

2ej.



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

LA POLITICA CAMBIARIA COMO INSTRUMENTO ESTABILIZADOR DE PRECIOS: MEXICO 1987-1994 (Y SU EFECTO EN LA BALANZA DE PAGOS)

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE LICENCIADO EN ECONOMIA PRESENTA: BERNARDO HERNANDEZ CRUZ



MEXICO, D. F.

109923

1998.

TESIS CON FALLA DE ORIGEN



Universidad Nacional
Autónoma de México



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 está 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.

**A mis Padres:
Por haberme apoyado en
los buenos y malos momentos de
mi vida a lo largo ya de 25 años.**

A Javier, mi hermano.

**Mi muy especial agradecimiento
y aprecio a la Mtra. Patricia Rodríguez López,
con quien estoy en deuda por su confianza,
apoyo y *paciencia* para la realización de este trabajo.**

ÍNDICE

| | |
|--|------|
| INTRODUCCIÓN | I-IV |
| I. – Introducción al Mercado de Dinero | 1 |
| I.1.- Demanda Agregada de Dinero | 3 |
| I.2.- Oferta Agregada de Dinero | 6 |
| I.3.- El Multiplicador Monetario y la Oferta de Dinero | 10 |
| I.4.- Equilibrio en el Mercado de Dinero | 13 |
| II. – El Tipo de Cambio y el Nivel de Precios | 15 |
| II.1.- Determinantes del Tipo de Cambio Real | 15 |
| II.2.- Ley del Precio Único | 16 |
| II.3.- La Teoría de la Paridad del Poder de Compra | 17 |
| III.- Regímenes Cambiarios | 23 |
| III.1.- Equilibrio en el Mercado de Divisas | 23 |
| III.2.- Régimen de Tipos de Cambio | 25 |
| IV.- Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos | 31 |
| IV.1- Introducción al Análisis de la Balanza de Pagos | 31 |
| IV.2.- Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos: Presentación | 34 |
| IV.3.- Modelo Básico del Enfoque Monetario | 35 |
| V.- Política Macroeconómica en una Economía Abierta con Tipo de Cambio Fijo | 39 |
| V.1.- Introducción | 39 |
| V.2.- Determinantes de la Demanda Agregada y de la Balanza Comercial | 40 |
| V.3.- La Política Monetaria y la Política Cambiaria | 45 |
| V.4.- El Modelo IS-LM para la Economía Abierta | 46 |
| V.5.- La Política Cambiaria como Instrumento Estabilizador de Precios (La Teoría) | 52 |
| VI.- Aspectos Generales de la Economía Mexicana, 1982 –1987 | 58 |
| VI.1.- Génesis de la Crisis de 1982 | 58 |
| VI.2.- El Sexenio de Miguel de la Madrid Hurtado: 1983-1988 | 69 |
| VI.2.1.- El Primer intento de Estabilización: 1983-1985 | 70 |
| VI.2.2.- El Segundo Periodo de la Crisis: 1986-1987 | 79 |
| VII.- El Pacto de Solidaridad Económica | 87 |

| | |
|---|-----|
| VIII.- La Política Cambiaria como Instrumento Estabilizador de Precios (un estudio empírico) | 96 |
| VIII.1.- Introducción, Aspectos Generales | 96 |
| VIII.2.- El Estudio Empírico | 99 |
| VIII.3.- Resultados | 102 |
| VIII.4.- Efectos de la Política Cambiaria sobre la Economía | 108 |
| • Anexo de Capítulo (Estudio Empírico de la Sobrevaluación del Tipo de Cambio. México: 1988-1994) | 118 |
| IX.- La Política Cambiaria como Instrumento Estabilizador de Precios (su efecto sobre la balanza de pagos) | 135 |
| IX.1.- La Estabilización Económica Basada en el Tipo de Cambio | 135 |
| Conclusiones | 148 |
| Bibliografía | 155 |
| Hemerografía | 157 |

INTRODUCCIÓN

Debido a la crisis de 1982, el gobierno inició en 1983 un proceso de ajuste estructural en materia económica encaminado a reducir el déficit fiscal, recobrar el control sobre la balanza de pagos e integrar al país al mercado mundial.

El déficit fiscal se eliminó mediante la reducción del gasto público, además de realizarse importantes ajustes en los precios de los bienes y servicios proporcionados por el gobierno; así mismo, para recobrar el control de la balanza de pagos en febrero de 1993 se devaluó la moneda, y se implemento su deslizamiento diario en 13 centavos. Tales medidas provocaron que la actividad económica se contrajera, que las importaciones declinaran, y las exportaciones no petroleras repuntaron en el primer trimestre de 1984. Por todo lo anterior, y a la reestructuración de la deuda se recobró el control sobre la balanza de pagos, generando el superávit en la cuenta corriente y así asegurar el pago del servicio de la deuda. Pero la inflación decreció a un ritmo más lento de lo previsto y lo deseado, "*... probablemente como consecuencia de los enormes diferenciales de precios entre México y el exterior...*"¹, debido a la devaluación de febrero de 1983.

A partir de 1985, el gobierno inició un programa de apertura comercial y desde entonces la política cambiaria, se convirtió en un instrumento primordial para lograr el equilibrio en la balanza de pagos. A pesar de la apertura comercial, las importaciones decrecieron, debido a las fuertes devaluaciones del peso en el transcurso de esta temporada. En 1986 se había descuidado el fenómeno de la inflación, la cual alcanzó niveles incluso superiores a 1982. Esto se debió fundamentalmente: al déficit fiscal derivado de la caída de los precios del petróleo; y, a la enorme subvaluación del peso mexicano. "*..., México se había vuelto un país muy barato comparado con el exterior y los precios externos*

¹.-Ten Kate, Adriaan. "*El ajuste estructural de México. Dos historias diferentes*". En Pensamiento Iberoamericano, núm. 21, 1992, pág. 61.

presionaban a los precios internos al alza,..., en ese tiempo la apertura, antes que frenar la inflación, más bien la estimulaba." ². Lo cual *inspiró* una modificación en la política cambiaria a principios de 1987. Y a partir de entonces se mantuvo el ritmo de deslizamiento por debajo de la inflación, con lo cual el tipo de cambio real se volvió a apreciar.

El presente trabajo tiene como objetivo general, el demostrar mediante la Teoría de la Paridad del Poder de Compra, que durante los años de 1987 a 1994 la moneda en México se hallaba sobrevaluada. Esta política económica buscó el reducir los índices de inflación de nuestro país con los del resto del mundo.

A partir de 1987, la política cambiaria se utilizó como instrumento prioritario en la estabilización del nivel de precios (junto con el aumento del salario real por debajo de la inflación). En el *Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994*, se menciona que uno de los objetivos centrales del gobierno fue "...alcanzar niveles de inflación similares a los de nuestros principales socios comerciales."³; y utilizar a la política cambiaria, mediante un sistema de tipo de cambio semifijo, como estabilizador de precios, "...La estabilización del tipo de cambio, que no significa necesariamente total fijación, sino la ausencia tanto de movimientos bruscos como de una rápida evolución, será resultado de la consolidación de la estabilidad de precios..."⁴, o sea la estabilización de precios como uno de los objetivos principales del gobierno.

Para remediar la situación anterior se lanzó el *Pacto de Solidaridad Económica* en diciembre de 1987. Este fue un programa de corte heterodoxo de estabilización, consistente en un acuerdo concertado entre el gobierno, los sindicatos y las cámaras industriales y comerciales; el gobierno se comprometía a

².- Ten Kate, Adriaan. *op. cit.* pág. 62.

³.- Balance sexenal (Documento elaborado y enviado por el Ejecutivo al Congreso de la Unión). En *Economía Informa*, núm. 225, Enero 1994. pág. 20.

eliminar el déficit fiscal, mediante un estricto programa de recaudación fiscal, así como una drástica reducción del gasto público acompañada con la venta de empresas paraestatales, y la iniciativa privada se comprometía a no subir los precios de sus bienes y servicios producidos.

La apertura comercial del país (consolidada con el ingreso al GATT en 1986), también coadyuvo a la estabilización de los precios mediante "filtraciones", esto es, que parte de la demanda que no puede ser cubierta por la planta productiva nacional es cubierta por los bienes importados.

La política cambiaria fue uno de los principales instrumentos de estabilización de precios; consistente en mantener un tipo de cambio por debajo de la inflación, lo cual ocasionó una continua apreciación del tipo de cambio real; *abarata los bienes importados sobre los nacionales, presionando sobre los precios de estos últimos, y en el mejor de los casos los obliga a permanecer constantes. "El propósito de la política cambiaria de tipo de cambio es hacer que la inflación tienda a comportarse y a ser igual a la inflación externa, sobre todo a la de nuestro principal socio comercial (Estados Unidos)."*⁵

Este estilo de estabilización nivel de precios, tuvo un efecto negativo sobre la balanza de pagos, en especial la cuenta corriente y en las reservas internacionales que desembocó en la crisis de diciembre de 1994.

El presente trabajo busca demostrar que el gobierno mexicano a partir de 1987 hasta 1994, implemento una política cambiaria sobrevaloratoria en aras de reducir la inflación, así como describir el efecto negativo que tuvo esta política sobre la balanza de pagos. El trabajo se ha dividido en tres partes, del capítulo Uno

⁴.- Plan Nacional de Desarrollo 1987-1994. En Revista Comercio Exterior, vol. 39, Edición especial 1989, pág. 39.

⁵.- Huerta González, Arturo, "El sector externo y las políticas comercial y cambiaria: 1987-1991 ". En Investigación Económica, núm. 200, abril-junio 1992, pág. 201.

al Cinco introducimos el marco teórico en el cual se fundamenta el estudio empírico que se hace más adelante; en el capítulo Sexto, se describen aspectos generales de la economía mexicana para el periodo objetivo de estudio; los capítulos Siete y Ocho son el estudio en sí, el capítulo 7 describe el pensamiento económico en el cual las autoridades utilizan a la política cambiaria como instrumento estabilizador de precios, el cual se ve aplicado en el Pacto de Solidaridad Económica y el capítulo Ocho describe y explica los resultados obtenidos del estudio empírico que se hizo. Finalmente, el capítulo Nueve, nos explica cuales fueron las consecuencias de la política cambiaria sobrevaluada sobre la balanza de pagos. El capítulo Diez son conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN AL MERCADO DE DINERO

En el presente capítulo iniciaremos con una introducción fundamental al mercado de dinero, todo esto para comprender cuál es el efecto de la moneda en la determinación de la inflación y sobre la determinación del tipo de cambio.

El tipo de cambio entre dos divisas depende de dos factores: el tipo de interés que se puede obtener en los depósitos denominados en divisas y el tipo de cambio a futuro; en virtud de que son los precios relativos de las monedas nacionales, mientras que los factores que afectan tanto a la oferta como a la demanda de dinero de un país, serán una de las causas que determinen las variaciones del tipo de cambio de su moneda en relación a las demás divisas. El mercado de divisas existe cuando se compra y venden divisas, no es un lugar específico sino está alrededor del mundo.

Las variaciones tanto en la base como en la oferta monetarias influyen en el tipo de cambio, ya que modifican los tipos de interés como a las expectativas de los sujetos acerca de los tipos de interés a futuro. Entendamos como *tipo de interés*, el precio del crédito en el mercado de dinero, o el costo que se paga por el uso de fondos prestables.¹

La principal función del tipo de interés, como la de cualquier otro precio, es la de igualar la oferta de fondos prestables (la demanda de valores) con su

¹.-Hay que mencionar que existe al menos cuatro versiones de la teoría de la tasa de interés. La llamada versión "clásica"; la versión de los "fondos prestables"; la versión "Keynesiana"; y la versión "Nekeynesiana" (Véase W. T. Newlyn y R. P. Bootle, capítulo V). Así, por ejemplo, Keynes señala que el tipo de interés es "...la recompensa por privarse de liquidez durante un período determinado; porque dicha tasa no es, en sí misma, más que la inversa de la proporción que hay entre una suma de dinero y lo que se puede obtener por desprenderse del control del dinero a cambio de una deuda durante un período determinado de tiempo" (J. M. Keynes, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero F.C.E., 1972, pág. 151.). En el caso de la versión clásica, A. Marshall nos dice que "... el interés [es] el precio pagado por el uso del capital en cualquier mercado, tiende a un nivel de equilibrio en el que la demanda global de capital en dicho mercado a esa tasa de interés es igual al capital total que se proveera a esa tasa" (Ídem. J.M. Keynes, op.cit.; Apud. "Principles", de A. Marshall).

demanda (oferta de valores) y racionar la oferta entre los demandantes dispuestos a pagar su precio. Los cambios en la oferta y demanda de una clase particular de préstamos aumenta sin que se dé ningún cambio en la oferta, o si la oferta disminuye sin que se produzca ningún cambio en la demanda, el tipo de interés subirá. Pero, en el libre mercado, los fondos tenderán a moverse de los usos menos rentables hacia los más rentables y las diferencias originales entre los diferentes tipos de interés para las diferentes clases de préstamos tenderán a preservarse. Las *Expectativas* sobre los tipos de cambio en el futuro están estrechamente relacionadas, *grosso modo*, con las expectativas acerca de cuáles serán los precios monetarios de los productos de un país en el futuro, y cómo estas variaciones en los precios dependen de las modificaciones que se produzcan entre la oferta y demanda monetarias.

Definamos *Dinero* como "...un conjunto de activos financieros (que incluye el circulante, cuentas corrientes, cheques de viajero y otros instrumentos) con características muy especiales que diferencian de otras clases de título financieros".² Las diferencias del dinero de otros activos son: el dinero como medio de pago, el dinero como unidad de cuenta, y el dinero como reserva de valor.

a) La función más importante del dinero es servir como unidad de cambio, o sea, como medio de pago normalmente aceptado. El Banco Central respalda el papel-

²-Jeffrey D. Sachs y Felipe Larraín B., "Macroeconomía en la economía global". Edit. Prentice-Hall Hispanoamericana, Méx. 1994. pág. 216.

moneda que se haya en circulación y se compromete a aceptar como medio de pago.

b) El dinero constituye una unidad de cuenta, esto es, constituye una medida de valor *ampliamente reconocida*. Los precios de los bienes, los servicios y los activos se manifiestan normalmente en términos monetarios.

c) El dinero es una reserva de valor, ya que se puede utilizar para transferir poder adquisitivo presente hacia el futuro. Esta es una función esencial para cualquier medio de cambio.

El dinero es reconocido como tal por contener las características de liquidez absoluta³ y cuando nos referimos a Oferta Monetaria, nos estaremos refiriendo al agregado monetario que el Banco Central denomina M1, esto es, a la suma de efectivo y de depósitos a la vista que poseen los particulares y las empresas.⁴

1.1.- Demanda Agregada de Dinero.

Habiendo analizando las funciones del dinero, así como su definición, a nivel general examinaremos los factores que condicionan la cantidad de dinero que el público desea mantener. El enfoque que describiremos a continuación es

³.- La liquidez es la facilidad con que el activo puede ser vendido o intercambiado por otros bienes.

⁴.- *Infra*, p. 7.

de corte Ortodoxo.⁵ La ecuación general de cambio de la teoría cuantitativa del dinero es:

$$MV = PQ = Y$$

donde: M, es la oferta monetaria,

V, es la velocidad del dinero (o número promedio de veces que una unidad de dinero es utilizada en compra de bienes y servicios)

P, es el índice nacional de precios (en la práctica es deflactor del PIB),

Q, es el producto (o PIB),

Y, es el ingreso nominal (o valor monetario del producto).

El nivel de precios (P), es proporcional con la cantidad de dinero, la cual requiere que la velocidad del dinero sea constante (V); y que el producto (Q), sea también constante. Por tanto, cuando cambia (M), cambia (P) también. La "teoría cuantitativa moderna", utiliza la misma ecuación de cambio, pero en términos de crecimiento porcentual para cada una de las variables:

si:

$$m = M / \Delta M ; n = V / \Delta V ; p = P / \Delta P ; q = Q / \Delta Q$$

y cada una refleja una tasa de crecimiento (o sea, una variación x), nos quedaría la ecuación original como:

$$m + v = p + q = y$$

Un aumento en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria (m), *ceteris paribus*, conduce a un incremento igual en tasa de crecimiento de los precios (p).

⁵.- Llamado generalmente como "Teoría Cuantitativa del Dinero", íntimamente ligada a Irving Fisher (The purchasing power of money, 1911), pero aquí nos referiremos a la Teoría Cuantitativa Moderna, desarrollada por Milton Friedman (The quantity theory of money; a restatement, 1956).

Aforismo: *la inflación es en todo momento, y en todo lugar, un fenómeno monetario.*

Bajo el supuesto de que la velocidad de circulación y el producto son constantes, (V)⁶, se dice que *la demanda de dinero individual (M)*, es constante (o muy estable en el largo plazo), y que sus determinantes son:

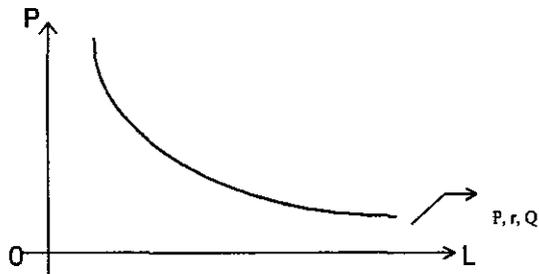
$$M_d = f (P, r, P^e, W, G, E, I, \dots)$$

donde: P, son los precios,
 r, tasa de interés real,
 P^e, es la inflación esperada,
 W, es la riqueza personal,
 G, son el conjunto de gustos y preferencias individuales,
 E, son las expectativas,
 I, es la preferencia por la liquidez.

Podemos representar en términos generales a una función de demanda agregada de dinero. Por lo tanto, de la función de demanda de dinero individual se transforma en función de demanda de dinero agregada (L), quedándonos:

$$L = f (P, r, Q)$$

donde: Q, es el producto efectivo.



⁶ - En el caso del producto se supone que existe pleno empleo en el largo plazo, y (V) es muy estable.

de tal forma que la demanda de dinero en términos *reales* se obtiene al dividir la demanda de dinero nominal entre el índice de precios:

$$L = Pf(r, Q)$$

$$L/P = f(r, Q)$$

la cual denota la demanda agregada de saldos reales.

1.2.- Oferta Agregada de Dinero.

La oferta monetaria (la cantidad de dinero en circulación al interior de un país) es determinada por una institución oficial, regularmente llamado Banco Central, que posee la autoridad legal de emitir dinero. El Banco Central de cada país puede determinar la *base monetaria (H)*, esto es, el papel-moneda y el metálico que circulan en la economía, junto con las reservas que mantienen los bancos en el Banco Central, o *encaje legal*. Sin embargo, la Base Monetaria (H) es sólo uno de los componentes del dinero.

Las tres operaciones que usa el BC para cambiar la cantidad de base monetaria (H) son: *operaciones de mercado abierta*, *operaciones de descuento*, y *operaciones de cambio*.

a) Las operaciones del BC de compra y venta de bonos en el mercado abierto se llama *operaciones de mercado abierto*. Una compra de instrumentos financieros por parte del BC resulta en un incremento de la cantidad de dinero (H) en poder del público; y a la inversa, una venta de valores por el BC trae consigo una declinación de la base monetaria (H). Las operaciones de mercado abierto

son el instrumento más importante para influir en la base monetaria en la economía.

b) La otra forma de que el BC puede influir sobre la *oferta monetaria*⁷ es otorgar préstamos a la iniciativa privada (IP). En específico a los bancos comerciales privados. La tasa de interés a la cual el BC está dispuesto a prestar dinero a los bancos privados se conoce como *tasa de descuento*.

Los bancos comerciales necesitan fondos líquidos para hacer frente a sus obligaciones. Si en determinado momento la disponibilidad de liquidez es menor a la requerida, el banco tendrá que recurrir a la *ventanilla de descuento* del BC, en la cual los bancos pueden obtener fondos a corto plazo mediante el *descuento* de su cartera de crédito. La llamada tasa de descuento normalmente es el piso a la tasa de interés del mercado. Aunque, los bancos comparan las condiciones de préstamos en la ventanilla de descuento con las condiciones para obtener fondos de fuentes alternativas.

Una consideración importante es que el BC no otorga indiscriminadamente todos los préstamos que se solicitan a la tasa de descuento corriente. Normalmente, el BC impone restricciones cuantitativas formales e informales a los préstamos concebidos a los bancos.

Las operaciones de descuento conducen a cambios en la oferta de base monetaria. Un préstamo a través de la ventanilla de descuento produce un incremento en la base monetaria igual al monto del préstamo.

⁷ .La base monetaria y la oferta monetaria no son lo mismo, esto se verá aclarado más adelante.

El BC puede influir en la oferta de base monetaria y en el monto del crédito disponible para el sector privado: puede subir o bajar la tasa de descuento. Al bajar la tasa, se hace más atractivo para los bancos tomar préstamos incrementándose la base monetaria y la disponibilidad de crédito en la economía. Una relajación de las restricciones cuantitativas la crédito del BC a los bancos comerciales, también expande la base monetaria y la disponibilidad de crédito. A la inversa, un incremento de la tasa de descuento hace menos atractivo para el sector financiero privado tomar préstamos del banco central.

