1 \times Mr1 / Mr2$$

Y si deseamos transformarlos en términos porcentuales, tendremos:

$$T = (Mn2 - Mn1) + (Mr1 - Mr2)$$

Si la demanda de moneda local aumenta con respecto a la divisa, entonces el tipo de cambio real se aprecia y si la oferta de la moneda local aumenta más que la divisa, entonces se deprecia.

(*).- Definiciones personales.

.- El resto de las definiciones fueron tomadas del *Diccionario de Administración y Finanzas*, de J.M. Rosenberg (Ed. Océano/Centrum. México, 1995); *Las Nuevas Finanzas en México* (ITAM. México, 1984) de Catherine Mansell y *La Organización del Dinero en el Mundo* de Benjamin j. Cohen (FCE. México, 1984).