El BC puede determinar en qué dirección actuarán los efectos de un cambio en la tasa de descuento e incluso puede obtener una estimación de su magnitud. Sin embargo, por lo común no puede prever el efecto exacto en su política de tasa de descuento sobre la base monetaria. Para afirmar su control sobre la base monetaria, el BC suele aplicar una política de mercado abierto, a fin de compensar los efectos monetarios de sus ganancias a través de la ventanilla de descuento; si, por ejemplo, los bancos comerciales incrementa sus préstamos en la ventanilla de descuento. El BC puede no querer aumentar la tasa de descuento ni colocar límites drásticos a los préstamos a bancos. Al mismo tiempo, le puede inquietar el incremento de la oferta de base monetaria que trae consigo el mayor volumen de operaciones de descuento, y por ende, su efecto sobre la inflación. El BC puede *deshacer*, o *esterilizar*, los efectos del préstamo de descuento vendiendo la misma proporción (de préstamos en la ventanilla de descuento) en bonos al público y, por ende, retirándose *automáticamente* la misma proporción de base monetaria. *La aplicación de una operación de mercado*

abierto para compensar los efectos monetarios de otras políticas es una maniobra que se conoce como operaciones de "esterilización".

c) Operaciones de Cambio; cuando compra o vende activos con denominación en moneda extranjera, el BC también influye en la oferta monetaria. El BC compra o vende moneda extranjera a cambio de moneda nacional. En estos casos, si el BC compra o vende un activo que devienen intereses en moneda extranjera, como en las operaciones de mercado abierto, estas transacciones tienen efectos sobre el monto de la base monetaria, esto es:

sea **B**, la cantidad de bonos en poder del BC,

RIN, las reservas internacionales netas del BC,

L, prestamos a los bancos comerciales a través de la ventanilla de descuento,

e, el tipo de cambio en moneda nacional por extranjera, de tal modo que $e(RIN)$ es igual al valor en moneda nacional de las reservas extranjeras, por lo tanto, el cambio en la base monetaria (**H**) es:

$$(H_t - H_{t-1}) = (B_t - B_{t-1}) + e(RIN_t - RIN_{t-1}) + (L_t - L_{t-1})$$

Cualquier cambio en la cantidad circulante de base monetaria es el efecto de una o más de las siguientes causas: un incremento (o reducción) de la deuda fiscal en poder del BC, un aumento (o caída) en la cantidad de las RIN y un cambio en el monto neto de crédito otorgado a los bancos comerciales a través de la ventanilla de descuento.

I.3.- El Multiplicador Monetario y la Oferta de Dinero.

Ahora, dada la base monetaria, tenemos que ver la determinación de $M1^8$. La base monetaria es el valor de todos los billetes y monedas en circulación en la economía (Cr), así como de las reservas bancarias (R):

$$H = Cr + R$$

además, los bancos comerciales tienen depósitos a la vista (D) en el BC, y efectivo en su caja fuerte (Vc), que también son parte de las reservas. Por lo tanto, las Reservas bancarias totales (R) son:

$$R = D + Vc$$

Un banco comercial recibe depósitos (D^*) y otorga préstamos al público. Una fracción de los depósitos (D^*) se mantiene como reservas (R^*) y esa fracción, conocido como *coeficiente de reservas a depósitos* (r'), la designamos como:

$$r' = (R^*/D^*)$$

de tal modo que:

$$R^* = r' \cdot D^*$$

y

⁸ .-($M1$) y (M) representan la oferta monetaria, los cuales utilizaremos indistintamente de aquí en adelante, salvo cuando se diga otra cosa.

$$D^* = R^*/r'$$

este coeficiente de reservas a depósitos (r') lo determina el BC.

La oferta monetaria, expandida a M1, es la suma del dinero en circulación (Cr) y los depósitos a la vista mantenidos en el sistema bancario (D^*). Ahora podemos describir la oferta monetaria como:

$$M1 = Cr + D^*$$

la diferencia entre *base monetaria (H)* y *oferta monetaria (M1)* es que, ambas incluyen el circulante (Cr), pero la base monetaria agrega las reservas mantenidas por los bancos en el BC, en tanto que M1 agrega los depósitos bancarios a la vista del público, o sea:

$$H = Cr + R = Cr + (D + Vc)$$

$$M1 = Cr + D^* = Cr + (R^* / r')$$

regularmente, M1 siempre es mayor que H. La explicación de este fenómeno radica en el proceso de creación de dinero dentro del sistema bancario; si el dinero que puede mantener el público es: en circulante o depósitos a la vista, designaremos por c ($c \approx Cr/D^*$) el coeficiente del circulante a los depósitos, observándose que este coeficiente esta en función de las *preferencias* del público al elegir entre Cr y D^* . Al mismo tiempo, los bancos mantienen cierta fracción de sus depósitos como reservas, tanto debido a los requerimientos legales como a su deseo de disponer de liquidez suficiente para satisfacer las necesidades de

sus clientes. Llamamos a esta fracción: r^* ($r^*=R^*/D^*$), coeficiente de reservas a depósitos. Para obtener el multiplicador monetario, dividimos las ecuaciones de M1 y H, dividiendo el numerador y el denominador por D^* .

$$M1/H = [(Cr+D^*)/(Cr+R)] = \{[(Cr/D^*)+(D^*/D^*)]/[(Cr/D^*)+(R/D^*)]\}$$

como: $c = Cr/D^*$

$$r^* = R/D^*$$

por lo tanto:

$$M1/H = (c + 1) / (c + r^*)$$

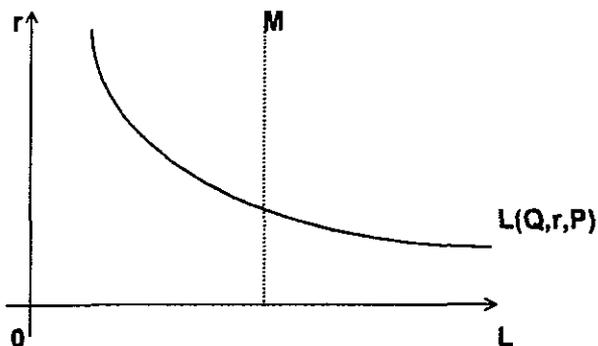
$$M1 = [(c + 1)/(c+r^*)]H$$

por lo tanto, la oferta monetaria se define como:

$$M=M1= \Phi H$$

donde: $\Phi = (c+1)/(c+r^*)$, es el multiplicador monetario. Esto es, la oferta monetaria (M1) es cierto múltiplo de la cantidad de base monetaria, con el factor de proporcionalidad dado por Φ .

La oferta monetaria (M), la consideraremos como constante, o sea, predeterminada por el BC, sin variaciones en el corto plazo.



I.4.- Equilibrio en el Mercado de Dinero.

El equilibrio en el mercado de dinero, sólo existe cuando:

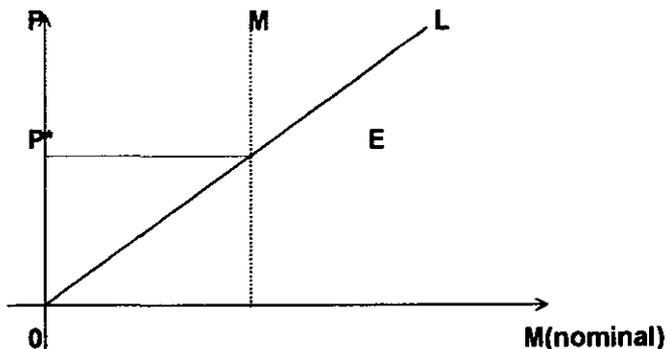
$$M = L$$

como la demanda de dinero es una función de la tasa de interés y del producto; y además, la determinación de la oferta monetaria como múltiplo de la base monetaria, el equilibrio existe:

$$L = Pf(r, Q) = \Phi H = M$$

Como la demanda de dinero (L), es una demanda en términos reales. En consecuencia, es proporcional al nivel de precios, o en otras palabras, un alza en P produce un aumento en la misma proporción en la demanda (L).

Gráficamente, el equilibrio existe cuando:



La oferta de dinero (M), se representa como una línea vertical, dado que es independiente del nivel de precios. A su vez, la demanda de dinero (L), se muestra como una línea recta ascendente desde el origen. La línea recta de (L), significa que el valor real de los saldos de dinero deseados no cambia cuando cambia el nivel de precios. La curva de demanda (L) tiene pendiente positiva, porque estamos describiendo la demanda por dinero y que precios más altos de los bienes y servicios significan una demanda más alta de saldos nominales de dinero. Recordemos que (r) y (Q) están dados.

Como pudimos ver, en este capítulo analizamos el mercado de dinero que nos mostrara más adelante la relación directa que tienen con la inflación y la determinación del tipo de cambio.

II. TIPO DE CAMBIO Y NIVEL DE PRECIOS

En este capítulo introducimos el estudio del tipo de cambio y del nivel general de precios, y la relación existente entre ellos así como conceptos claves que nos ayudarán a entender la mecánica por la cual el tipo de cambio influye sobre el índice de precios al interior de una economía. Todo esto ya fundamentado en la Teoría Cuantitativa del Dinero que vimos en el capítulo anterior.

II. 1- Determinantes del Tipo de Cambio Real.

El *Tipo de Cambio* es el precio al que se intercambia la moneda nacional por moneda extranjera. El *Tipo de Cambio Real* es "...una medida del valor de la divisa en términos de su poder de compra".¹ El tipo de cambio real nos indica esencialmente la relación de los precios de los bienes extranjeros y domésticos, ambos expresados en moneda doméstica. En la actualidad, "...los agentes económicos han puesto cada vez mayor atención al tipo de cambio real (TCR) como indicador de las posibilidades de éxito de la política económica y, en particular, de la competitividad de los productos nacionales en los mercados externos".²

¹.-Catherine Mansell Carstens, "Las Nuevas Finanzas en México". Edit. Milenio-IMEF-ITAM, México 1992; pág. 83.

².-Sergio Fald Kuri y Samuel Puchot S. "Consideraciones sobre la calidad de los indicadores del tipo de cambio real en México". En Revista Comercio Exterior, diciembre de 1994, pág. 1108.

El TCR, en suma, es el tipo de cambio nominal ajustado por los precios de un país con respecto al resto del mundo o, fundamentalmente, de sus principales socios comerciales. La fórmula general del TCR se expresa como:

$$\text{TCR} = \frac{E \cdot P^*}{P}$$

donde: TCR, es el tipo de cambio real

E, el tipo de cambio nominal

P*, el índice de precios (al consumidor o al productor) del exterior.

P, el índice de precios (al consumidor o al productor) del interior.

El objetivo del cálculo del TCR es el medir la competitividad comercial de ese país en los mercados internacionales. El TCR se basa, principalmente, en la *teoría de la paridad del poder de compra*³(PPP), que a su vez, esta basada en la *ley del precio único*.

II.2- Ley del Precio Único.

La ley del precio único afirma que en los mercados competitivos, en los que no se consideran los costos de transporte ni existen barreras oficiales al comercio (aranceles, permisos de importación o exportación, etc.), los productos idénticos vendidos entre diferentes países deben tener el mismo precio, cuando éste venga

³- "Purchasing power parity", por sus siglas en inglés.

expresado en términos de una misma moneda.⁴ La ley del precio único deviene de la teoría del comercio internacional: cuando el comercio es libre y no tiene costos, los bienes y servicios idénticos, independientemente del lugar, deben de ser vendidos a un mismo precio. Este principio ayuda a comprender la relación que existe entre los precios nacionales de los bienes y servicios, y los tipos de cambio. La ley del precio único la podemos formalizar como: *sea P el precio en moneda α , y P* el precio correspondiente en moneda β , cuando se vende en B.* Por lo tanto, la ley del precio único implica que el precio en moneda α del bien *i* es el mismo, independientemente del lugar en que se vende:

$$P = (e) (P^*)$$

donde: *e*, es el tipo de cambio de la moneda α respecto a la moneda β , de tal forma, el tipo de cambio(*e*) de A respecto a la moneda de B, es la relación entre el precio de A y el precio de B del bien *i*.

$$e = P / P^*$$

II.3.- La Teoría de la Paridad del Poder de Compra (PPP).

La teoría de la paridad del poder de compra (PPP), establece que el tipo de cambio (*e*) entre las monedas de dos países es igual a la relación entre los

⁴ -Vid. Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld. " *Economía Internacional: teoría y política* ". Edit. McGraw-Hill España,1994; capítulo 15.

niveles de precios de esos dos países.⁵ La PPP afirma que una disminución del poder de compra de la moneda interior (que se refleja en un incremento en el nivel de precios internos) vendrá asociada a una depreciación equivalente de la moneda del país en el mercado de divisas. Del mismo modo, la PPP afirma que un aumento del poder de compra de la moneda interior está asociada con una apreciación proporcional de la moneda en el mercado de divisas. Formalmente:

$$P / P^* = e$$

donde: P, es el precio en moneda nacional de una cesta de bienes y servicios, vendidos en el interior del país.

P*, es el precio en moneda externa (regularmente del principal socio comercial) de la misma cesta de bienes en el exterior.

e, es el tipo de cambio expresado en unidades de moneda nacional por moneda externa.

Tenemos: se dice que la cesta de bienes y servicios para los dos países es homogénea. *"La PPP afirma que los índices de precios de todos los países son iguales cuando se expresan en término de una misma moneda...La PPP sostiene en consecuencia que, a los tipos de cambio vigentes, el poder de compra interno y externo de cada moneda es siempre el mismo"*.⁶

⁵.-"...el poder adquisitivo de la moneda de un país viene reflejado por su nivel de precios, es decir, el precio de dinero de una cesta de bienes y servicios que se utilizan como referencia ". Paul R. Krugman y Maurice Obstfeld,..., *op. cit.*, pág. 439.

⁶.-*Idem*,..., pág. 440.

La ley del precio único (LPÚ), se refiere a los bienes y servicios individuales, mientras que la PPP considera al nivel general de precios, el cual parte de la cesta de referencia. Como la LPÚ se cumple para todos los bienes y servicios, la PPP debe cumplirse automáticamente, siempre que la cesta de referencia utilizada para calcular los niveles de precios de los distintos países sea la misma. Cuando los bienes y servicios resultan temporalmente más caros en un país que en otros, la demanda de moneda, y de sus productos, disminuye haciendo que el tipo de cambio y el nivel de precios vuelvan de nuevo al nivel de la PPP. Lo contrario, cuando los productos nacionales son más baratos, la moneda nacional se aprecia y el nivel de inflación (reflejado en el índice nacional de precios) se iguala a la PPP.

La teoría de la PPP fue formulada por primera vez por *Gustav Cassel* en 1918; *"En su formulación original, la teoría de la PPP considera tipos de cambio flexibles que se ajustan (por lo menos al largo plazo) para compensar el diferencial de inflación entre dos países, Cuando el tipo de cambio es fijo, la PPP deja de ser una teoría de su determinación (ya que las autoridades monetarias los establecen) y se convierte una teoría sobre la transmisión de la inflación en escala mundial"*.⁷

Por tanto, en este caso:

$$P = (\hat{\epsilon}) (P^*)$$

donde: $\hat{\epsilon}$, es el tipo de cambio fijo.

⁷..Sergio Fald Kuri y Samuel Puchot S.,...,*op. cit.* , pág. 1109.

como \hat{e} , los incrementos en P^* corresponden a aumentos de la misma magnitud en P .

La PPP tiene dos versiones: la **absoluta** y la **relativa**. La primera sostiene que el tipo de cambio entre las monedas de dos países (A y B), debe ser igual a la razón de los niveles generales de precios de ambos. La PPP absoluta es un principio basado en niveles generales de precios y el tipo de cambio. *La versión relativa señala que la tasa de crecimiento del tipo de cambio debe ser igual a la diferencia entre las tasas de inflación de los dos países, es decir, la PPP relativa se traduce en un principio basado en las variaciones porcentuales en los niveles de precios y de los tipos de cambio.* La PPP relativa afirma que las variaciones proporcionales de tipo de cambio y nivel de precios mantiene constante el poder adquisitivo de la moneda nacional de cada país, en relación al de las otras divisas.

Formalmente:

Versión Absoluta: P / P^*

Versión Relativa: $(e_t - e_{t-1}) / e_{t-1} = P_t - P_t^* = \Pi_t - \Pi_t^*$

como: $P_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} = \Pi$

$P_t^* = (P_t^* - P_{t-1}^*) / P_{t-1}^* = \Pi^*$

donde: P , es el índice nacional de precios internos.

P^* , es el índice de precios externos.

e_t , es el tipo de cambio en el período t(actual).

e_{t-1} , es el tipo de cambio en el período t-1(anterior).

Π_t , es la variación porcentual del índice de precios interiores, entre las dos fechas t y $t-1$, o sea, la inflación interna.

Π_t^* , es la variación porcentual del índice de precios externo, entre las dos fechas t y $t-1$, o sea, la inflación externa.

La versión relativa es la más aceptada, pero aún así, presenta limitaciones teóricas y de aplicación práctica. En 1958, Leland Yeager, "*demostró que la hipótesis seguía funcionando. La conclusión de Yeager no es casual, ya que la hipótesis se diseñó para que se aplicara durante períodos de(o posteriores) confrontaciones bélicas, así como para aquellos de fuertes turbulencias económicas*".⁸ Por este motivo, nosotros nos basamos en esta teoría en los estudios empíricos que más adelante se desarrollan. Solo cabe destacar que la teoría de la PPP tiene las siguientes limitaciones:

a) debe de seleccionarse bien el año base de cálculo lo cual es muy difícil, ya que es muy subjetivo.

b) la teoría se basa en un concepto monetarista, o sea, supone que en última instancia es la oferta monetaria la que incide en el mayor o menor valor de las divisas.

c) parte del hecho de que no hay impedimentos imprevistos al comercio internacional, ya que los costos de transporte, aranceles, etc., se toman como constantes.

⁸-Roberto Gutiérrez R. " Auge y declinación de la competitividad del peso mexicano: 1982-1991 ". En *Revista Investigación Económica* 197, Julio-Sept. de 1991, pp. 349.

d) establece que no hay cambio en la tecnología, en los gustos de los consumidores, que los bienes son homogéneos.

En este capítulo vimos que con base la Ley del Precio Único, los precios los productos comerciables es igual en cualquier parte del mundo, y que el tipo de cambio que es determinado por las diferencias de inflación entre nuestro país y el resto del mundo, es quien determina su costo.

III. REGÍMENES CAMBIARIOS

Las diferentes formas de que un Banco Central en diferentes partes del mundo maneja su política monetaria y cambiaria es lo que nos obliga a introducir, *grosso modo*, una explicación de cuales son los diversos regímenes que existen y, por ende, ver el régimen en el que México se encontraba en el periodo que estudiamos. Además de ser un tema muy interesante se ven las diferentes características que diferencian a un régimen de tipo de cambio fijo a otro flexible.

III.1- Equilibrio en el Mercado de Divisas.

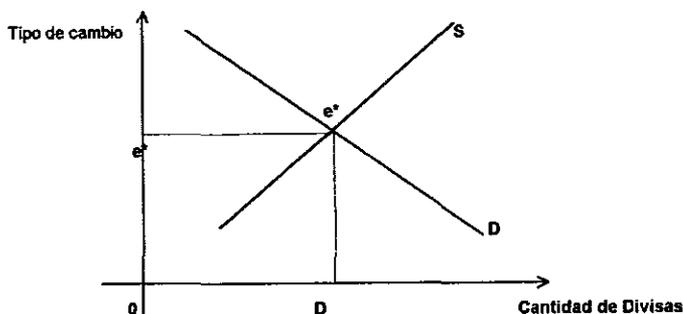
Entendemos como mercado de divisas (o mercado cambiario) a la forma organizada donde los demandantes y oferentes de divisas las intercambian. Entendiendo por divisa a los *"... activos a la vista en moneda extranjera propiedad de los nacionales"*,¹ que esta constituida por: *"i) billetes y monedas extranjeras, ii) transferencias bancarias denominadas en moneda extranjera, y iii) otros instrumentos financieros de disponibilidad inmediata denominados en moneda extranjera"*.²

El Mercado de divisas cumple tres importantes funciones: i) transfiere poder de compra de una moneda a otra y de un país al otro; ii) da crédito para el comercio exterior; y iii) brinda facilidades para los riesgos de cobertura de divisas.

¹-Erich Schneider, " *Balanza de Pagos y Tipo de Cambio: introducción a los problemas monetarios internacionales* " Edit. Aguilar, Madrid 1972; pág. 16.

²-Catherine Mansell Carstens, " *Las Nuevas Finanzas en México* ". Edit. Milenio-IMEF-ITAM, México 1992; pág.12.

La más importante función es la de transferencia de poder de compra, debido a que es la causa fundamental de la existencia del mercado de divisas.³ El flujo de bienes y servicios entre los países requiere la conversión de la moneda del país importador a la moneda del país exportador. Todo esto quiere decir, que el flujo de bienes y servicios entre naciones es el causante de la existencia del mercado de divisas. Pero además, la oferta y demanda de divisas esta determinada por el mercado. Gráficamente, la función de oferta de divisas tiene pendiente positiva y la de demanda tiene pendiente negativa. *La demanda de bienes y servicios importados, las salidas de bienes y servicios importados, las salidas de capital y la especulación determinan la demanda de divisas a cambio de la moneda nacional. Las exportaciones de los bienes y servicios, la repatriación de capitales, el endeudamiento externo y la inversión extranjera son los determinantes de la oferta de divisas.*⁴



³.-Vtd. Miltiades Chacholiades, " *Economía Internacional* ". Edit. McGraw-Hill, México 1992; págs. 286-287.

⁴ -Catherine Mansell Carstens,...., *op. cit.*, págs. 67-68.

El precio nominal de las divisas en términos de otra moneda, se conoce como *tipo de cambio*, en otras palabras " ... *el tipo de cambio no es sino un precio relativo, el precio de una moneda que se expresa en términos de la unidad de otra moneda*".⁵ El equilibrio en el mercado de divisas existe cuando a determinado tipo de cambio los oferentes y demandantes de divisas satisfacen su necesidad de estas.

III.2.- Régimen de Tipos de Cambio.

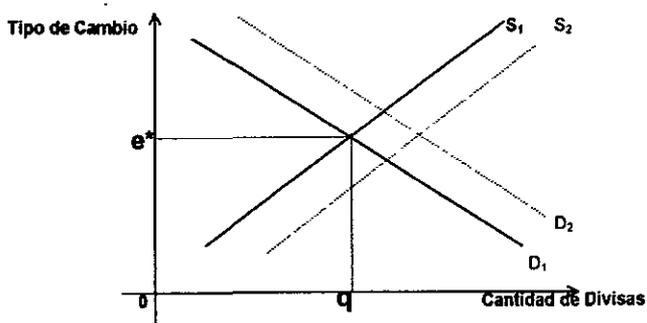
En un país cualquiera, los principales participantes en los mercados cambiarios son: los clientes al menudeo, las grandes empresas, los bancos comerciales y casas de bolsa, los corredores de divisas, y sobre todo los bancos centrales. El Banco Central "*...es la institución bancaria que es el centro del sistema financiero de un país, normalmente controlado total o parcialmente por el gobierno como principal regulador del crédito, emisor de monedas y billetes, es el Banco de Bancos, es el Banco del Gobierno; y controla las reservas internacionales del país respecto al resto del mundo*". Los Bancos Centrales tienen el monopolio de la emisión de moneda, y por ende, la capacidad de influir total o parcialmente en el precio de la moneda local (o sea, el tipo de cambio), así como en la cantidad en poder del público, "*...pero no puede predeterminar ambas variables*",⁶ al mismo tiempo.

El Banco Central puede imponer un régimen de tipo de cambio. Los principales regímenes de tipo de cambio son: *Régimen de tipo de Cambio*

⁵.-*Idem...* pág. 12.

Flotante o Flexible, Régimen de Tipo de Cambio Fijo, Régimen de Flotación Manejada, y Régimen de Deslizamiento Controlado. A continuación se describen tales regímenes:

i) En el Régimen de Tipo de Cambio Flexible o Flotante, el Banco Central NO interviene en el mercado de divisas, obviamente sólo fija la oferta monetaria, de tal modo que el precio (o tipo de cambio) de las divisas con respecto a la interna se determina por las *libres fuerzas del mercado*. En este caso, cuando una moneda en flotación aumenta su precio con respecto a la otra, diremos que se **apreció** y cuando se reduce su precio, diremos que se **depreció**.



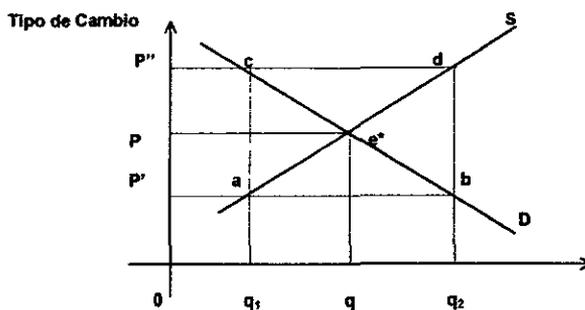
En la gráfica anterior se puede observar que cuando sube la demanda de la divisa (X)⁷, la curva de demanda se traslada hacia la derecha, esto es, el tipo de cambio (e^*), aumenta. Cuando aumenta la oferta de divisas,⁸ la curva de oferta se traslada hacia la derecha, esto es, el tipo de cambio (e^*), se reduce.

⁶.-Catherine Mansell Carstens, ..., *op. cit.*, pág. 19.

⁷.-Manteniéndose la oferta constante.

⁸.-Manteniéndose la demanda constante.

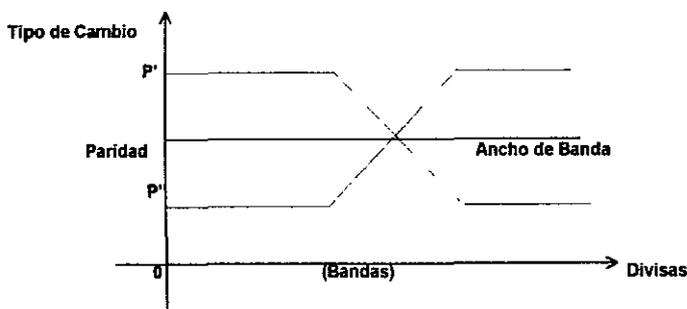
ii) En el Régimen de Tipo de Cambio Fijo, el Banco Central interviene directamente en el mercado de divisas, imponiendo el precio de las divisas (o sea, el tipo de cambio), pero además, el Banco Central compra o vende divisas cuando la oferta del mercado no corresponde a la demanda al tipo de cambio fijo. El Banco Central utiliza sus Reservas Internacionales Netas (RIN) para compensar el "desequilibrio fundamental",⁹ esto es, cubrir con sus divisas el exceso de demanda u oferta de divisas al tipo de cambio preestablecido.



En el gráfico se puede ver que: en **ab** hay exceso de demanda de divisas, representado por la distancia **ab**, que para mantener el tipo de cambio en P' , el Banco Central debe estar dispuesto y en capacidad de llenar la brecha **ab**, mediante el uso de sus RIN. En **cd** hay un exceso de oferta de divisas, representado por la distancia **cd**, que para mantener el tipo de cambio en P'' , el Banco Central debe estar dispuesto a comprar divisas, esto es, llenar la brecha **cd**.

⁹ -Mitiades Chacholades,...op. cit., pág. 289.

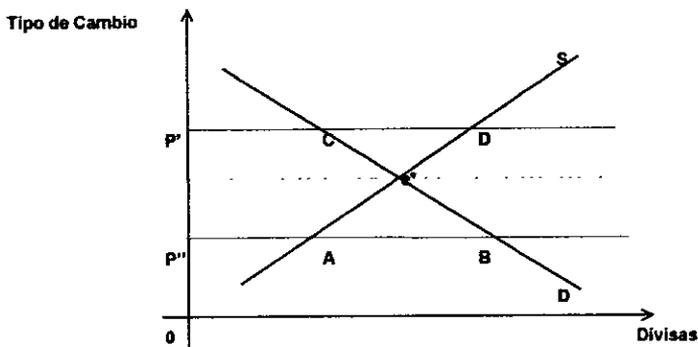
iii) Régimen de Flotación Manejada. El Banco Central, en realidad, muy pocas veces se encuentra en una situación pasiva en el mercado de divisas, muy frecuentemente, establece un régimen de flotación manejada.¹⁰ El Banco Central interviene directamente, no imponiendo el tipo de cambio, sino comprando o vendiendo divisas de sus RIN para defender su moneda contra apreciaciones o depreciaciones. El Banco Central interviene dentro de ciertos límites preestablecidos. Las autoridades monetarias marcan una cotización¹¹ por divisa, y sólo toleran un tanto por ciento de desviación por encima o por debajo del tipo de cambio con respecto a esta llamada paridad. *"El margen de fluctuación tolerada al tipo de cambio recibe el nombre de anchura de banda"*.¹² El tipo de cambio no puede sobrepasar los límites superiores o inferiores de la banda. En cuanto los alcanza, las autoridades monetarias deben intervenir en el mercado de cambios vendiendo (o comprando) moneda nacional, según sea el caso.



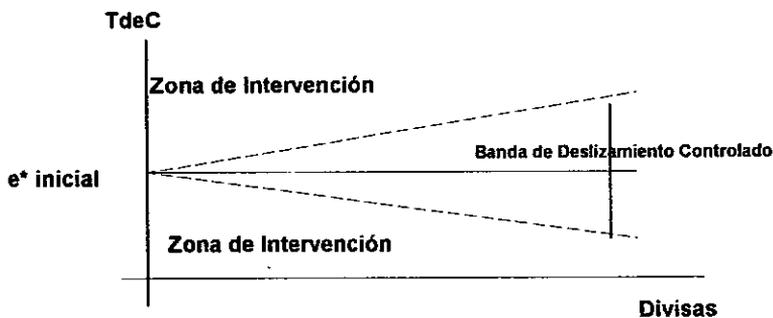
¹⁰ -V. gr. El Grupo de los Siete (G7), aplica este régimen

¹¹ -" El precio al que se realiza el cambio, es decir, al que se cambia, ... recibe el nombre de cotización ". Tomado de: Erich Schneider, ..., op. cit., pág. 67.

En el gráfico siguiente, cuando se sobrepasan los puntos AB, existe un excedente de demanda, y cuando se sobrepasan los puntos CD, existe un excedente de oferta.



iv) Régimen de Deslizamiento Controlado. Cuando el Banco Central predetermina una depreciación constante controlada, o sea, se fija el curso del tipo de cambio, el Banco Central debe intervenir en el mercado cambiario vendiendo divisas, cuando las presiones del mercado apuntan hacia una devaluación mayor a la establecida, y con la compra de divisas, cuando dichas presiones indican una devaluación menor.



El Banco Central predetermina un deslizamiento controlado¹³, el tipo de cambio no puede sobrepasar por arriba de la línea de deslizamiento predeterminado, si es así, el Banco Central tendrá obligación de intervenir comprando o vendiendo, según sea el caso, divisas para mantener el desliz deseado.

Por los diversos regímenes cambiarios que existen nos es fundamental saber que en México durante el período que estamos estudiando se aplicó en su mayor tiempo un régimen de tipo de cambio de *Deslizamiento Controlado* por lo que las variaciones del tipo de cambio son constantes pero con variaciones mínimas.

¹³.- El deslizamiento puede ser diario, semanal, mensual, etc.

IV. ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS

Una vez descrito los principales fundamentos del mercado de dinero y de los diversos regímenes cambiarios, podemos introducir el Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos, este nos servirá para comprender en el estudio la relación existente entre la Balanza de Pagos y el Tipo de Cambio; así como, ver el por qué el tipo de cambio sobrevaluado afecta a la balanza comercial en particular, y a la balanza de pagos en lo general.

IV.1.- Introducción al Análisis de la Balanza de Pagos.

Todos los movimientos ocurridos en el mercado cambiario, así como las variaciones en las reservas internacionales netas del Banco Central, se resumen en el saldo de la Balanza de Pagos.

La Balanza de Pagos (**BP**) es un registro sistematizado contable, comercial y financiero de las relaciones económicas de un país con el resto del mundo, y que además, nos sirve como instrumento de análisis económico. Por tanto, la BP resulta una síntesis de la oferta y la demanda de divisas, ya que resume todas las transacciones comerciales y financieras de un país con el resto del mundo. Las transacciones relevantes incluyen el comercio de bienes y servicios, los pagos de transferencias y las transferencias de activos.

Bajo un régimen de flotación pura, el tipo de cambio siempre se ajusta para equiparar la oferta y la demanda en el mercado, de tal forma que la BP es igual a cero, hay un equilibrio: **BP = 0**

En un régimen cambiario fijo, de flotación controlada o de deslizamiento controlado, el Banco Central (BC) interviene cuando la oferta y la demanda del mercado no se equilibran al tipo de cambio preestablecido. La BP no se encuentra en equilibrio cuando: $BP \neq 0$

Cuando $BP > 0$, se dice que hay un superávit, lo cual implica un incremento en las reservas internacionales netas (RIN); si $BP < 0$, se dice que hay un déficit, lo cual implica que hay una caída en las RIN.

Bajo un régimen de tipo de cambio de flotación pura, los tipos de cambio se ajustan para equilibrar el mercado de divisas, más no así las RIN; y bajo un régimen de tipo de cambio controlado las variaciones en las RIN están en función de las variaciones en la BP. La BP como instrumento contable, representa en su saldo las variaciones en las RIN.

En la BP se hace distinción entre las transacciones por *cuenta corriente* (transacciones que se materializan en venta o adquisición de bienes y servicios, así como pagos unilaterales), y las transacciones de activos o transacciones por cuenta de capital. El saldo de ajustes oficiales muestra la magnitud de la intervención de las autoridades. *Los desequilibrios fundamentales de BP son cubiertos por las RIN ó por medio de endeudamiento externo (sic)*. En la Balanza por Cuenta Corriente (CC) se distingue entre la balanza de mercancías y la balanza de servicios y transferencias; en la Cuenta de Capital (CK) se recogen como categorías principales el capital a largo plazo, incluyendo las transferencias oficiales, y una categoría residual que incluye a el capital a corto plazo; y en la

Cuenta de Errores y Omisiones se obtiene como residual, para que el saldo en BP coincida con la variación de las RIN.

Dentro de la partida de ajustes oficiales se distinguen dos modos de financiar el desequilibrio: el empleo de las RIN y los aumentos de saldos deudores con agentes públicos extranjeros, incluyendo el Fondo Monetario Internacional(FMI). La subdivisión tradicional de la BP, de acuerdo con la práctica internacional es la siguiente: ¹

BALANZA DE PAGOS

I. Cuenta Corriente = A + B

A. Bienes, servicios y rentas.

1. Mercancías
2. Embarques
3. Otros Transportes
4. Viajes
5. Rentas de la inversión
6. Gobierno General
7. Otros bienes, servicios y rentas

B. Transferencias Unilaterales.

8. Transferencias privadas
9. Transferencias gubernamentales

II. Cuentas de Capital = C + D

C. Capital, salvo pasivos específicos y activos de reserva

10. Inversión directa
11. Inversión de cartera
12. Otro capital

D. Pasivos específicos

13. Uso de crédito
14. Pasivos monetarios de autoridades centrales a favor de autoridades centrales extranjeras
15. Pasivos monetarios de bancos de depósito a favor de autoridades centrales extranjeras expresadas en moneda nacional
16. Pasivos monetarios de bancos de depósito a favor de autoridades centrales extranjeras expresadas en moneda extranjera
17. Pasivos monetarios de otros residentes a favor de autoridades centrales extranjeras.
18. Otros pasivos específicos de autoridades centrales

III. Errores y Omisiones

IV. Saldo de la Balanza de Pagos = Variación en RIN = I + II + III

19. Oro monetario
20. DEG
21. Posición de reservas en el F.M.I.
22. Divisas
23. Otros activos

¹-Basado en: Danilo Astori, "Enfoque crítico de los modelos de contabilidad social". Siglo Veintiuno editores, México 1990. pág. 349. *Apud.* F.M.I.. Manual de Balanza de Pagos, cuarta edición (1977).

Formalmente:

$$Y = C + I + G + (X - M) + Rfx$$

donde: $(X - M)$, es la balanza en cuenta corriente,

Rfx , es la balanza de bienes y servicios.

IV.2- Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos: Presentación.

El enfoque monetario de la balanza de pagos (BP), fue desarrollado en la década de los años 50's por Robert A. Mundell y Harry G. Johnson, el enfoque monetario considera la balanza de pagos (BP) como un fenómeno fundamentalmente monetario.

El enfoque monetario de la BP se basa en la interacción mutua entre la oferta monetaria y la BP. Los desequilibrios de pagos (déficit o superávit) representan flujos netos de dinero entre países y tienden a afectar la oferta monetaria de cada país. Los cambios en la oferta monetaria afecta la BP.

De acuerdo con el enfoque monetario, los desequilibrios de la cantidad (déficit o superávit) reflejan desequilibrios de la cantidad entre la oferta monetaria y la demanda de dinero. El enfoque monetario considera a la BP como una "válvula de seguridad" que se abre automáticamente para eliminar un exceso de oferta de dinero en forma de déficit en la BP o para permitir dentro del país una cantidad adicional de dinero en forma superávit en la BP, con el fin de satisfacer un exceso existente de demanda de dinero.

Una premisa fundamental del enfoque monetario es que las autoridades monetarias no pueden esterilizar los flujos monetarios asociados con superávit y

déficit, en el *"largo plazo"*. Sin embargo, en el corto plazo las autoridades monetarias disponen de suficiente maniobrabilidad y logran compensar los desequilibrios de pagos por medio de operaciones de esterilización.

Dadas las premisas del enfoque monetario, debe ser claro que los desequilibrios de pagos deben ser un fenómeno *"transitorio"* que tiende a corregirse por sí mismo, pues los desequilibrios de pagos pueden durar hasta que la oferta monetaria sea igual a la demanda de dinero. En otras palabras, un desequilibrio de pagos (que refleja un desequilibrio entre la oferta y la demanda de dinero) genera un ajuste en la oferta monetaria que tiende a eliminar el desequilibrio inicial en el mercado de dinero y, de esta manera, a corregir el desequilibrio en la BP.

El enfoque monetario considera a los desequilibrios de pagos como un fenómeno temporal y autocorrector, el enfoque conduce a la conclusión de que por lo general no es necesaria ninguna medida de política para corregir los desequilibrios en la BP.

IV.3.- Modelo Básico del Enfoque Monetario.

Como sabemos la demanda de dinero en términos reales (L/P), depende positivamente del nivel de ingreso nacional, y negativamente de la tasa de interés (r). El enfoque monetario de la BP supone que tanto la tasa de interés como el producto son exógenos, lo cual significa que la cantidad demandada de dinero es también exógena, cambiando solamente cuando ocurren cambios autónomos en la tasa de interés y en el producto. La supuesta exogeneidad del producto

nacional se racionaliza afirmando que la economía abierta se encuentra en pleno empleo en el largo plazo y que el producto solamente cambia a través del crecimiento real de la economía.

Como dijimos con anterioridad, podemos identificar la oferta monetaria total con los depósitos a la vista en los bancos comerciales. La *oferta monetaria* $\{(M) \text{ o } (M1)\}$ de la economía abierta es igual al *multiplicador monetario* multiplicado por el volumen de reservas de los bancos comerciales (es decir, depósitos en el BC). Por necesidad contable, el volumen de reservas de los bancos (coeficiente de reservas a depósitos) es igual a los activos del BC, los cuales constan de activos domésticos (tales como títulos, valores del gobierno) y reservas internacionales. La oferta monetaria (M) esta dada por:

$$M = \Phi(Cr + RIN)$$

∴

$$M/\Phi \approx (Cr + RIN)$$

$$M/\Phi \approx H$$

donde: $H = Cr + RIN$,

RIN, reservas internacionales netas, y

Cr, crédito neto del BC.

Como ya habíamos visto, la suma de los activos domésticos y las RIN mantenidas por el BC, es decir: $CR + R$, se conoce como base monetaria del país.

Si consideramos, a la economía (abierta) con un sector privado, un sector público y un sector bancario consolidado con el BC. La corriente de fondos del sector bancario es, es términos nominales, así:

$$\Delta M = \Delta RIN + \Delta Cr$$

donde: $\Delta Cr = (Cr^o + Cr^*)$

Δ , siempre representa una variación,

Cr , es el crédito interno,

Cr^o , es el crédito interno privado,

Cr^* , es el crédito interno público, y

RIN , son las reservas internacionales netas,

es decir, la variación de la oferta monetaria (ΔM) es igual a la suma de los cambios en las RIN (ΔRIN), y al crédito interno.

Supongamos que el sector privado y gubernamental tiene una demanda estable de dinero y que a fin de simplificar el modelo tiene como único determinante el producto, o sea:

$$\Delta L = \Delta Q$$

El enfoque monetario de la BP adopta el supuesto adicional de que el mercado se equilibra en términos de flujos; es decir, que las variaciones en la cantidad demandada de dinero coinciden con los cambios en la oferta,

$$\Delta L = \Delta M$$

sustituyendo la ecuación anterior tenemos:

$$\Delta L = \Delta Q = \Delta RIN + \Delta Cr = \Delta M$$

$$\Delta Q = \Delta RIN + \Delta Cr$$

$$\Delta RIN = \Delta Q - \Delta Cr$$

El modelo se complementa con el supuesto de que la variación en el producto (ΔQ) se determina exógenamente y de que la disposición de crédito está bajo el control de las autoridades monetarias. Con ello la disminución de las RIN no es sino el resultado del exceso de creación de crédito interno por arriba de la demanda de dinero por el sector privado y/o gubernamental. De ahí que la BP se identifique como un fenómeno monetario.

El modelo permite recalcar, otra vez, los elementos centrales del enfoque:

i) la demanda de dinero es estable; ii) el ingreso nominal se determina de manera exógena; iii) el mercado de dinero se encuentra en equilibrio en términos de flujos; y iv) la autoridad monetaria carece de la capacidad para fijar la oferta monetaria y sólo tiene bajo su control la variación del crédito interno (Cr).

El enfoque monetario supone, además, válida la ley del precio único y considera que la tasa de interés esta determinada exógenamente. Si el tipo de cambio es fijo se reduce al de una economía cerrada y la variación de los precios equilibra el mercado monetario.

Una vez descrito los principales fundamentos que nos servirán para entender el funcionamiento de la balanza de pagos, ahora pasaremos a presentar el modelo completo de un país pequeño con tipo de cambio fijo en una economía abierta.

V. POLÍTICA MACROECONÓMICA EN UNA ECONOMÍA ABIERTA CON TIPO DE CAMBIO FIJO

V.1.- Introducción.

Una vez señalados los conceptos básicos describiremos en esta sección la formalización de nuestro modelo en el cual fundamentaremos el estudio posterior.

Recordemos, *grosso modo*, los supuestos fundamentales:

1. - La Demanda de Dinero(L) es constante, o estable, en el corto plazo y es exógena al modelo, porque la velocidad(V) es también estable.
2. - $(P, r) = f(P^*, r^*)$
3. - La Oferta monetaria no esta bajo el control del gobierno en el largo plazo, sólo tiene bajo control las variaciones del crédito interno.
4. - El producto se determina exógenamente.

Ahora, agregaremos otros supuestos fundamentales *ad hoc* para nuestra economía abierta:

1. - El tipo de cambio es fijo(o sus movimientos son predeterminados por el BC, y por ende, no existen variaciones bruscas en el corto plazo).
2. - Existe libre movilidad de capitales y de mercancías. ¹
3. - $(r \cong r^*)$

En base a lo anterior, expondremos el modelo conocido como Mundell-Fleming, ² el cual indica el hecho de que la velocidad de los flujos de capital son mucho mayores que los flujos comerciales. Los agentes económicos(básicamente los inversionistas), siempre en busca de oportunidades de ganancias, depositan sus activos en cualquier país que deseen, en cantidades ilimitadas y tasas de

¹. - Excepto la Fuerza de Trabajo.

interés diferentes; cuando hay tasas de interés diferentes entre dos países se generan flujos de capital del país con menores tasas de interés al de mayores, y debido a las *libres fuerzas de la oferta y la demanda*, tienden a reducir o eliminarse las diferencias entre las tasas. En contraste, los flujos comerciales responden en una forma mucho más lenta a los cambios en las condiciones del mercado.

El modelo aquí expuesto, es un caso "estándar", un país pequeño sin control de capitales.³

V.2.- Determinación de la Demanda Agregada y de la Balanza Comercial.

Supongamos, en primer lugar, que para cada bien producido en el interior del país existe otro bien sustituto *No perfecto* producido por el resto del mundo. Esto es, la economía interna produce bienes que consumen los nacionales y el resto del mundo. Todo lo que se produce internamente, se consume, y lo que no se vende al resto del mundo. Por obvias razones, también existen bienes que se consumen al interior, pero que no producen internamente (o se prefieren a los producidos internamente), se importan.

Si P_M es el precio del bien importado en moneda nacional; P^* es el precio del bien en moneda extranjera. La *Ley del Precio Único* (LPÚ) se cumple para

²- El cual se desarrolló a comienzos de los años sesenta por Robert Mundell y J. Marcus Fleming.

³- Entendamos por país pequeño, a un país tomador de precios que no tiene influencia en el mercado, este es el caso de México.

ambos; o sea, el precio local de los bienes importados (P_M) se determina multiplicando su precio en moneda extranjera (P^*) por el Tipo de Cambio (E):

$$P_M = E \cdot P^*$$

Ahora bien, se puede derivar una curva de demanda agregada, basándonos en el ya clásico modelo IS-LM para la economía abierta.

Como mencionamos con anterioridad, los agentes económicos consumen tanto bienes nacionales como extranjeros, así el consumo se define como:

$$C = C_d + C^*$$

donde: C_d y C^* son las cantidades de bienes domésticos y bienes extranjeros que se consumen, respectivamente. De igual modo, la inversión se define como:

$$I = I_d + I^*$$

Por simplicidad supondremos que el gasto público (G_p) se dirige al mercado nacional. Este supuesto se fundamenta en el hecho de que casi todo se destina al pago de sueldos y salarios de los trabajadores del gobierno.⁴

Ahora bien, ya podemos describir a la demanda agregada como la suma de la **absorción** interna más la balanza comercial, o sea:

$$Q = Y = DA = (C_d + C^*) + (I_d + I^*) + G_p + (X - M)$$

⁴- Claro es que en el caso del Servicio de la Deuda se contabiliza en el Sector Público, pero por simplicidad lo veremos en la balanza de pagos desagregado.

$$Q = Y = DA = C + I + Gp + (X - M)$$

si: $A = C + I + Gp$

$bc = X - M$

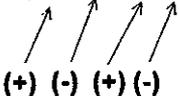
donde: A, es la absorción y "bc" es la Balanza Comercial, por tanto:

$$Q = Y = DA = A + bc$$

y tenemos ahora a la curva IS de una economía abierta.

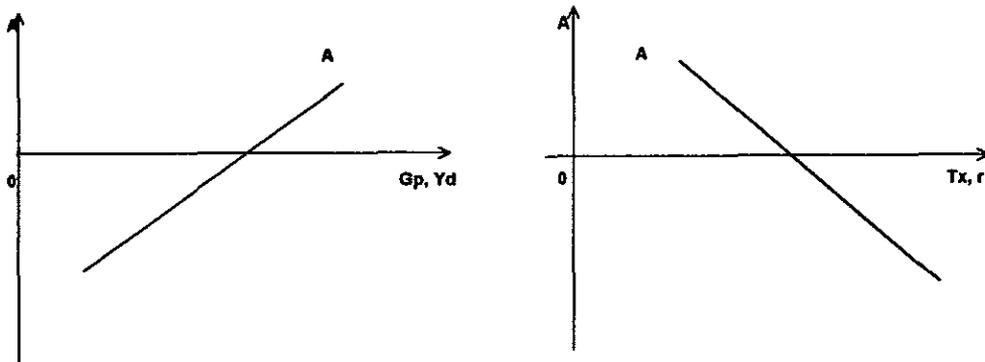
Sólo cabe señalar la diferencia entre economía abierta y cerrada. En una economía cerrada, la absorción y la demanda agregada son la misma cosa: $C + I + Gp$. En cambio, en una economía abierta, la absorción es el gasto total de los residentes nacionales y los extranjeros en bienes nacionales.

Para analizar el comportamiento que tiene en la vida real la ecuación de demanda agregada, primero debemos describir cuales son los factores que determinan la absorción(A), las exportaciones e importaciones($X - M$), y así, al especificar las ecuaciones que determinan las absorción(A) y la balanza comercial(bc), estamos construyendo la curva IS para una economía abierta. La absorción esta determinada, dado que es la suma de C, I y Gp, por:

$$A = f(Gp, Tx, Yd, r)$$


(+) (-) (+) (-)

esta ecuación nos dice que, la absorción es una función creciente del Gp y del Ingreso disponible(Yd); y una función decreciente de los impuestos(Tx) y la tasa de interés real(r). Gráficamente:



Así, la bc se puede representar por:

$$X_N = BC = (X - M) = f(A, A^*, TCR)$$

(-) (+) (+)

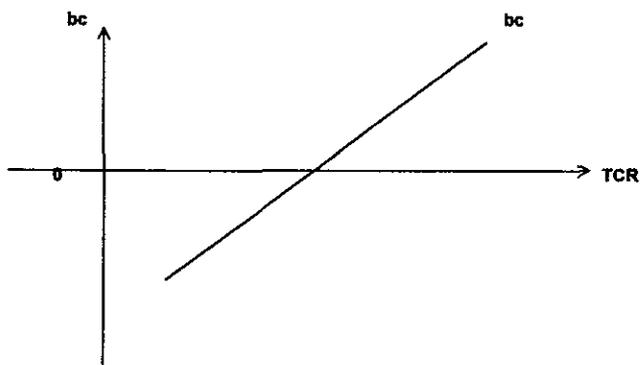
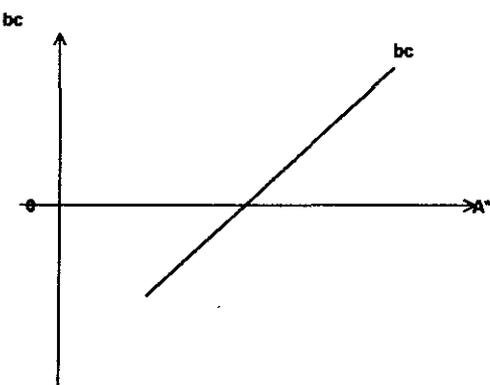
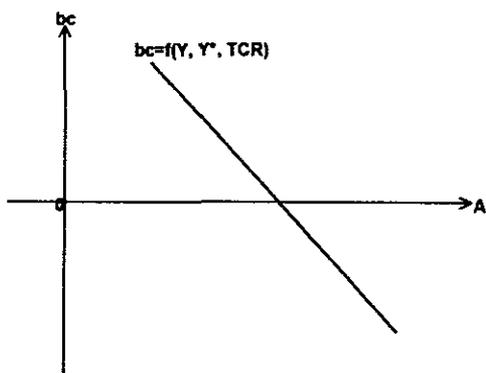
cuando aumenta la absorción(A), la balanza comercial(bc) se deteriora porque parte de la mayor absorción se gasta en importaciones.⁵ Por lo tanto, la bc es una función negativa de A. De la misma, la bc es una función positiva de A*(la absorción del resto del mundo), ya que cuando aumenta A*, parte de ese

⁵.- Recordemos que en el largo plazo existe pleno empleo, y en el corto plazo, podría existir un pleno empleo efectivo, lo cual al elevarse la absorción por encima de tal empleo existe una absorción "excedente" que se transporta al exterior.

incremento va dirigido a bienes nacionales, esto es, las exportaciones;
formalmente:

$$BC = X_N = f(A^*, TCR, A)$$

gráficamente:



esta última ecuación nos muestra que la bc es igual a las exportaciones netas(o al superávit o déficit, según sea el caso). En base a lo señalado, llegamos a la ecuación única para la demanda agregada:

$$DA = Y = f(r, Gp, Tx, Yd) + (A, A^*, TCR)$$

(-) (+) (-) (+) (-) (+) (+)

$$DA = A + BC$$

V.3.- La Política Monetaria y la Política Cambiaria.

Cuando el Banco Central(BC) hace compra de bonos en el mercado abierto, sabemos de la ecuación de cambio en la base monetaria⁶ que inicialmente sube la base monetaria, con:

$$H_t - H_{t-1} = B_t - B_{t-1}$$

El lado derecho de esta expresión, el incremento de la tenencia de deuda fiscal por el BC, mide el tamaño de la operación de mercado abierto. Inicialmente sube la base monetaria en el monto de la compra de Bonos. Con esto, al interior de la economía se encuentra que hay un exceso de dinero del que se desea mantener a los niveles dados de tasas de interés, precios e ingresos. Los

⁶- Supra.....p. 6.

poseedores de dinero intentarán entonces convertir parte de sus saldos de dinero no deseados a otras formas de riqueza, B y B^* .⁷ Pero la demanda por B no puede absorber el dinero interno no deseado ya que las compras de B por algunas familias con exceso de efectivo simplemente producen tendencia excesiva de dinero para las familias que venden los bonos. Tampoco puede absorberse la oferta de dinero no deseado mediante cambios en las tasas de intereses, porque el arbitraje internacional mantiene la igualdad entre r y r^* .

En consecuencia, al exceso de oferta de dinero lleva, al menos en parte, a un incremento en la demanda por B^* , el activo externo.⁸ Las familias tratan de adquirir moneda extranjera con su tenencia de dinero local de tal manera que sea posible convertir la moneda extranjera en bonos externos. De este modo, el exceso de oferta de dinero empieza a hacer subir el precio de la divisa o, dicho de otra manera, una M más alta conduce a una depreciación incipiente del tipo de cambio.

V.4.- El Modelo IS-LM para la Economía Abierta.

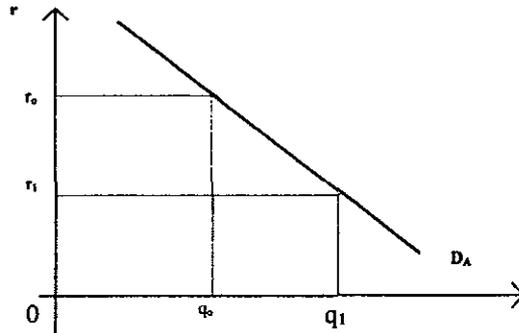
Para derivar el modelo IS-LM en una economía abierta con tipo de cambio fijo,⁹ necesitamos sólo tomar como dados a G , A^* y P ; y que las autoridades

⁷- Donde: B , es un bono interno que deviene intereses, un bono sin riesgo de incumplimiento, B^* , es un bono que deviene intereses con denominación en otra moneda.

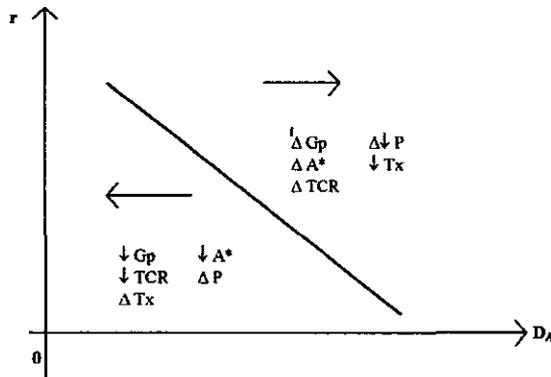
⁸- En el corto plazo, las tasas de interés locales podrían caer respecto a las tasas externas, pero esto llevaría rápidamente a un desplazamiento en la demanda hacia el activo externo, haciendo bajar el precio del bono interno (y, por lo tanto, incrementar la tasa de interés interna) hasta que se restablece la igualdad $r = r^*$.

⁹- Tipo de cambio fijo o tipo de cambio con algún control absoluto o relativo del BC, de tal forma que no existen variaciones drásticas en el corto plazo.

monetarias fijan el tipo de cambio. Todo esto implica, que existe una relación negativa inversa entre tasa de interes(r) y la demanda agregada(DA).



Como ya sabemos, un aumento en el G_p y una reducción en T_x , ocasiona que se desplace a la derecha. Pero también, cuando aumenta A^* se desplace porque esto significa que los extranjeros incrementan sus demandas por bienes nacionales; de igual forma, cuando el TCR sube, esto es, cuando se deprecia, la curva IS se desplace también a la derecha, simple y sencillamente porque la demanda interna se desplace de bienes extranjeros a bienes nacionales. Gráficamente:



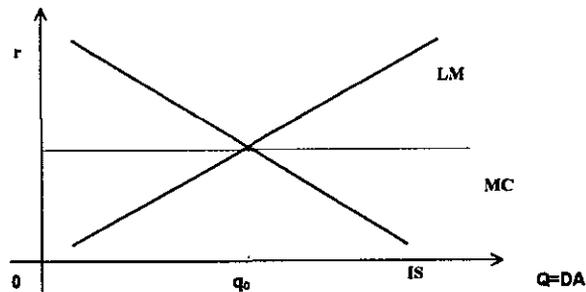
Por el otro lado, la curva LM se basa en la ecuación de la demanda de Dinero, la cual ya vimos:

$$L/P = f(DA, r)$$

La curva LM es una línea con pendiente creciente. Pero para completar el modelo de la economía abierta, necesitamos decir que existe **libre movilidad de capitales** a través de las fronteras, la tasa de interés local(r) será igual a la tasa externa(r^*) y, por ende, tenemos:

$$r = r^*$$

Pero podemos llamar a la igualdad ($r = r^*$) **línea de movilidad de capital(MC)**. Por lo que, bajo libre movilidad de capitales, el equilibrio pleno debe encontrarse en el punto en el cual se intersectan IS-LM y MC.



En una economía abierta, el nivel de M es determinado por el BC, y esto determina la posición de la curva LM. Sin embargo, en un régimen de tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, las autoridades monetarias no pueden determinar al mismo tiempo a M_1 y al tipo de cambio. Cuando las autoridades del BC fijan el tipo de cambio(e), las familias pueden convertir su dinero local en activos externos de acuerdo a su conveniencia. Con libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo, la tasa de interés local debe ser igual a la tasa de interés mundial, de tal forma que: $r = r^*$, la economía debe ubicarse en el punto de intersección MC.

La demanda de dinero esta dada entonces por: $L = f(Q, r^*)$ y la oferta de dinero se ajusta endógenamente(a medida que los agentes económicos compran o venden dinero local a cambio de activos externos), de modo que la oferta de monetaria es igual a la demanda por dinero. En pocas palabras, con tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, la oferta monetaria es endógena al sistema.

Si suponemos que inicialmente IS-LM se intersectan. Ahora supongamos que las autoridades monetarias efectúan una compra de bonos de mercado abierto, lo que incrementa transitoriamente la oferta monetaria. Con esto la curva LM se desplazaría hacia la derecha y hacia abajo. En economía cerrada, el nuevo punto marcaría el nuevo equilibrio y llegaríamos a la conclusión de que la demanda agregada ha subido. Pero como sabemos (r) sería menos que (r^*). Y

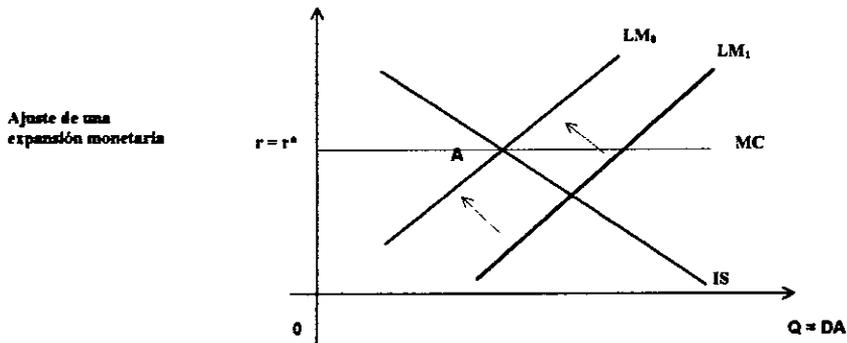
ahora, los agentes nacionales venden sus bonos locales para adquirir bonos externos, debido a que (r^*) es más atractiva que (r) .

Cuando existe este movimiento expansivo monetario, los residentes nacionales intentarán vender sus bonos locales para adquirir bonos externos. A través del arbitraje en el mercado internacional de capitales la tasa de interés interna volverá a subir rápidamente hasta r^* . La economía permanecerá en el punto inicial sobre la curva IS, con una demanda en el mercado de bienes consistente con la tasa de interés. Al mismo tiempo, habrá un exceso de oferta monetaria. Por consiguiente, los agentes económicos convertirán parte de su exceso de dinero en dinero o bonos externos y el BC venderá reservas y reabsorberá el incremento en M1. En este proceso, se revertirá el incremento en la oferta monetaria y la curva LM retornará a su posición original. Notese que mientras la curva LM se está desplazando a la izquierda, el BC está perdiendo reservas internacionales netas(RIN).

Por lo tanto, podemos afirmar que bajo tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, la posición de la curva LM es endógena. La curva LM se ajusta a medida que los agentes económicos compran y venden moneda extranjera al BC. Con perfecta movilidad de capitales, la economía debe operar¹⁰ a la tasa de interés mundial de modo que el equilibrio debe estar en algún punto a lo largo de la línea MC (donde $r = r^*$) y la curva LM debe ajustarse para mantener la consistencia con todo lo anterior. Un desplazamiento endógeno de la curva LM

¹⁰.- O al menos aproximadamente.

significa que los ajustes económicos están vendiendo o comprando activos externos para incrementar o reducir su tenencia de dinero local, con lo cual el BC acumula o pierde RIN en dicho proceso.



Por el otro lado, si existe un movimiento de la curva IS hacia la derecha, la tasa de interés permanece en r^* . El nuevo equilibrio está en un punto (e''), en la intersección de la nueva IS con la línea MC .

Por deducción se concluye que existe un exceso de demanda por dinero al nivel inicial de $M1$. Con libre movilidad de capitales y tipo de cambio fijo el exceso de demanda de dinero se elimina a medida que los agentes económicos convierten parte de su riqueza en dinero local. El BC venderá $M1$ y comprará divisas. El resultado será un incremento endógeno en $M1$ y, por lo tanto, la curva LM se desplazará a LM' , de modo que el nuevo equilibrio está en un punto (c''). Notese que $M1$ se expande lo necesario para que $r = r^*$ permanezca igual.

Resumiendo, con tipo de cambio fijo y libre movilidad de capitales, el punto de equilibrio se encuentra en la intersección de la curva IS y la línea MC.¹¹ La curva LM se ajusta endógenamente para intersectarse con la curva IS y la línea MC. El ajuste de la curva LM refleja el comportamiento de los agentes económicos.

V.5.- La Política Cambiaria como Instrumento Estabilizador de Precios (La Teoría).

En general cuando hay un movimiento en la política fiscal o monetaria, el tipo de cambio se ve afectado. Los bienes de consumo intermedio y finales son los primeros afectados cuando hay variaciones en el tipo de cambio. Es muy probable, por ejemplo, si existe una devaluación,¹² que suban los precios de los bienes finales importados (no bienes primarios) forman parte del índice de precios al consumidor. Si P es el precio de los bienes producidos al interior del país, P_M el precio de los importados y P_c el índice global de precios al consumidor, tenemos:

$$P_M = EP^*_M$$

$$P_c = \lambda P + (1-\lambda)P_M$$

donde: E , es el tipo de cambio, P^*_M el precio en el exterior de los bienes importados y λ un parámetro entre 0 y 1 que indica la ponderación de los bienes

¹¹ $-r = r^*$

nacionales en el índice de precios al consumir (con $1-\lambda$ la ponderación de los bienes importados).

Por otro lado, aun cuando en algunos casos la PPP¹³ no se cumpliera como base para los precios de los bienes domésticos en su conjunto, al menos para algunos de estos bienes la PPP es muy aplicable. Para los productos altamente transables de una economía (como las materias primas), las variables del tipo de cambio se transmiten en forma a los precios internos, sin importar las condiciones de la demanda y de la oferta agregada. La producción *transable*(T)¹⁴ tiene precios determinados de acuerdo a la PPP: $P_T = EP_T^*$. Los precios de los bienes NO transables P_N se determinan por el equilibrio de la oferta y la demanda agregada. El nivel global de precios internos P es un promedio ponderado de estos dos tipos de precios:

$$\begin{aligned} P &= \Phi \cdot P_T + (1-\Phi)P_N \\ &= \Phi \cdot (EP_T^*) + (1-\Phi)P_N \end{aligned}$$

donde Φ es un parámetro entre 0 y 1 que representa la ponderación de los bienes transables en el nivel global de precios internos {y $(1-\Phi)$ es la ponderación de los bienes no transables}.

Otro canal por el cual el tipo de cambio influye directamente en los precios es a través de los bienes intermedios importados que se utilizan en la producción interna. Una depreciación del tipo de cambio hace subir el precio del producto

¹².- Este fenómeno lo analizaremos más adelante.

¹³.- Paridad del Poder de Compra (*Purchasing Power Parity = PPP*)

final. Así pues, podemos designar a P_n el precio de los bienes intermedios, que es igual a EP_n^* , donde P_n^* es el precio mundial. Los precios de los No transables se pueden escribir entonces como función de los salarios y P_n

$$\begin{aligned} P_N &= \alpha w + \beta P_n \\ &= \alpha w + \beta P_n^* \end{aligned}$$

Resumiendo las ecuaciones anteriores, pues ahora tenemos tres diferentes medios por los cuales el tipo de cambio afecta directamente el nivel de precios: 1) a través de los precios de los bienes importados, 2) a través de los precios de los bienes domésticos transables, y 3) a través de bienes intermedios importados que afectan los costos de la producción interna. Formalizando nos queda:

$$P_c = \{\lambda P + (1-\lambda)P_M\} + \{\Phi P_T + (1-\Phi)P_N\} + \{\alpha w + \beta P_n\}$$

Por lo tanto, P_c está determinada directamente o indirectamente por los salarios "w" y por el tipo de cambio.

La fuerte influencia del tipo de cambio sobre los precios sugiere que la política cambiara puede jugar un papel directo en una política anti-inflacionaria más allá y por encima del papel indirecto del tipo de cambio sobre la demanda agregada.

¹⁴- Los bienes y servicios no transables sólo puede consumirse dentro de la economía en que se producen; no pueden importarse ni exportarse.

La política cambiaria suele tener mayor efecto sobre los precios cuando la mayor parte de la economía esta estrechamente ligada el tipo de cambio.

Pero cuando no se aplica la PPP, fijar el tipo de cambio puede ser peligroso,¹⁵ al menos durante mucho tiempo. La dificultad está en que un tipo de cambio puede mantener bajos ciertos precios, como los transables(P_T), los insumos importados(P_n) y los bienes finales importados(P_M), en tanto que otros precios continúa subiendo. Por otro lado, también lo que puede ocasionar es que si la inflación del país es más alta que la del resto del mundo y el tipo de cambio se mantiene fijo por encima de su verdadero valor, esto puede ocasionar un ataque especulativo sobre la moneda local.

Ahora con todo lo anterior, podemos examinar más de cerca el periodo mismo en que ocurre una crisis de la Balanza de Pagos(BP), esto es, cuando se agotan las RIN del BC y éste se ve forzado a abandonar la paridad cambiaria. El origen está en un déficit fiscal subyacente bajo tipo de cambio fijo, que lentamente reduce el monto de reservas del BC. Con un monto limitado de recursos de reservas el BC no podra sostener el tipo de cambio prefijado indefinidamente.

Por otro lado, los agentes económicos tanto internos como externos puede advertir que se aproxima el colapso al ver que las RIN se van acabando al BC, entonces contribuyen a provocar la extinción repentina de las RIN, al lanzarse a comprar moneda extranjera.

¹⁵.- A menos que se aplique al mismo tiempo algunas otras políticas, como la superación de la indexación de salarios.

Una vez que comienza la corrida especulativa contra la moneda local, el BC(regularmente) devalúa la moneda, una vez devaluada la moneda comienza la depreciación del tipo de cambio en mayor escala, la tasa de interés interna sube. La velocidad de circulación(V), una función creciente de r, sube y esto genera la declinación de la demanda por saldos reales de dinero:

$$MV = PQ$$

$$M/P = Q/V$$

Durante la transición de tipo de cambio fijo a flotante, declina la demanda por saldos reales de dinero. Los agentes económicos saben que no les conviene que la crisis cambiaria los sorprenda en posesión de grandes saldos de moneda local, puesto que la inflación va a aumentar y la moneda local se depreciará abruptamente mientras la gente trata de deshacer de su moneda local. El proceso del colapso del tipo de cambio fijo se denomina "*crisis de balanza de pagos*".

Después de una devaluación las exportaciones del país se hacen "*más competitivas*" en los mercados mundiales, en tanto que las importaciones se encarecen en términos relativos en el mercado interno. Si los precios internos están muy ligados al tipo de cambio; como hemos estado viendo los precios suben y, por ende, la Demanda Agregada se reduce junto con la Oferta agregada.

En función de este capítulo y los anteriores, girará el trabajo presente en el cual desarrollamos un estudio empírico de la sobrevaluación del tipo de cambio. Ya descrito todo nuestro marco teórico lo que resta es presentar una breve

descripción de la economía mexicana en el periodo previo a los años estudiados en los cuales se manejaran conceptos y supuestos fundamentados en estos cinco primeros capítulos expuestos.

VI. ASPECTOS GENERALES DE LA ECONOMÍA MEXICANA 1982-1987

En este capítulo iniciamos un breve esbozo de las causas de las crisis de 1982, así como describimos las posibles causas del sexenio de Miguel de la Madrid Hurtado para posteriormente en los capítulos subsecuentes iniciar con nuestro estudio empírico.

VI.1.- ANTECEDENTES DE LA CRISIS DE 1982

La década de los años setenta presenció, en su primer mitad, el agotamiento del ciclo de expansión industrial de los años sesenta. Esta desaceleración industrial da lugar a un deterioro económico global que alcanzó su punto culminante en la crisis de 1976-1977, y en el que el estrangulamiento externo, el lento crecimiento de la producción, las altas tasas de desempleo y de inflación se refuerzan. El descubrimiento y posterior explotación masiva de abundantes recursos petroleros permitió superar las restricciones de la balanza de pagos y reiniciar, desde 1978, proceso de expansión económica.

La expansión económica por el crecimiento de la industria petrolera, al incrementarse espectacularmente¹ las exportaciones del crudo [véase cuadro 1]; mientras tanto la producción crecería a partir de entonces, sólo en la medida necesaria para satisfacer el consumo interno. *De ahí que para que el auge petrolero cediera su lugar a un desarrollo industrial y agrícola sostenido, resultaba crucial una utilización de los excedentes petroleros orientada a modificar las*

¹- El aumento de las exportaciones petroleras paso de ser de 15.4% con respecto a las exportaciones totales del país en 1976, a un 72.5% en 1981 [véase cuadro 1]

CUADRO 1
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
 México 1976-1982

| | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 1 VARIACION % DEL PIB | 4.2% | 3.4% | 8.2% | 9.2% | 8.3% | 7.9% |
| 2 GASTO PÚBLICO COMO % DEL PIB | 15.9% | 29.1% | 17.5% | 18.2% | 26.3% | 27.9% |
| 3 PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORT. PETROLERAS CON RESPECTO AL TOTAL DE LAS IMPORT | 15.4% | 22.3% | 30.7% | 45.1% | 67.3% | 72.5% |
| 4 ENDEUDAMIENTO EXTERNO NETO | 5,612.0 | 2,878.0 | 3,344.0 | 5,520.0 | 10,891.0 | 28,014.0 |
| 5 DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO | | | | | | |
| CORTO PLAZO | 3,678.8 | 2,728.8 | 1,236.6 | 1,442.2 | 1,490.8 | 10,753.9 |
| LARGO PLAZO | 15,923.4 | 20,185.3 | 25,027.7 | 28,315.0 | 32,322.0 | 42,206.7 |

FUENTES:

1/ Banco de México. "Indicadores Económicos", México, agosto de 1987. A precios de 1970.

3/ Cambio porcentual anual. Promedio Anual (1978=100)

4/ Banco de México. "Indicadores Económicos", México, agosto de 1987.

5/ Se refiere al renglón de pasivos de la cuenta de capitales, excluye reinversiones y redocumentación para operaciones de conversión de deuda. Millones de Dólares.

relaciones estructurales de comportamiento económico y a permitir que el petróleo se agregara a la actividad económica existente fortaleciéndola, en lugar de desplazarla. La absorción de los excedentes petroleros que el sistema económico en ausencia de políticas que garantizaran la transformación del acervo petrolero en fuentes más permanentes de riqueza (industrial o agrícola) habría de conducir a un breve, aunque intenso, periodo de auge económico caracterizado por un acelerado deterioro del comercio exterior no petrolero, así bajo el liderazgo de la producción petrolera el PIB avanzó un promedio de 8.4% en 1978-1981². Este rápido crecimiento fue acompañado de un deterioro de las cuentas externas de la economía no petrolera.³

La deuda externa, contratada en su mayoría por el sector público, es además atraída por el vertiginoso aumento de las tasas de interés internas.⁴ Esto refuerza los factores sobre la inflación, acelerando esta última. La aceleración de la inflación repercute sobre la transferencia al sector privado de los ingresos petroleros y contribuye al deterioro de las finanzas públicas, sosteniendo así el alto ritmo de crecimiento del gasto privado.⁵ [véase cuadro 2]

A todo esto, se agrega el hecho de que el peso se encontraba sobrevaluado,⁶ en condiciones de desmantelamiento de los controles de

² Vid. Ernesto Zedillo Ponce de León, *"La experiencia entre 1973 y 1983 de la balanza de pagos y las perspectivas de crecimiento de México"*, en Carlos Bazdreich, Nisso Bucay, Soledad Loaeza y Nora Lustig (comps.), México, auge, crisis y ajuste, vol. 2, Fondo de Cultura Económica, México 1992, pp. 17-66.

³ El aumento del déficit en cuenta corriente es notable, si en 1976 era de 3,700 millones de dólares.

⁴ Vid. José Ángel Guría, *"La política de la deuda externa"*, Fondo de Cultura Económica, México 1993..

⁵ .La inflación en el país de ser de 15.8% en 1976 pasa a ser de 27.9% en 1981.

⁶ cfr. Jaime Ros, *"Crisis económica y política de estabilización en México"*, En Investigación Económica, núm. 168, abril-junio de 1984, p.260 y 261.

CUADRO 2
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS
MÉXICO: 1965-1992

| | 1983 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1972 | 1973 | 1974 | 1975 | 1976 | 1977 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 1 PIB (cambio porcentual) | 6.90% | 6.30% | 6.10% | 6.30% | 6.30% | 4.20% | 6.50% | 6.50% | 6.60% | 6.10% | 5.60% | 4.20% | 3.40% | 6.20% | 9.20% | 8.30% | 7.90% | 0.60% |
| 2 Índice del Salario Real (promedio del sector manufacturero) | 91.70 | 95.70 | 97.10 | 100.70 | 100.00 | 100.50 | 106.40 | 105.50 | 103.50 | 108.10 | 110.70 | 122.70 | 125.10 | 121.80 | 119.80 | 114.70 | 125.80 | 124.00 |
| 3 Inversión Fija Bruta (más cambios en inventarios, % del PIB) | 22.60% | 21.80% | 20.80% | 21.10% | 21.10% | 20.20% | 20.30% | 20.30% | 21.40% | 23.20% | 23.70% | 22.30% | 22.80% | 23.50% | 28.00% | 27.10% | 27.30% | 22.80% |
| 4 Precios al consumidor (cambios porcentual anual) | n.d. | n.d. | n.d. | n.d. | 5.30% | 5.30% | 5.00% | 5.00% | 12.00% | 23.80% | 15.20% | 15.80% | 26.90% | 17.50% | 16.20% | 26.30% | 27.60% | 58.80% |
| 5 Déficit público (financiero) (porcentaje del PIB) | 1.10% | 2.10% | 1.90% | 2.00% | 3.40% | 2.30% | 4.50% | 6.30% | 6.30% | 6.70% | 9.30% | 9.10% | 8.30% | 6.20% | 7.10% | 7.50% | 7.50% | 18.80% |
| 6 Deuda Externa Total (miles de millones de dólares) | n.d. | 9.10 | 12.19 | 16.92 | 28.10 | 30.91 | 34.64 | 40.25 | 50.71 | 50.71 | 68.17 |
| 7 Deuda Pública Total (miles de millones de dólares) | n.d. | 7.07 | 9.07 | 14.44 | 19.60 | 22.91 | 26.26 | 28.75 | 33.81 | 33.81 | 58.87 |
| 8 Tasa PRIME nominal de E.U.A. (%) | n.d. | 8.02% | 10.80% | 7.86% | 6.82% | 6.82% | 9.06% | 12.67% | 15.77% | 16.67% | 14.90% |
| 9 Precio promedio del petróleo de exportación (dólares por barril) | n.d. | 11.80 | 13.60 | 13.30 | 19.70 | 31.00 | 31.00 | 28.70 |

FUENTE

- 1) Banco de México, Indicadores Económicos, México, agosto de 1987. Las cifras usadas para calcular la tasa de crecimiento del PIB están en pesos de 1970.
- 2) Francisco Gil Díaz y Raúl Ramos Tenorio, "Lecciones desde México", en M. Bruno, G. O. Tella, R. Dornbusch y S. Fischer (Comp.), "Inflación y estabilización: la experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México", El Triunfo Económico (Lecturas No. 62), cuadro 2, pp. 426-428.
- 3) Pedro Aspe Armella, "El camino mexicano de la transformación económica", Fondo de Cultura Económica, México, 1983, cuadro II.5 p. 75.
- 4) Francisco Gil Díaz y Raúl Ramos T., op.cit.
- 5) José Ángel Gurta, "La política de la deuda externa: una visión de la modernización de México", F.C.E., México, 1983, anexo estadístico, cuadro 1.
- 6) Idem., cuadro 3.
- 7) Idem.
- 8) Idem., cuadro 5.
- 9) Idem., cuadro 1.

importación, reforzándose el excesivo aumento del volumen de importaciones. "De acuerdo con ciertas estimaciones, el margen de sobrevaluación llegaba a 25% en 1980 (suponiendo que el tipo de cambio de 1977 haya sido el de equilibrio)"⁷. La expansión de la industria petrolera, desarticulada del resto de la economía, modifica la estructura económica en el sentido de una creciente vulnerabilidad,⁸ esta expansión conduce al país a un tipo de especialización en el comercio internacional en el que los excedentes exportados involucran a un bien solamente, el petróleo; esto convirtió al país crecientemente vulnerable a los cambios de la composición de la demanda en el exterior y a los cambios en los precios de exportación del petróleo,⁹ mientras la demanda de bienes y servicios importados crece vertiginosamente, agudizándose el *desequilibrio fundamental(sic)* en la balanza de pagos.

El contexto económico externo refuerza notablemente el ciclo económico interno, en el auge, como hemos descrito, el precio del petróleo aumenta, lo cual llevó a los ingresos por exportación de petróleo a niveles muy superiores a los originalmente planeados, y al acceso al crédito externo, cuando el ciclo interno está por revertirse, las tendencias recesivas de la economía internacional contraen muy bruscamente los mercados de exportación de petróleo y otros productos primarios tanto en volumen como en precio, y la banca internacional, que había prestado en exceso durante el auge, termina por volverse

⁷.- Nora Lustig, "México: hacia la reconstrucción de una economía", El Colegio de México, Fondo de Cultura Económica, México 1994., pp 539.

⁸ Vid. Jaime Ros,...op. cit. p. 261.

excesivamente restrictivas, con tasas de interés al alza; la tasa de interés *PRIME*(de E.U.A.) era de 6.82% y la *LIBOR* de 5.21% en 1976, ya en 1980 eran de 15.77% y 13.96%, respectivamente.¹⁰ Pero fundamentalmente lo que coadyuva a la agudización de la situación económica del país fue la expansión excesiva de la política fiscal y monetaria. [véase cuadro 2]

Todo lo anterior, conduce a México a la primera "gran" crisis de la era postrevolucionaria. La crisis se precipitó, en 1982, después de haber sido excesivamente expansiva durante el periodo de auge, la política económica se vuelve *austera* de deflación generalizada de la demanda agregada y maxidevaluatoria del tipo de cambio. Las inversiones de más fácil y rápida recuperación así como la especulación cambiaria y financiera terminan por convertirse en las oportunidades de inversión más atractivas. Para seguir, el proceso de crecimiento necesita apoyarse cada vez más en la expansión del sector petrolero que (como hemos descrito), modifica la estructura económica en el sentido de una creciente vulnerabilidad: al enfrentar límites la expansión petrolera, la crisis se precipita. *La desaceleración y reducción del nivel de actividad económica son una primera consecuencia del agotamiento de la expansión petrolera y de las tendencias de la economía internacional, a la cual se agregan los efectos contraccionistas de las devaluaciones del tipo de cambio y de*

⁹ Mientras en 1976 el precio de petróleo de exportación, dólares por barril, era de US\$11 8, en 1981 de US\$33.2 (el nivel histórico más alto), ya en 1982 cayó el 13.55% y en 1983 un 20.48% (respecto a 1981. *cf.* José Ángel Gurúa, *op. cit.* anexo estadístico, cuadro 1.

¹⁰ *Vid. Idem.*...anexo estadístico, cuadro 5, y véase cuadro 1; y además, Dornbusch nos dice que "...las tasas de interés se elevaron marcadamente a causa de la adopción de una política monetaria rígida por parte de Estados Unidos", véase a Rudiger Dornbusch, "México: estabilización, deuda y crecimiento", en EL Trimestre Económico (F.C.E.), núm. 220, octubre-diciembre de 1988, p. 893.

la deflación de la demanda interna".¹¹ A principios de 1982, los precios internacionales del petróleo ya habían caído a 28.7 dólares por barril (una caída de 13.55% respecto a 1981), y la fuga de capitales, iniciada en 1981 con 11 millones de dólares y con un endeudamiento neto de 28,024 millones de dólares en el mismo año, continuó¹²[véase cuadro 2]. Desde 1981, el gobierno intentó reducir el déficit fiscal, el cual representaba el 14.1% del PIB, lo cual no tuvo éxito y el gobierno no logró un acuerdo sobre las medidas a adoptar para corregir el desequilibrio externo. Cuando la caída del precio del petróleo a mediados de 1981 no fue seguida por ningún cambio convincente de la política económica, la fuga de capitales se aceleró. Durante los meses que le siguieron el gobierno financió la salida de divisas con préstamos del exterior cada vez más frecuentes y a plazos más cortos.

En febrero de 1982, el gobierno ya no pudo continuar endeudándose para mantener la paridad del peso, de tal forma, que éste tuvo que devaluarse.¹³ La devaluación ocasionó que el ingreso nacional real declinara, para un nivel dado de PIB, tanto por su efecto desfavorable sobre los términos de intercambio con el exterior¹⁴ como por su efecto de la revaluación real de los intereses sobre la deuda externa y otros pagos al exterior [véase cuadro 3]. El efecto de la devaluación se agrega a la reducción iniciada en 1981 en el ingreso nacional real,

¹¹ Jaime Ros, ..., *op. cit.* p. 262.

¹² *Apud.* José Ángel Gurria, ..., *op. cit.* anexo estadístico, cuadro 4.

¹³ Así, el 17 de febrero, por la noche, se anunció que el peso se devaluaría inicialmente, 40.0%. *cf.* Ernesto Zedillo Ponce de León, ..., *op. cit.* p. 41.

¹⁴ A este respecto, el índice de términos de intercambio es en 1981 de 126.8 y en 1982 de 86.1. *Vid.* José Ángel Gurria, ..., *op. cit.* anexo estadístico, cuadro 1.

CUADRO 3
PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS DE LA BLANZA DE PAGOS
MÉXICO: 1966-1982
(millones de dólares)

| | CUENTA CORRIENTE | | | CUENTA DE CAPITALES | | | ERRORES Y OMISSIONES | CAMBIOS EN LAS RESERVAS INTERNACIONALES DEL BANCO DE MÉXICO |
|------|------------------|-------------|--------------|---------------------|-------------|--------------|----------------------|---|
| | TOTAL | SECTOR PÚB. | SECTOR PRIV. | TOTAL | SECTOR PÚB. | SECTOR PRIV. | | |
| 1966 | (442.9) | (120.2) | (322.7) | 342.3 | (1.7) | 344.0 | 79.7 | (21.0) |
| 1966 | (477.8) | (210.0) | (267.8) | 527.0 | 233.2 | 303.8 | (43.1) | 6.1 |
| 1987 | (603.0) | (317.6) | (285.4) | 647.3 | 569.1 | 78.1 | (4.4) | 39.8 |
| 1988 | (745.4) | (402.4) | (373.0) | 513.8 | 382.5 | 131.3 | 310.6 | 49.0 |
| 1989 | (708.4) | (430.0) | (278.4) | 865.4 | 482.0 | 203.5 | 90.7 | 47.9 |
| 1970 | (1,187.9) | (747.4) | (440.5) | 848.6 | 443.0 | 405.6 | 396.1 | 102.1 |
| 1971 | (928.9) | (611.6) | (317.3) | 895.7 | 420.8 | 475.2 | 193.5 | 200.0 |
| 1972 | (1,005.7) | (769.4) | (236.3) | 432.5 | 149.4 | 283.1 | 788.7 | 264.7 |
| 1973 | (1,528.8) | (1,429.9) | (98.9) | 2,051.2 | 1,624.2 | 427.0 | (400.2) | 122.3 |
| 1974 | (3,226.0) | (2,432.5) | (793.5) | 3,622.5 | 2,921.6 | 900.9 | (559.6) | 36.9 |
| 1976 | (4,442.0) | (2,938.8) | (1,503.8) | 5,458.9 | 4,347.8 | 1,111.1 | (851.2) | 165.1 |
| 1976 | (3,683.3) | (2,825.6) | (857.7) | 5,070.0 | 5,092.7 | (22.7) | (2,390.6) | (1,004.0) |
| 1977 | (1,596.4) | (2,468.8) | 872.4 | 2,276.0 | 2,922.7 | (846.6) | (22.5) | 657.1 |
| 1978 | (2,693.0) | (2,567.9) | (125.1) | 3,254.1 | 2,573.8 | 680.3 | (127.0) | 434.1 |
| 1979 | (4,870.5) | (2,072.9) | (2,797.6) | 4,533.3 | 3,352.2 | 1,181.1 | 686.2 | 348.9 |
| 1980 | (10,739.7) | (489.8) | (10,249.9) | 11,442.3 | 3,323.7 | 8,118.6 | 245.1 | 1,108.6 |
| 1981 | (16,057.1) | (124.7) | (15,927.3) | 26,357.0 | 17,541.8 | 8,815.1 | (9,030.1) | 1,012.2 |
| 1982 | (6,221.0) | 3,066.7 | (9,287.7) | 9,752.7 | 7,907.9 | 1,844.8 | (6,831.8) | (3,184.7) |

FUENTE: Francisco Gil Diaz y Raúl Ramos T....op.cit., pp.430-431.

en relación al PIB, que fue consecuencia de los precios de exportación del petróleo y del aumento de los pagos al exterior como resultado del alza de las tasas de interés externas.

"La crisis (de 1982) se precipitó por el saturamiento del mercado mundial petrolero, la recesión económica mundial, y el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos, pero sus raíces fueron interna: políticas monetarias y fiscales excesivamente expansionistas, sobrevaluación persistente del peso, sobredependencia del sector público de una sola fuente de ingresos (exportación petrolera), estancamiento del sector agrícola (al menos los sectores que producían alimentos básicos para el consumo interno), una planta industrial globalmente no competitiva e ineficiente, ..., un modelo de desarrollo basado en el uso intensivo de capital que imposibilitó la creación de una base adecuada de empleo, ...".¹⁵

Pocos días después, de la devaluación, el gobierno anunció un programa económico de estabilización de corte Ortodoxo,¹⁶ así por pocos días pareció que la economía mexicana podría pasar de una situación de auge a un ajuste ordenado. Lejos de suceder esto, el programa fue rebasado por las medidas contrarias a lo escrito; el programa consideraba un aumento salarial de urgencia

¹⁵ Wayne A. Cornelius, "Economía política de México en el régimen de De la Madrid: austeridad, crisis como rutina, e inicios de recuperación", en Investigación Económica, núm. 172, abril-junio de 1985, p.336.

¹⁶ Una política Ortodoxa de estabilización económica, comprende varias, o la totalidad, de las siguientes medidas:

- a) Política fiscal restrictiva, en la forma de reducción del gasto de inversión y a los subsidios públicos y de aumentos a los impuestos indirectos y a las tarifas del sector público,
- b) Contracción monetaria, generalmente asociada a la imposición de techos a la expansión del crédito bancario hacia los sectores público y privado,
- c) Devaluación del tipo de cambio para hacer frente a las dificultades en balanza de pagos,
- d) Contención de las demandas salariales para frenar las presiones inflacionarias,
- e) Liberalización de controles de precios,
- f) reducción de "barreras" al comercio exterior y a los flujos de capital, y

de 10% como máximo, pero el gobierno *decretó* aumentos salariales de hasta 30.0%. También el programa consideraba aumentos inmediatos de los precios de los bienes y servicios de las empresas públicas; pero pasaron varios meses antes de que se anunciara el primer incremento significativo; por lo contrario, se implementó un plan de urgencia en apoyo de las empresas *productivas*. Al propiciar un alivio fiscal y otorgar subsidios este plan deshacía parcialmente el ajuste buscado por la devaluación y constituía otra señal clara de que el ajuste fiscal sería a largo plazo. Las presiones para terminar los proyectos ya iniciados hacían muy difícil el control de gasto público. Como era de esperarse, ya en abril de 1982, había señales de fuga de capitales. Durante varios meses se evito otra devaluación, pero a costa de las reservas de divisas y de usar el último crédito externo *voluntario* disponible de México; además, se hizo difícil la renovación de los créditos de corto plazo que se había hecho durante 1981.

El peso continuaba bajo presiones especulativas durante julio. Se decidió aplicar las medidas que se habían incluido en el programa de ajuste pero no se habían puesto en vigor. Así, en agosto se inició un aumento de los precios de algunos productos básicos. Tras este anuncio las presiones sobre las reservas internacionales del Banco de México se hicieron insostenibles. El 6 de agosto de 1982 se estableció un *nuevo sistema dual* de tipos de cambio. Como la especulación siguió, unas semanas después se hicieron pagaderas en moneda nacional todos los depósitos denominados en dólares, a un tipo de cambio muy

g) reforma y liberalización financiera interna orientada al aumento de las tasas de interés.

por debajo del existente en el mercado cambiario. Para posteriormente ordenar a los bancos suspender toda operación cambiaria.

En este momento, se declaró que el país no podía pagar el principal de la deuda y se dieron tres meses de moratoria sobre los pagos al principal, con el apoyo de EUA en forma de créditos. El 1º de septiembre se anunció la nacionalización de la banca y férreos controles de divisas.

Para el 1º de diciembre de 1982, entra una nueva administración, la cual encuentra al país con un déficit financiero del sector público de 16.9% del PIB; una constante perdida de divisas causada por la fuga de capitales (en 1981 se estimaba fue de 11,828 millones de dólares y, en 1982 de 6,772 millones), y reservas internacionales brutas de 1,800 millones de dólares;¹⁷ una deuda externa total de 92,400 millones (donde 59,700 millones eran deuda del sector público);¹⁸ una inflación de 98.8%;¹⁹ un déficit en cuenta corriente de 6,200 millones (o sea, el 3.6% del PIB); y un decremento del PIB de 0.6%. [véase cuadro 4]

¹⁷ José Ángel Gurriá, ..., *op. cit.* anexo estadístico, cuadro 4.

¹⁸ Dornbusch afirma que "...la atribución de dos tercios y más del incremento de la deuda a los choques internos no deja ninguna duda acerca de que la crisis de 1982 fue "hecha en México", *op.cit.*, p.895

¹⁹ *Idem.*, ..., cuadro 1 y *cfr.* Nora Lustig, ..., *op. cit.* cuadro II.1, II.2, y II.3.

CUADRO 4
ENDEUDAMIENTO EXTERNO NETO Y FUGAS DE CAPITAL
MÉXICO, 1973-1988
(millones de dólares)

| AÑOS | Endeudamiento Neto | Fugas de Capital |
|------|-----------------------|---------------------|
| 1973 | 2,280 | 890 |
| 1974 | 4,012 | 806 |
| 1975 | 5,450 | 859 |
| 1976 | 5,612 | 2,971 |
| 1977 | 2,876 | 944 |
| 1978 | 3,344 | 131 |
| 1979 | 5,520 | (7) |
| 1980 | 10,891 | (251) |
| 1981 | 28,014 | 11,828 |
| 1982 | 8,850 | 6,772 |
| 1983 | 2,002 | 3,783 |
| 1984 | 1,183 | 1,042 |
| 1985 | (935) | 1,312 |
| 1986 | 865 | (1,912) |
| 1987 | 3,730 | 791 |
| 1988 | 616 | 3,592 |

FUENTE: José Ángel G....., *op cit.*.

VI.2.- EL SEXENIO DE MIGUEL DE LA MADRID HURTADO: 1983-1988

Miguel De la Madrid Hurtado(MMH), asumió la presidencia en diciembre de 1982. La definición de la política económica tenía un grado de consenso mayor en su gobierno que en el de José López Portillo(JLP); dicho consenso consistía en que en el corto plazo el objetivo principal debía ser restablecer la estabilidad financiera y controlar la inflación. Las metas de mediano plazo incluían fomentar la competitividad externa de la economía, aumentar el ahorro interno y disminuir la intervención estatal en la actividad económica. *“El gobierno espera que una vez que se hubiera restablecido el orden en las cuentas fiscales, ajustado el tipo de cambio y reestructurado los pagos de la deuda externa, se reanudaría las*

entradas de capital y se podría recuperar el crecimiento".²⁰ Así, por ejemplo, en el *Plan Nacional de Desarrollo: 1983-1988* (PND:1983-1988), se señala que "...la reorientación de la política económica y los cambios en la estructura productiva que la estrategia se propone impulsar,..., a partir del saneamiento inicial de las condiciones económicas durante 1983-1984,..., se establecerán nuevas relaciones de competitividad entre la creación de empleos requeridos por la población, la estabilidad del mercado de divisas y un financiamiento sano del crecimiento".²¹

La crisis se debía a factores estructurales, esto es, a la estrategia de sustitución de importaciones y al gran activismo económico por parte del Estado. Esta reforma estructural se introdujo lentamente en los dos primeros años del sexenio, pero adquirió velocidad a partir de 1985, tras el fracaso del primer intento de estabilización, cuando se aplicaron las primeras medidas de liberalización comercial, consolidadas con la entrada de México al GATT, en 1986. En diciembre de 1987, el gobierno implementó un programa de corte *heterodoxo*(*política de ingresos*), que aceleró tales reformas.

VI.2.1.- El Primer Intento de Estabilización: 1983-1985

La nueva administración, tras llegar al poder, implementó un plan de estabilización de choque, con este plan se pretenden alcanzar tres objetivos: generar un superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos; abatir, a todo costo la inflación; y, reducir el déficit del sector público como porcentaje del PIB(el

²⁰ *Alora Lustig,....,op. cit.,p.49.*

FMI sostiene que la participación del gasto del sector público no debe ser mayor a un **3%** del PIB).²²

En 1982, se anunció un paquete de estabilización llamado **Programa Inmediato de Reordenación Económica(PIRE)**. El programa tenía dos etapas: un *tratamiento de choque* en 1983, seguido de políticas graduales en 1984-1985. El gobierno creía que la estabilidad de precios y el equilibrio macroeconómico podrían restablecerse mediante la reducción del déficit fiscal y una *maxidevaluación*. Pero para que tales medidas tuvieran éxito era necesario evitar la indización de los salarios nominales. De aquí en adelante se incrementarían los salarios en base a la inflación esperada, y no la acumulada.

El *PIRE* recibió apoyo del FMI, ya que contenía muchas de las medidas comprometidas de México con el organismo en la carta de intención firmada el 1º de septiembre de 1982; México recibió 3,900 millones de dólares(que equivale al 450% de la cuota de México en ese organismo),²³ además de los créditos obtenidos " *...de las autoridades monetarias de doce países y del Banco de Pagos Internacionales, que han otorgado a México líneas de crédito por 1,850 millones de dólares*".²⁴ Las entregas se harían en varias ocasiones entre enero de 1983 y diciembre de 1985. Sin embargo, el acuerdo se interrumpió a mediados de 1985 porque México no pudo cumplir con algunas condiciones.²⁵

²¹ Poder Ejecutivo Federal, *Plan Nacional de Desarrollo. 1983-1988*, en Revista Comercio Exterior, suplemento especial, junio de 1983,p.65.

²² Héctor Guillén Romo, *"El sexenio del crecimiento cero: México, 1982-1988"*, ediciones Era, México 1990, capítulo 2.

²³ SHCP, *"Carta de Intención de México al Fondo Monetario Internacional"*, en El Mercado de Valores, año XLII, núm. 47, noviembre 22 de 1982, pág. 1209.

²⁴ *Idem*,..., p.1207.

²⁵ *Infra*

El tratamiento de choque se inició con una gran devaluación de los tipos de cambio libre y controlado²⁶ (de 113.7% y 95%, respectivamente) anunciados en diciembre de 1982. El programa contenía aumentos en los impuestos y precios de bienes y servicios del sector público, reducciones del gasto público, de tal modo que hacia fines de 1983 el déficit se había reducido a casi la mitad de su nivel de 1982. Todo esto se ve reflejado en el PND:1983-1988, el cual describe que *"...La reorientación del gasto público acompañará la moderación de su crecimiento..., se reducirá en términos relativos el consumo público y se logrará mayor productividad del gasto de operación del sector paraestatal,..."*²⁷, además de que en la carta de intención, de septiembre de 1982, firmada por la administración de JLP, se comprometía México a tal reducción del déficit público. Pero además, para fortalecer la reducción del déficit público, se aumentaron los precios de todos los bienes y servicios del sector público y los impuestos al consumo. *"El programa de ajuste buscará elevar el ahorro interno, tanto público como privado. Con este esfuerzo se racionalizará, el gasto del sector público, y se aumentarán y reestructurarán sus ingresos, mediante medidas tributarias y de precios y tarifas de las entidades paraestatales"*.²⁸ El déficit público era de 16.9% del PIB en 1982,

²⁶ *"...el gobierno de José López Portillo implantó el régimen dual de tipo de cambio el 1º de septiembre de 1982, el mismo día en que se nacionalizaron los bancos y se instituyó el control de cambios generalizado. El régimen dual fue mantenido por Miguel De la Madrid, a pesar de las objeciones del FMI; en consecuencia el control de cambios se eliminó. El gobierno fijaba el tipo de cambio controlado y lo aplicaba a todas las transacciones comerciales y de servicios no factoriales. Las salidas de capital debían financiarse al tipo de cambio libre. La diferencia entre los dos tipos de cambio al principio era grande, pero después de diciembre de 1982 el tipo de cambio controlado se depreció por una suma fija diaria...El tipo de cambio libre era el precio pagado por el dólar en el mercado y,...., se podía comprar cuantos dólares se quisiera al tipo de cambio libre. sin embargo, la tasa de depreciación del tipo de cambio libre también era fijada por las autoridades"*, Nora Lustig,....,op.cit.,p.51. Apud. Macro Asesoría Económica, "Realidad económica de México, 1991", México, 1990, cuadro 3.1, p. 54.

²⁷ Poder Ejecutivo Federal,...., op.cit., p.68.

²⁸ SHCP,....,op.cit.,p. 1208.

en 1983 ya era de 8.6%, en 1984 de 8.5% y en 1985 subió de nuevo a 9.5%. Pero hay que decir que el déficit del sector público fue provocado en buena medida por el pago de intereses de la deuda pública interna y externa. [véase cuadro 5]

CUADRO 5
PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS
MÉXICO: 1982-1987

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
|--|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| PIB (crecimiento porcentual) | -0.6% | -5.2% | 3.6% | 2.6% | -3.5% | 1.7% |
| Precios (Dic./Dic.) | 98.8% | 80.8% | 59.2% | 63.7% | 105.7% | 159.2% |
| Déficit Público Financiero (como % del PIB) | 16.9% | 8.6% | 8.5% | 9.5% | 15.9% | 16.0% |
| Precio del Petróleo de Export. (dólares por barril) | 28.7 | 26.4 | 26.8 | 25.3 | 11.9 | 16.0 |

FUENTE: *Indicadores Económicos*, Banco de México.

En el año de 1983, el servicio de la deuda externa (amortizaciones más intereses) fue de 7.4% del PIB; en 1984 fue de 6.4% y en 1985 fue de 6.3%, aunque fue reduciéndose en estos años, para 1986 aumento considerablemente²⁹, como veremos [VÉASE CUADRO 6]. Si los pagos de intereses se eliminan de las cuentas fiscales, las finanzas públicas pasan de ser deficitarias en 1982 a un superávit; así, después de 1983, la parte mayoritaria de los intereses de la deuda pública corresponde a la deuda interna. Debido todo esto a que el gobierno se fue financiando cada vez más, a través del mercado bursátil, mediante la emisión de Certificados de Tesorería (CETES), y no mediante emisión monetaria.

²⁹ José Ángel Gurriá, ..., *op.cit.*, anexo estadístico, cuadro 14.

CUADRO 6
SERVICIO DE LA DEUDA ESTERNA DEL SECTOR PÚBLICO
MÉXICO: 1983-1987
 (millones de dólares)

| ANOS | Amortizaciones | Intereses | Total | Servicios/PIB |
|------|----------------|-----------|----------|---------------|
| 1983 | 4,611.8 | 6,468.8 | 11,080.6 | 7.4 |
| 1984 | 3,618.0 | 7,611.1 | 11,229.1 | 6.4 |
| 1985 | 4,050.1 | 7,601.0 | 11,651.1 | 6.3 |
| 1986 | 4,782.1 | 6,130.8 | 10,912.9 | 8.4 |
| 1987 | 6,573.5 | 5,700.3 | 12,273.8 | 8.7 |

FUENTE: José Ángel G. , .op.cit.

En 1983-1984 se obtiene un superávit en cuenta corriente de la balanza de pagos que representa la posición más holgada de varias décadas. Pero esta situación se logró apoyándose casi exclusivamente en una enorme contracción del volumen de las importaciones. En 1985, la situación comienza a revertirse, debido fundamentalmente a una caída de las exportaciones(básicamente petroleras) y de un aumento de las importaciones; en 1982 México tenía un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de 6,200 millones de dólares, ya en 1983 había un superávit de 5,400 millones, en 1984 el superávit era de 4,200 millones, y para 1985 de 1,200 millones de dólares [véase el cuadro 7].

El otro punto fundamental de la política de estabilización económica es el combate a la inflación. En 1983-1984 se obtiene una reducción *significativa* de dicha variable, pasando de 98.8% en 1982, a 80.8% y 59.2% de inflación en 1983 y 1984, respectivamente. Para 1985, la tasa de inflación comienza a subir nuevamente, esto es el efecto de que las políticas ortodoxas ya no surten efecto en la inflación. Cabe mencionar que en el régimen de MMH se consideró que la restricción salarial constituía uno de los pilares de la lucha contra la inflación.

CUADRO 7
BALANZA DE PAGOS
MÉXICO: 1982-1987
(Porcentaje del PIB)

| | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CUENTA CORRIENTE | -3.6% | 3.6% | 2.4% | 0.4% | -1.3% | 2.7% |
| EXPORTACIONES* | 12.9% | 15.5% | 14.4% | 12.4% | 13.5% | 15.7% |
| IMPORTACIONES | 8.5% | 5.7% | 6.4% | 7.9% | 9.6% | 9.4% |
| PAGO DE INTERESES | 7.2% | 6.8% | 6.7% | 5.5% | 6.4% | 5.7% |
| CUENTA DE CAPITAL | 5.7% | -1.0% | 0.0% | -0.1% | 1.4% | -0.4% |
| ENDEUDAMIENTO NETO DEL SECTOR PÚBLICO | 3.5% | 1.8% | 0.9% | 0.0% | 0.5% | 3.0% |
| RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS(mil. de mil. de dólares) | 1.8 | 4.9 | 8.1 | 5.8 | 6.8 | 13.7 |

* Incluye Maquiladoras.

FUENTE: José Ángel G., ..., *op.cit.*

El otro punto fundamental de la política de estabilización económica es el combate a la inflación. En 1983-1984 se obtiene una reducción *significativa* de dicha variable, pasando de 98.8% en 1982, a 80.8% y 59.2% de inflación en 1983 y 1984, respectivamente. Para 1985, la tasa de inflación comienza a subir nuevamente, esto es el efecto de que las políticas ortodoxas ya no surten efecto en la inflación. Cabe mencionar que en el régimen de MMH se consideró que la restricción salarial constituía uno de los pilares de la lucha contra la inflación. Para facilitar la restricción salarial se operó un cambio en los mecanismos de regulación del *mercado laboral*. Hasta 1982, los aumentos salariales se fijaron en base a la pérdida de poder adquisitivo en el periodo inmediato anterior, de tal forma que las negociaciones salariales giraban en torno al porcentaje de incremento de los precios y los salarios en el periodo cuya pérdida se pretendía compensar. A partir de 1983, se realiza un cambio fundamental en los mecanismos de regulación salarial. En lugar de ajustes retrospectivos, las revisiones salariales se efectúan con un enfoque a futuro, es decir, los

incrementos salariales se otorgan en función de las inflación esperada. Esto se hace explícito en la carta de intención de México con el FMI, de principios de 1984, en ella se dice que "...Con respecto a la política salarial, se ha buscado que los aumentos se negocien en función de la inflación esperada, a fin de lograr los objetivos en empleo del programa...La experiencia ha demostrado que ajustes automáticos de los salarios en relación a los aumentos de precios observados en el pasado son contraproducentes, ya que sólo han servido para perpetuar la inflación y, en última instancia, han erosionado los salarios reales y reducido el empleo.³⁰

CUADRO 8
EVOLUCIÓN DE LOS SALARIOS Y EL CONSUMO PRIVADO PER CÁPITA
MÉXICO: 1981-1987

| | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 |
|--|-------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Total del ingreso salarial | 11.3% | -5.4% | -24.7% | -2.8% | 2.0% | -10.7% | -2.0% |
| Ingreso salarial por trabajador | 4.8% | -5.1% | -22.9% | -5.0% | -0.2% | -9.4% | -3.0% |
| Sueldos y salarios en las maquiladoras | -0.4% | 8.5% | -20.1% | -2.0% | -0.6% | -2.2% | 1.7% |
| Sólo obreros | -0.6% | 4.6% | -21.9% | -3.5% | -2.7% | -6.2% | -1.2% |
| Salarios registrados por el IMSS | | | | | | | |
| Total | n.d. | n.d. | n.d. | -1.8% | 0.7% | -7.5% | -9.9% |
| Con < 10 puestos de trabajo | n.d. | n.d. | n.d. | 3.4% | -0.2% | -2.4% | -14.3% |
| Con > 300 puestos de trabajo | n.d. | n.d. | n.d. | -4.3% | 0.4% | -9.2% | -7.6% |
| Salarios de la encuesta industrial | 5.0% | 0.1% | -24.1% | -6.8% | 1.1% | -6.9% | -6.5% |
| Salario mínimo | 1.0% | -0.1% | -21.9% | -9.0% | -1.2% | -10.5% | -6.3% |
| Salarios de los empleados públicos, por trabajador | 5.4% | -2.6% | -28.0% | -5.8% | 0.3% | -14.0% | 0.6% |

FUENTE: Nora Lustig, "México. Hacia la reconstrucción ..." op.cit. cuadro III.2.

Pero además de las medidas tomadas en el frente interno, la deuda externa de 92,400 millones de dólares y un servicio de la deuda de 62.2% del valor de las

³⁰ SHCP, "Carta de intención del gobierno de México al FMI", en El Mercado de Valores, año XLIV, núm. 2, enero 9 de 1984, pp. 30-31.

exportaciones en 1982. El gobierno de MMH puso en claro que el problema de la deuda debería tener solución; y así, puso fin a la suspensión de pagos *involuntarios* de 1982, aunque con algunas restricciones.

El gobierno inició una primera ronda de negociaciones con la Banca Internacional, en esta primera ronda se concentra la atención en reestructurar el principal que vencía durante el resto del decenio. El gobierno contrato préstamos por valor de 5000 millones de dólares, un préstamo por valor de 2,000 millones de dólares del club de París, y 1,200 millones de dólares del FMI en 1985.³¹ Los nuevos préstamos se destinaron básicamente al pago de los intereses de la deuda externa existente.³² En el período de 1983-1985, el pago de intereses de la deuda ascendió a 10,700 millones de dólares por año.

A partir de 1985 los requerimientos de financiamiento eran mayores de lo que habían sido en ausencia de la reestructuración de 1983. Aún con la reestructuración los servicios de la deuda externa del sector público eran de 7.4% en 1983, 6.45 en 1984 y 6.3% en 1985, como proporción del PIB.

Las metas de la segunda fase (la fase gradual) incluían reducir la inflación de forma más lenta pero continua, mantener el superávit comercial y recuperar las tasas de crecimiento económico histórico. El gobierno se comprometía a no variar el tipo de cambio, la política fiscal, monetaria, control de precios clave (salarios, impuestos indirectos, y precios del sector público).

³¹ SHCP, "Carta de intención del gobierno de México al FMI", en El Mercado de Valores, año XLV, núm. 13, abril 1° de 1985, p 293

³² El convenio de *facilidad Ampliada* permitió, por una parte, que México tuviera acceso al equivalente a 3,600 millones de dólares en *Derechos Especiales de Giro*,..., *facilitó las negociaciones de nuestro país con la comunidad financiera internacional para reestructurar la deuda pública externa*, (idem,....,p 293.

Ante las medidas, por lo contrario a lo que se esperaba; no regreso la calma a la economía por el contrario. El PIB cayo más de lo esperado, y la inflación se disparó, aunque, se rebasó la meta de la cuenta corriente de la balanza de pagos. El déficit fiscal fue la única variable que se comportó según lo previsto (siendo esto un caso clásico de *sobre-ajuste*) porque la reducción del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue más allá de lo requerido por las condiciones externas.

A principios de 1984 hubo una recuperación económica moderada que continuó hasta mediados de 1985, cuando México afrontó una crisis de balanza de pagos. Donde el gobierno respondió devaluando el peso, reducciones en el déficit fiscal y del crédito interno. El efecto inmediato de estas medidas en el corto plazo fue nuevamente el crecimiento económico y la aceleración de la inflación. Las mismas circunstancias que permitieron la recuperación de 1984 contribuyeron en parte a su interrupción. En específico, el relajamiento de la postura fiscal del gobierno, y la revelación del tipo de cambio contribuyeron primero a la recuperación y luego a la crisis de 1985; así pues, el relajamiento de la postura fiscal y la revelación del tipo de cambio condujeron al deterioro del superávit comercial a partir de mediados de 1984.

La reducción del superávit comercial se agravó por el deterioro de los términos de intercambio de los bienes exportados por México. En 1985 el valor de las exportaciones petroleras bajo en 11% por la caída de los precios mundiales del petróleo(aunque también en el mercado mundial los precios de las materias primas bajaron).

Las medidas en contra de las inflación, ya no tuvieron éxito. La falta de credibilidad era resultado de que el sector privado estaba consiente de las implicaciones del peso de la deuda externa existente; además el gran deterioro de la cuenta comercial y del relajamiento del déficit fiscal minaba la credibilidad. El sector privado presintió que el deterioro de la cuenta comercial no sería sostenible y, por lo tanto, ocurría tarde que temprano una devaluación. Adicional a esto, México había dejado de cumplir con las metas fijadas en el programa firmado con el FMI, suspendiendo el programa de financiamiento a mediados de 1985, lo cual desato un ataque especulativo contra el peso, conduciendo a la crisis de balanza de pagos de mediados de 1985.

VI.2.2.- Segundo Periodo de la Crisis: 1986-1987

La crisis de la balanza de pagos de mediados de 1985 condujo al gobierno, otra vez, a medidas de estabilización. La política fiscal y monetaria se volvieron restrictivas y el tipo de cambio controlado se devaluó (el tipo de cambio libre ya lo había hecho). Este programa, a diferencia del de 1983, fue acompañado por medidas de liberalización comercial. Esto se ve plasmado con el proceso de adhesión al *Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio* (GATT), el gobierno mexicano inició el proceso de adhesión en 1985, e ingresó oficialmente el 24 de agosto de 1986. México suscribió una serie de compromisos ante sus socios

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

comerciales. *La totalidad de la tarifa del impuesto general de importación se consolidó a un arancel de 50% "ad valorem".*³³

EL efecto inicial del programa de estabilización fue una desaceleración del crecimiento del producto. Ya no contaba con el financiamiento, suspendido, por parte del FMI; además, no se esperaba la caída drástica de los precios mundiales del petróleo de 1986. La economía todavía era muy vulnerable a las fluctuaciones de los precios del petróleo en el mercado internacional y reducir dicha dependencia se convirtió en una meta fundamental para el gobierno.

En 1986, el choque petrolero debió absorberse internamente, ya que no se disponía de financiamiento externo adicional. La pérdida de divisas por cuenta de la caída del precio del crudo llegó a 8,500 millones de dólares, el equivalente a 6.7% del PIB, 48% del valor de la exportaciones y 26% de los ingresos del sector público. El FMI otorgó un desembolso de emergencia por valor de casi 300 millones de dólares a principios de 1986 pero no se pudo disponer de dicho préstamo hasta noviembre de ese año. En 1986, el Banco Mundial presta 400 millones de dólares por el terremoto, cantidad pequeña comparada con el impacto del choque petrolero.

Dada la magnitud del choque petrolero y falta de apoyo financiero externo, el gobierno mexicano se concentró en dos objetivos: proteger la balanza de pagos y evitar que se agotaran las reservas internacionales en el corto plazo y reducir la vulnerabilidad de México en cuanto al comportamiento de los precios mundiales del petróleo. La moneda subvaluada ayudaría a aumentar las reservas y reducir la

³³ Herminio Blanco Mendoza, *Las negociaciones comerciales de México con el mundo*, Fondo de Cultura Económica, México,

dependencia petrolera; pero para mantener subvaluada la moneda se requería una tasa de depreciación mayor, lo cual conducía a un incremento de la inflación. Al aumentar la tasa de depreciación nominal diaria, el tipo de cambio real controlado se depreció 46% durante 1986. La inflación se aceleró y pasó de 63.7% en 1985 a 105.7% en 1986. Sin embargo, la inflación se mantuvo muy por debajo del nivel de la devaluación nominal. Esto se debió a la combinación de contar con salarios reales flexibles hacia la baja, la implantación de políticas crediticias más restrictivas y nuevas reducciones del gasto público.

Además, el déficit público aumentó a pesar de las reducciones del gasto programable(es decir, no incluidos los intereses). La nueva convención aceptaba que gran parte del déficit financiero era resultado de la inflación y no su causa. El legado de sobreajuste de 1983 fue que debían usarse otros indicadores fiscales para juzgar a la medida del esfuerzo y la presión sobre los recursos.

En 1986, el PIB bajó 3.9%. El país tuvo un superávit de cuenta comercial de 4,600 millones de dólares además de la reducción del precio del petróleo. Las reservas aumentaron, sin embargo, una vez más, el grueso de los costos del ajuste se absorbieron internamente. Además de proteger las reservas de divisas y evitar una crisis de la balanza de pagos, la subvaluación del peso contribuyó a reorientar la producción del mercado interno neto.

Ante la amenaza de una moratoria unilateral por parte de México, los bancos comerciales aceptaron con cierta renuencia cooperar con la iniciativa norteamericana conocida como *Plan Baker*. México se convirtió en el caso piloto

del plan. El plan, anunciado en septiembre de 1985, denotaba un cambio por parte de los países acreedores en el manejo oficial del problema de la duda: de hacer énfasis en la austeridad se pasó a dar importancia al crecimiento, para poder pagar.

En 1986-1987, las autoridades mexicanas subvaluarón el peso, esto con el fin de evitar que la moneda se revaluara rápidamente y por consecuencia caer en otra crisis de Balanza de Pagos. Sin embargo, esto ocasionó que la inflación aumentara vertiginosamente en estos años, debido a la indización de los precios externos en los internos.

Como consecuencia de la subvaluación del peso, hubo un aumento de reservas internacionales brutas en el Banco de México, además de que se dirigió la rentabilidad hacia las actividades de exportación.

Tras la firma de la carta de intención en 1986, con el F.M.I.,³⁴ el gobierno plantea un "nuevo" programa económico orientado al crecimiento y a las reformas estructurales, denominado PAC, que operó durante 18 meses contando a partir del segundo semestre de 1986. Con este convenio se solicita ayuda de la banca privada internacional. Se afirma el interés de seguir en la ruta ortodoxa, pero poniendo mayor énfasis en la privatización de la economía, apertura comercial, liberalización cambiaria y la promoción de la inversión extranjera.³⁵

³⁴ -SUPRA

³⁵ - Los puntos 10, 14, 17 y 19 de dicha carta confirman lo anterior.

** 10. Las autoridades mexicanas contemplan intensificar sus esfuerzos para instrumentar su política de cambio estructural en el área del gasto público en los renglones principales: la desincorporación y la reconversión industrial..."*

"14...Durante el período del programa continuará la flexibilidad de la política cambiaria para proteger la posición competitiva externa de México, fortalecer la posición de las reservas internacionales y facilitar la liberalización de la política comercial."

"17..... las autoridades mantendrán el proceso de liberalización, reduciendo los sesgos en contra del crecimiento de las exportaciones y promoviendo una mejor asignación de recursos..."

En materia de "desincorporación" incluye la venta, fusión y/o liquidación de empresas estatales no prioritarias o estratégicas. En cuestión comercial se mantendrá el proceso de liquidación, tratando de reducir los sesgos en contra del crecimiento de las exportaciones. En materia cambiaria se señala que se seguirá con la política de mantener el acceso general al mercado de divisas manteniendo el objeto de lograr la unificación de dicho mercado en el futuro.

Por último, en materia de inversión extranjera se anuncia una serie de medidas que fortalecen sobre todo cuando ésta se orienta hacia los mercados de exportación. Lo fundamental de este periodo, fue el desarrollo explosivo del Mercado de Valores, que se abre como un espacio de rentabilidad especulativa.

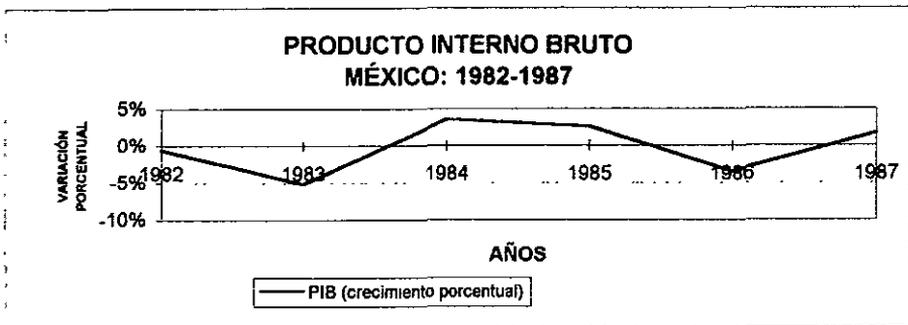
El crecimiento de la Bolsa esta íntimamente ligado a la utilización de CETES como fuente de financiamiento del gobierno mexicano. El auge de la Bolsa estuvo ligado en 1986 a la obtención de jugosos rendimientos anuales (muy superiores a la inflación). Pero el *Boom* especulativo no se detiene en 1986. La Bolsa crece aún a primera mitad de 1987. El origen fundamental fue la colocación en el mercado de instrumentos de participación en el capital de la banca nacionalizada (los CAP's).

Pero como las ganancias en la bolsa eran artificiales, y las ganancias de las empresas eran negativas, el 17 de noviembre de 1987, cayó la Bolsa. Los especuladores se protegieron con el mercado cambiario, provocando una corrida contra el peso, condicionando una devaluación con las concebidas repercusiones sobre la inflación y el producto.

**19.....las autoridades mexicanas han establecido una política selectiva para promover la inversión extranjera con*

En 1987, la economía creció sólo un 1.7% del PIB, con una inflación de 159.2%, el consumo decreció un 0.2%, y las reservas internacionales brutas eran de 13,700 millones de dólares. En este año, ya con mayor financiamiento externo, el foco de atención paso de ser el cuidado de la Balanza de Pagos a la inflación y recuperación económica , reduciendo la depreciación diaria del peso. Al mismo tiempo, se impulsó aún más la disciplina fiscal que aunado al aumento del precio mundial de petróleo (16 dólares por barril) condujo a un incremento significativo del superávit primario del sector público de 1.6% del PIB en 1986 a 4.7% en 1987.

GRÁFICO 1



Todo lo anterior dio pie al "nacimiento" del *Pacto de Solidaridad Económica*(PSE), el 15 de diciembre de 1987. El Pacto de Solidaridad Económica, un programa *heterodoxo* de estabilización, se creó para dar "*certidumbre*" a los agentes económicos. Dicha estrategia de política se deriva de la solución a problemas explícitos de optimización intertemporal. Los cuales son juegos dinámicos donde el gobierno actúa como líder frente al sector privado de

la economía. La idea fundamental, argumenta que las economías de mercado se autorregulan y que las políticas son ineficaces para estabilizar de manera sistemática una economía. Si los agentes económicos forman sus expectativas respecto a los acontecimientos futuros con actitud racional, entonces los cambios en la política económica tendrán un efecto mucho menor de lo que tendrían con incertidumbre de la política económica.³⁶ En esta forma, el gobierno "comunica" a los agentes económicos su estrategia de política económica.³⁷ Si existe nula credibilidad en el gobierno, ésta sólo puede instrumentarse en una economía libre, a través de una alianza (o Pacto) entre el gobierno y los demás agentes económicos. *En la literatura de teoría de juegos a este tipo de equilibrio se le llama de "equilibrio de equipo".*³⁸

Como conclusiones diremos que en la década de los años setenta presenció, en su primer mitad, el agotamiento del ciclo de expansión industrial de los años sesenta. Esta desaceleración industrial da lugar a un deterioro económico global que alcanzó su punto culminante en la crisis de 1976-1977, y en el que el estrangulamiento externo, el lento crecimiento de la producción, las altas tasas de desempleo y de inflación se refuerzan. El descubrimiento y posterior explotación masiva de abundantes recursos petroleros permitió superar las restricciones de la balanza de pagos y reiniciar, desde 1978, proceso de expansión económica.

³⁶ -Hugo Contreras Sosa. "Robert Lucas, las expectativas racionales y la macroeconomía". En Revista Economía Informa . Facultad de Economía, UNAM, núm. 243, noviembre de 1995, pp. 38-40.

³⁷ - Si la política económica, es temporalmente inconsistente, dicha estrategia de política económica NO es creíble, ya que los agentes económicos no tienen seguridad (o certidumbre) de los posibles cambios que pueden afectarlos a ellos en un futuro.

³⁸ -Raúl Anibal Feliz. "Credibilidad y Estabilización: el papel del tipo de cambio en la reducción de la inflación". En Estudios Económicos, El Colegio de México, Vol. 7, núm. 1, enero-junio de 1992, pág. 89.

En los años ochenta, se desato una crisis económica como nunca antes se había visto en la vida moderna de México, el gobierno mexicano inició un proceso de expansión mediante la venta de petróleo y prestamos adquiridos del exterior.

En febrero de 1982, el gobierno ya no pudo continuar endeudándose de tal forma, que éste tuvo que devaluarse. La devaluación ocasionó que el ingreso nacional real declinara para un nivel dado de PIB tanto por su efecto desfavorable sobre los términos de intercambio con el exterior como por su efecto de la revaluación real de los intereses sobre la deuda externa y otros pagos al exterior.

Miguel De la Madrid Hurtado, asumió la presidencia en diciembre de 1982. La definición de la política económica tenía un grado de mayor consenso en su gobierno que en el de José López Portillo; dicho consenso consistía en que en el corto plazo el objetivo principal debía ser restablecer la estabilidad financiera y controlar la inflación. Las metas de mediano plazo incluían fomentar la competitividad externa de la economía, aumentar el ahorro interno y disminuir la intervención estatal en la actividad económica. El gobierno espera que una vez que se hubiera restablecido el orden en las cuentas fiscales, ajustado el tipo de cambio y reestructurado los pagos de la deuda externa, se reanudaría las entradas de capital y se podría recuperar el crecimiento.

Todo lo anterior dio pie al "nacimiento" del *Pacto de Solidaridad Económica* el 15 de diciembre de 1987. El Pacto de Solidaridad Económica, un programa *heterodoxo* de estabilización, se creó para dar "*certidumbre*" a los agentes económicos.

VII. EL PACTO DE SOLIDARIDAD ECONÓMICA

El gobierno mexicano concluyó que la causa de la volatilidad de las expectativas provenía de la alta tasa de inflación. Debido a la gran cantidad de reservas con que contaba el país se llegó a la conclusión de que la Balanza de Pagos ya no era el problema sino que era la inflación, por lo tanto el gobierno instrumento el Pacto de Solidaridad Económica, el 15 de diciembre de 1987, un programa heterodoxo (o sea una política de ingresos), para combatir a toda costa la inflación, que tenía como meta reducir la inflación al 2% mensual al finalizar el año siguiente.

El PSE, surge con la idea fundamental de que la inflación es inercial, o sea, que la inflación de hoy es aproximadamente igual a la inflación de ayer. El punto básico de la teoría de la inflación es el reconocimiento de que la inflación se liga al pasado mediante diversos canales. No es sólo que el exceso de circulante "*persiga*" pocos bienes, o que choques de la oferta tales como la elevación de los precios del petróleo o de cualquier otro insumo, sino que el mero hecho de que la inflación de ayer significa inflación de hoy.¹

La razón de esta inercia es fundamentalmente la indización explícita e implícita relacionada con la fijación escalonada de los salarios, aumentos constantes de precios de los bienes. En virtud de que todos creen que la inflación

¹.- Rudiger Dornbusch. "México: estabilización, deuda y crecimiento". En El Trimestre Económico, F.C.E., núm. 220, octubre-diciembre de 1988, pp. 879-937.

será aproximadamente igual a la de ayer el público actúa con estas expectativas y fija sus precios consiguientes.²

Según esta idea, se considera que un ambiente con inflación crónica los agentes económicos despliegan un comportamiento defensivo en la formación de precios que los llevan a tratar de recuperar el ingreso real en el momento de cada reajuste periódico de precios. De tal forma, que si todos los agentes económicos se comportan de la misma forma, la inflación tiende a perturbarse o acelerarse.

Lo que se recomienda es este caso, para reducir la inflación, es que *"...la cancelación de la inflación por la vía, no del receso, sino del acuerdo cooperativo de los diversos agentes económicos, no puede alcanzarse en un sólo acto de gobierno, y sí a través de procesos repetitivos de concertación social que hagan posible la adaptación flexible de las estrategias a las exigencias del cambio dinámico de las relaciones económicas y políticas."*³ En este sentido, se aconsejan procesos repetidos de concertación social entre asalariados, empresarios y el gobierno. El gobierno se compromete a controlar su déficit, los empresarios a no aumentar precios de sus productos innecesariamente, y los asalariados a reducir sus demandas salariales.

Se trata de crear conductas cooperativas que predigan el comportamiento de la economía , por ende, de los precios. En el centro de esta estrategia se encuentra una decisiva acción del gobierno: por un lado, se trata de lograr la certidumbre de una política de demanda agregada austera compatible con la

² - *Idem.*

³ - David Ibarra. *"Política y economía en América Latina: el transforado de los programas heterodoxos de estabilización"* En Estudios Económicos (Número Extraordinario), El Colegio de México, octubre de 1987, p. 31.

desinflación; por otro lado, se trataría de coordinar las expectativas y acciones de fijación de precios y salarios.⁴

En un primer lugar, se busca modificar los precios a fin de que lleguen a un nivel de equilibrio, para posteriormente, instalar un control temporal de salarios, precios, de tipo de cambio, ...*“...es esencial contar con márgenes de maniobra suficientes en la estabilidad del tipo de cambio —sea por subvaluación, acumulación de reservas, acceso al crédito externo o decisión de disminuir unilateralmente el servicio de la deuda externa—, ya que la depreciación intensa o continua del signo monetario desencadenaría una secuela de efectos que fácilmente pondrían en jaque a los esfuerzos de estabilización.”*⁵

Un sistema de control temporal de los salarios, los precios y el tipo de cambio es el instrumento coordinador para reducir la inflación. A esta política de fijación de precios y salarios (o en términos generales, precios claves de la economía) se le llama política de ingresos ⁶ (o programas de corte heterodoxos). Todo esto para dar certidumbre a los agentes económicos, lo cual puso en práctica la llamada hipótesis de las expectativas racionales. “Esta concepción sostiene que las empresas y los trabajadores han llegado a esperar unas tasas de inflación elevadas en el futuro y que, en vista de esas expectativas, llevan a cabo negociaciones inflacionarias,..., la razón que lleva a las personas a esperar elevadas tasas de inflación en el futuro es, precisamente, que las políticas

⁴ -Héctor Gilén Romo,...., *op.cit.*, p.101.

⁵ -David Ibarra,...., *op. cit.*, p. 29.

⁶ -“Los programas de estabilización “heterodoxos” son los que usan la intervención directa en la fijación de salarios y precios además de las medidas monetarias y fiscales más convencionales. Los programas heterodoxos se basan en la idea de que la inflación tiene un gran componente de inercia que lleva a perpetuarse a sí misma”. En Jeffrey D Sachs y Felipe Larraín B.. *“Macroeconomía en la...op. cit. p.754.*

monetarias y fiscales del gobierno, actuales y en perspectiva, autorizan esas expectativas".⁷ De tal forma que si los agentes económicos ven certidumbre en la economía, por parte del gobierno y ellos mismos crean las condiciones para que esta exista, todos los agentes económicos podrán planear racionalmente sus movimientos en el futuro, estabilizando la economía y, por ende, los precios (salarios reales, costos de producción, precios de bienes y servicios, etc.).

El Pacto articuló algunas medidas ortodoxas para disminuir la inflación (como son la restricción fiscal, monetaria y el mantenimiento del tipo de cambio estable después de la devaluación inicial), y en una segunda etapa, anunciada previamente, incluyó otras medidas menos ortodoxas (como la concertación de aumentos sincronizados de precios y salarios, los cuales se mantendrían fijos durante la primera etapa, luego de los aumentos iniciales de diciembre: llámese política de ingresos). La primera etapa duró dos meses y medio, hasta finales de febrero, y la segunda arrancó el 1º de marzo de 1988. Sin la implantación de las medidas de la primera etapa, las segundas estarían condenadas a fracasar, pues los controles concertados de precios no durarían en medio de circunstancias de liquidez. Las primeras medidas hacen surgir presiones deflacionarias suficientes para vencer posteriormente la inercia en la fijación de precios y salarios.

El Pacto se diseñó de acuerdo con los siguientes objetivos:

- 1) Seguir con el compromiso de corregir de manera permanente las finanzas públicas, privatización de empresas públicas, así como reducción del gasto público corriente,

⁷.-Thomas J. Sargent. "La terminación de cuatro grandes inflaciones". En Thomas J. Sargent, "Expectativas Racionales e

- 2) aplicar una política monetaria restrictiva,
- 3) corregir la inercia salarial: indización *ex-ante*, o sea, los salarios se incrementan en base a la inflación esperada,
- 4) acuerdos sobre precios en sectores líderes: fijación de precios de insumos primarios y precios en los sectores líderes,
- 5) apertura comercial. La "*ley de un sólo precio*"⁸ debería comenzar a funcionar para fijar un límite superior a los precios de los bienes comerciales y contribuir a abatir el costo de los bienes intermedios, y
- 6) adoptar medidas basadas en controles de precios negociados.

El gobierno se comprometió a respetar un ajuste fiscal, permanente y visible. El Pacto se dividió en cinco etapas en 1988, podemos destacar sus principales características, y implícitamente podemos ver las características generales de todos los Pactos firmados en años posteriores: la Fase 1, diciembre de 1987 a febrero de 1988, se caracteriza por ajustes fiscales (eliminación de subsidios, e impuestos a las importaciones); ajustes de precios y tarifas del sector público; reducción del gasto programable a 1.5% del PIB; política cambiaria deflacionaria; reducción de aranceles de 40% a 20% y la eliminación de permisos; aumento salarial de 15% y 20% en enero, en base a la inflación esperada; acuerdo de precios para los productos básicos; y política monetaria restrictiva.⁹ La Fase 2, marzo de 1988, se mantienen constantes los precios de los bienes del sector público; se implanta un tipo de cambio fijo al nivel del 29 de febrero de

⁸ *Supra*, Edit. Alianza, p. 56.

⁹ *Supra*.

1988; no se autoriza el alza de precios en los bienes controlados; el salario aumenta un 3% y se congelan precios líderes. La Fase 3, abril de 1988 a mayo de 1988, se mantienen los precios de bienes del sector público constantes; tipo de cambio fijo; no hay aumento en precios controlados, y no aumenta el salario. La Fase 4, junio de 1988 a agosto de 1988, sigue el tipo de cambio fijo; se fijan precios controlados y sigue el salario fijo. Y la Fase 5, septiembre de 1988 a diciembre del mismo año, precios y tarifas del sector fijo constantes; el tipo de cambio fijo; se reduce el impuesto al valor agregado de 6% a 0% en alimentos procesados y medicinas; se reduce el ISR en 30% para personas que ganan hasta 4 veces el salario mínimo y se mantiene el salario.¹⁰

En la nueva administración, se llamó *"Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico"*, fundamentado y señalado como base de política económica en el PND: 1989-1994, dentro del *"Acuerdo Nacional para la Recuperación Económica con Estabilidad de Precios"*. Como su nombre lo dice, ahora se da la prioridad a la estabilidad de precios en la economía. *"El Acuerdo Nacional para la Recuperación Económica con Estabilidad de Precios enfatiza la necesidad de alcanzar gradualmente una tasa elevada de crecimiento [...] y de consolidar el abatimiento de la inflación..."*¹¹. Se pasa del interés fundamental de la Balanza de Pagos a la Estabilidad de los precios.

⁹ .-Pacto de Solidaridad Económica. En El Mercado de Valores (Suplemento especial), año XLVII, núm. 51, diciembre de 1987. NAFINSA, México.

¹⁰ .-Ángel Aceves Saucedo. *"El Pacto, la estrategia de México para erradicar la inflación"*. Cuadernos de El Colegio Nacional de Economistas, A.C. Conferencia pronunciada en el Congreso Nacional de Consejo Federal de Economistas en Brasil, Salvador, Bahía. 28/09/1988.

¹¹ .-Plan Nacional de Desarrollo: 1989-1994. En Revista Comercio Exterior (edición especial), Bancomext, México, Vol. XXXIX, 1989.

La nueva administración dio prioridad a la estabilidad de precios para crear “certidumbre” al mercado, creyendo que la estabilidad de precios¹² era fase fundamental para el crecimiento económico. Si se estabilizan los precios, se crea una certidumbre en el mercado que los agentes económicos interpretarían como seguridad al realizar sus acciones, esto claro se lograría con una política económica transparente, que se traduce en una política fiscal y monetaria acorde a el objetivo principal: reducir la inflación.

El PECE, se firma de aquí en adelante cada año, siempre con características bien definidas y constantes: control estricto de finanzas públicas, control de precios claves, privatización de las empresas paraestatales, consolidación de la apertura comercial y política monetaria restrictiva, aunque con otros nombres, pero el fin es la misma: *reducir la inflación*.

Toda las variables económicas se centraron en el control de la inflación, a toda costa. Sin embargo, sobresalen de estas al menos tres políticas, sobre las demás, que se utilizaron como ancla de los precios, estas son: el tipo de cambio, el salario y la apertura comercial.

Del salario, podemos decir que al eliminar la indización de precios y salarios se “logro” eliminar casi inmediatamente la inercia inflacionaria¹³. Al aumentar los salarios en base a la inflación esperada, se elimina dicha inercia inflacionaria.

La apertura comercial, en aras de configurar un proceso de competencia frente a las importaciones para obligar a la planta productiva nacional a que se

¹².-Entendamos como precios no sólo al INPC, sino también a el tipo de cambio, salario real y tasa de interés.

reestructure y modernice para competir con el exterior, logro además, la entrada masiva de bienes comerciales más baratos que presionan a los precios de los bienes interno hacia la baja; esto fundamentalmente, a que los precios internacionales son inferiores a los internos. Debido a que México mantiene niveles y ritmos de productividad menores respecto a sus principales socios comerciales, lo cual encarece los productos de los bienes producidos al interior del país.

La política cambiaria, se utilizó como el principal ancla de los precios internos. Esto se puede comprobar al leer los mecanismos que utilizó el gobierno para llegar a tal meta; tanto en el PND, como en los subsecuentes Pactos, y en los Criterios Generales de Política Económica de cada año. En el PND:1989-1994, se lee: *"...reducirla inflación a niveles compatibles con la estabilidad cambiaria en un marco de equilibrio de la balanza de pagos, para que las fluctuaciones en el mercado de divisas no propicien un resurgimiento inflacionario. Ello implica reducir gradualmente la inflación internacional,..., La estabilidad del tipo de cambio, que no significa necesariamente total fijación, sino la ausencia tanto de movimientos bruscos como de una rápida evolución, será resultado de la consolidación de estabilidad de precios."*¹⁴ Se introdujo una política cambiaria semifija (o de deslizamiento controlado), la cual ocasionó que el deslizamiento cambiario creciera en menor proporción que los precios internos, contribuye a reducir la presión sobre los precios derivada de los costos de los insumos y equipos importados, el servicio de la deuda, así como sobre los bienes de

¹³.-Rudiger Dornbusch..., *op.cit.* p 203.

consumo directo. Los bienes importados resultan más baratos con dicha paridad que los nacionales, ya que el crecimiento de los precios internos se da en mayor grado que el desliz cambiario, recuérdese la paridad del poder adquisitivo (PPP).¹⁴

Por lo tanto, el PECE fue el programa de estabilización de precios que utilizó fundamentalmente el tipo de cambio, salario y apertura comercial. Sin embargo, repetimos, creemos que la variable básica para la reducción de la inflación fue el tipo de cambio sobrevaluado, lo cual discutiremos en el capítulo siguiente.

¹⁴ -PND.1989-1994, op.cit, p.35.

¹⁵ -Supra

VIII. LA POLÍTICA CAMBIARIA COMO INSTRUMENTO ESTABILIZADOR DE PRECIOS (un estudio empírico)

VIII.1.- Introducción, aspectos generales

Tras el ingreso de México al GATT¹(Acuerdo General de Aranceles y Comercio) en 1986, México inició un proceso de apertura económica, y a partir de 1987 se amplió más dicha apertura y se redujeron los aranceles, haciendo que nuestra economía fuera una de las más abiertas del mundo. *"De tener un máximo de 100% hasta 1985, los aranceles se redujeron a 20% en 1987 y a 10% en 1990. y sólo están sujetos a control del 1.8% de los ítems [rubros] de importación"* ². Esto con el propósito de impulsar un proceso de competencia frente a las importaciones y obligar a los empresarios nacionales a que reestructuren y modifiquen sus empresas para obtener niveles de productividad y competitividad que requieren la integración al mercado internacional, que se impulsaba por el Gobierno de Carlos Salinas de Gortari (CSG).

La apertura era funcional para el sector exportador mexicano que podía ahora con libertad importar insumos y maquinaria para poder ser competitivos a nivel internacional. La apertura externa, se encaminó a facilitar la entrada de importaciones para contrarrestar los problemas productivos internos y evitar la escasez de productos, todo esto para que surgieran presiones sobre los precios al consumidor y al productor.

¹- General Agreement on Tariffs and Trade, por sus siglas en inglés..

²- Arturo Huerta G. "El Sector externo y las políticas comercial y cambiaria: 1987-1991." En Investigación Económica, núm 200, abril-junio de 1992. pp. 199.

Ahora, la estrategia de crecimiento se creó en un ámbito de economía abierta, pasa a sustentarse en las decisiones de inversión del sector privado nacional y, sobre todo, transnacional.

Al profundizarse las desigualdades productivas entre los diversos sectores económicos aumentaron las presiones sobre el sector externo, debido al carácter defectuoso de tales desigualdades, en el sentido que son más los sectores y ramas que no tienen ventajas competitivas y comparativas, que los que lograron incrementar sus exportaciones en mayor medida que sus importaciones, por lo que las exportaciones realizadas no lograron financiar los requisitos crecientes de importaciones derivadas de los desequilibrios y problemas productivos y de la falta de competitividad de la producción.

Las políticas contraccionistas y devaluatorias impuestas desde 1983, fueron fundamentales para generar un superávit comercial externo y así asegurar el pago de servicio de la deuda externa. Esto es, en el período de 1983-87, la política económica se concentro en el objetivo de "eliminar" los desequilibrios con el sector externo. Pero desde finales de 1987³ la política económica, una vez solucionados los desequilibrios externos vía devaluación, se enfocó a lo que el régimen considero el principal mal a vencer en México: *la inflación*. Para esto, como ya se dijo, implemento mecanismos antiinflacionarios: no indexación salarial, apertura comercial, política fiscal austera, política monetaria no expansiva, y sobre todo "... desde diciembre de 1987...", *la política cambiaria se ha*

³.- Diciembre de 1987, tras la firma del PACTO.

*subordinado a los objetivos de reducir la inflación.”*⁴ El fin de la política de tipo de cambio es hacer que la inflación tienda a comportarse y/o ser igual a la inflación externa, específicamente a la de nuestro socio comercial(Estados Unidos).

*“Desde 1988, México ha reducido internacionalmente la tasa de depreciación del peso por debajo de la tasa inflacionaria en un esfuerzo por reducir la inflación en conjunto con pautas para salarios y precios y un ajuste fiscal masivo”.*⁵

La paridad fija(o casi fija) permitió que el precio de un bien sea igual al precio en moneda nacional de un bien importado. Lo cual contribuye a que los bienes nacionales no suban su precio arriba de los importados, esto con el solo fin de obligar a que el aumento de la inflación interna se comporte igual a la del resto del mundo(o específicamente, a la de Estados Unidos).

La reducción del déficit público se instrumento para disminuir las presiones de demanda sobre los precios, las importaciones y, por ende, sobre el tipo de cambio, para asegurar su estabilidad y poder atraer capitales externos y evitar la fuga de capitales. La entrada creciente de importaciones derivada de la apertura externa y de la paridad cambiaria, contribuyó a disminuir los problemas de producción. La Balanza Comercial pasa de un superávit de 7,200 millones de dólares en 1987 a un déficit de 18,500 millones de dólares en 1994. [véase cuadro 9]

⁴.- Arturo Huerta. *“El Sector...” op. cit.*, pp. 201.

⁵.- Raúl A. Feiz y John H. Welch. *“Un análisis de la credibilidad y del comportamiento de las bandas unilaterales de los tipos de cambio en México y Chile.”* En *Economía Mexicana*, Centro de Investigación y Docencia Económicas, AC, México, Vol. III, núm. 1, enero-junio de 1994. pp. 7.

El tipo de cambio sobrevaluado se conformó debido a que el ajuste cambiario se ha dado en menor proporción que el crecimiento del coeficiente del aumento de los precios internos en relación al de los precios de Estados Unidos, lo que ha favorecido los precios relativos de este país.

CUADRO 9
BALANZA DE PAGOS
(miles de millones de dólares)

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Cuenta Corriente | 3.7 | (2.5) | (6.0) | (7.1) | (13.8) | (24.8) | (23.4) | (28.9) |
| Balanza Comercial* | 7.2 | 0.3 | (2.6) | (4.4) | (7.3) | (15.9) | (13.5) | (18.5) |
| Cuenta de Capital | (1.2) | (1.2) | 3.2 | 8.2 | 24.9 | 26.5 | 30.9 | 11.5 |
| Variación de Reservas | 6.9 | (7.1) | 0.3 | 3.4 | 7.8 | 1.2 | 6.1 | (18.9) |

*A partir de 1991 incluye a maquiladoras.

FUENTE: "Indicadores Económicos", Banco de México.

VIII.2.- El Estudio Empírico

Analizamos ahora, el comportamiento de los precios de México y Estados Unidos, así como la variación del tipo de cambio desde enero de 1986 hasta diciembre de 1994, que es el periodo que nos corresponde estudiar. Discutiremos en base a la *Paridad del Poder de Compra* (PPP) los posibles escenarios de sobre o subvaluación del tipo de cambio, todo en función del año base que tomemos como *verdadero* (o más cercano a la realidad) discutiremos los fundamentos por los que se tomaron determinados años base.

Como hemos mencionado en el capítulo 2, para realizar el estudio empírico se toma como válida la *Teoría del Poder de Compra* (PPP). Lo cual tiene dos vertientes: una absoluta y una relativa. Como se mencionó, la versión

absoluta es poco aplicable, por lo que nuestro estudio se basara en su totalidad en la versión relativa. La versión relativa establece que para que la paridad de un país sea competitiva a través del tiempo " t " se necesita que la moneda se devalué en la misma proporción en que la inflación nacional exceda a la del resto del mundo, o en su defecto a la del principal socio comercial. Todo lo anterior quiere decir (por ejemplo) que si el precio de nuestra moneda es de \$ 2.00 por dólar en el período t ,⁶ y entonces en el período " $t + 1$ " si la variación de los precios ha crecido 2 veces más en el interior que en el exterior (o en EUA), por lo tanto, el nuevo tipo de cambio de equilibrio tendría que ser de \$4.00 por dólar.

La principal debilidad de esta teoría es que al seleccionarse el periodo base, para que el calculo sea correcto, debe ser elegido *adecuadamente* este periodo, lo cual es muy *subjetivo* en la realidad. Sin embargo, la investigación empírica debe cumplir con al menos dos requisitos: *i)* tomar como periodo base uno inmediatamente posterior a una fase de fuertes turbulencias económicas, y *ii)* que durante el período de análisis no se den cambios severos en la política tarifaria del país ni de sus principales socios comerciales ya que esto distorsionaría los precios relativos.⁷

Aunque en la versión original de la PPP se recomienda el uso del Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), en versiones más recientes se menciona que debido a que el Índice Nacional de Precios al Productor (INPP)⁸ es más representativo en las transacciones comerciales a nivel mundial, pues se

⁶ - Donde " t " es el período base.

⁷ - Roberto Gutiérrez R.. " *Auge y declinación de la competitividad del peso mexicano: 1982-1991* " En Investigación Económica núm 197, vol I, julio-sept. De 1991.

recomienda abiertamente el uso de este índice como mejor instrumento del cálculo del tipo de cambio. Para el caso de México el 80% de sus divisas se destinan a transacciones entre empresas para fines comerciales

Por tanto, para el estudio aquí presentado se decidió tomar como índice base al INPP; sin embargo, creemos que es conveniente, aún así, mostrar las diferencias con el INPC, con el cual se presenta un estudio comparativo.⁹

En el presente estudio, se elaboran dos cálculos diferentes con el fin de determinar el grado de *sobre* o *subvaluación* del peso, los dos cálculos toman al INPC y al INPP.

El primer cálculo, que se propone,¹⁰ toma a Mayo de 1988, su justificación esta en: 1) después de los ajustes de política económica de 1986 y el ingreso de México al GATT, ocurrieron hechos importantes que incidieron en la relación de precios con el exterior. Específicamente, desde diciembre de 1987, tras la firma del PACTO, se ajustaron los precios líderes (tipo de cambio, salario mínimo, precios de servicios públicos, tasa de interés); aumentos de precios de productos producidos por la iniciativa privada. Esto realineo los precios relativos, lo cual era fundamental para poder aplicar el programa antiinflacionario: el PSE; 2) el mes de mayo de 1988 resulta el mes base más adecuado que diciembre de 1987, porque es cuando podemos decir que comienza a consolidarse el proceso de estabilidad económica y control de la inflación, ya que:

⁸ -. Claro es que la mayor parte de las transacciones comerciales mundiales se efectúan entre empresas y/o unidades económicas que tienen que ver con procesos productivos.

⁹ -. Cabe destacar que autores tan reconocidos como René Villareal y Adrián Ten Kate, entre otros, hacen uso del INPP para sus cálculos del tipo de cambio.

¹⁰ -. Apoyados, claro es, por un estudio serio de Roberto Gutiérrez R.. "*Auge y declinación...*" *op. cit.*

- a) la inflación al consumidor era de 15.46% en el mes de enero y para mayo del mismo era de 1.94%, y en el caso de la inflación para los empresarios en enero era de 18.24%, y para mayo era ya de 0.94%.
- b) el PIB trimestral creció 4.8%.
- c) la paridad cambiaria del mercado controlado se fijo desde marzo de 1988 en \$2,273 pesos por dólar (tipo de cambio controlado).
- d) las exportaciones totales de mercancías llegaron en mayo a su nivel mensual más alto de todo el año: *1,885 millones de dólares*, y
- e) las Reservas Internacionales del Banco de México llegaron en mayo a cerca de *15 mil millones de dólares*, la cifra más alta de la historia.

El segundo cálculo toma a Diciembre de 1987 como periodo, fundamentalmente porque algunos autores¹¹ toman esta fecha como, porque es cuando se inician los *PACTOS*, y como mencionamos es el programa que se propone a toda costa reducir la inflación.

VIII.3.- Resultados:

- Mayo de 1988 = 100 (INPC)

Después de los ajustes de política económica de 1986 y el ingreso de México al GATT, sobrevinieron hechos aún más importantes que afectaron la relación de precios con el exterior. Específicamente, destaca la firma del Pacto.

¹¹ .- Arturo Huerta G. "*El Sector externo...*" *op. cit.*

Si observamos el desarrollo del INPC, el tipo de cambio aparece sobrevaluado desde junio de 1988; esto es, el mes siguiente al que tomamos como mes base. Esto es muy lógico ya que en 1988 mientras la inflación aumentaba, así fuera a tasas descendentes, la paridad permaneció fija a partir del mes de marzo a \$2,273.00 durante todo el año. Pero a partir de 1989, al implementarse una política cambiaria con *régimen de deslizamiento controlado*, se inicia la fase de deslizamiento de un peso diario, el cual reduce a 80 centavos diarios a partir de mediados de 1990¹² y a 40 centavos a partir de mediados de noviembre del mismo año.¹³ En enero de 1989 la sobrevaluación se encontraba en 8.19%. En enero de 1989 tras el inicio de la fase de deslizamiento de \$1.00 peso diario, se ve claramente la tendencia a la baja de la sobrevaluación del peso. Sin embargo, en noviembre de ese mismo año llega al punto donde se dispara la sobrevaluación del peso, ya que en noviembre la inflación fue de 1.40%, pues para diciembre fue ya de 3.37%. Esto puede verse en la gráfica correspondiente.

El 10 de noviembre de 1991, el Banco de México anunció que reduciría la tasa de deslizamiento del peso de 40 a 20 centavos por día. Esta posición del Banco de México se ve muy bien reflejada en la gráfica 2, ya que en diciembre de 1991, tras la reducción del deslizamiento la inflación se ve inmediatamente a la baja y el tipo de cambio a la alza (sobrevaluado). En noviembre de 1991 la inflación fue de 2.48% y en diciembre ya era 2.35%, una baja casi imperceptible salvo que se dio en uno de los meses más inflacionarios: diciembre. Conforme baja la inflación, el tipo de cambio se vio inmediatamente afectado, si en

¹² - Cuarta fase del PACTO.

noviembre su sobrevaluación fue de 24.94%, ya para diciembre era de 27.39% y en enero fue de 30.4%.¹⁴

En mayo y junio de 1992, los mercados financieros mexicanos entraron en una etapa de nerviosismo y baja liquidez. Las reservas internacionales de divisas siguieron aumentando, la inflación prosiguió su caída, las exportaciones manufactureras crecían y las necesidades de préstamos del sector público persistían a la baja. La falta de liquidez provino de acciones adoptadas por el Banco de México a principios de abril para reducir la exposición del sistema bancario a los préstamos extranjeros al limitar las deudas en divisas de los bancos a aproximadamente 10.0% de sus activos totales.

Para 1993, la sobrevaluación seguía dándose, casi todo el año de manera ascendente constante, salvo pequeñas bajas muy insignificantes. De igual forma, la inflación signo a la baja, siguió con un comportamiento muy estable, sin variaciones muy bruscas que pudieran afectar el desarrollo de la economía.

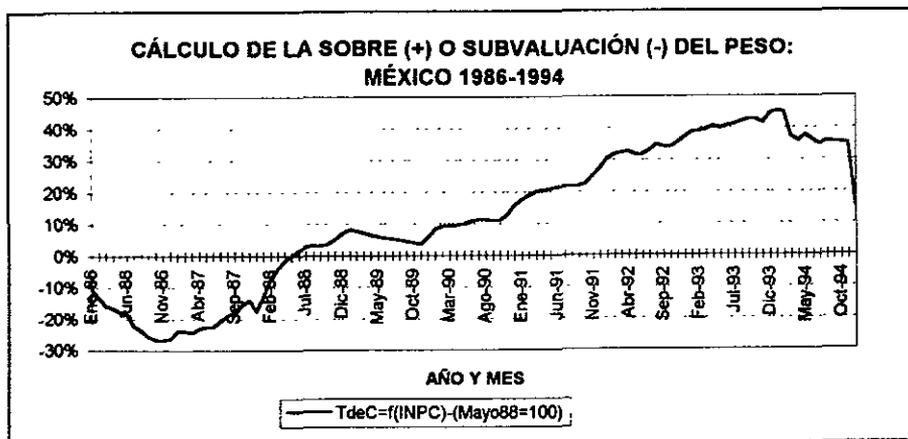
Para el año de 1994, el mes de enero resulto ser el de mayor sobrevaluación del tipo de cambio durante todo el periodo aquí estudiado, su sobrevaluación fue de un 45.42%. De aquí en adelante, inició una muy lenta caída, sin embargo mucho mas lenta de lo que se requería que culminó con la devaluación del mes de diciembre y con las consecuencias que ya todos conocemos, y que discutiremos mas adelante.

Lo anterior lo observamos en el gráfico 2 el cual nos muestra que en base a Mayo de 1988 el tipo de cambio esta sobrevaluado desde ese mismo mes, los

¹⁴ .- Quinta fase del PACTO.

cálculos realizados por nosotros los podemos observar al final de este capítulo como anexo.

GRÁFICO 2



- Mayo de 1988 = 100 (INPP)

Si tomamos el INPP, que es el más representativo, el tipo de cambio aparece ligeramente sobrevaluado entre junio y septiembre de 1988, después en octubre sufre una pequeña subvaluación (0.76%) para después volver a sobrevaluarse en noviembre de 1988 hasta febrero de 1989. En ese mismo periodo las variaciones del INPP son decrecientes que nunca sobrepasan el 2%, es más, en los meses de septiembre y octubre de 1988 existe una deflación en el INPP de 1.05% y 0.53% respectivamente. A partir de febrero de 1989 y hasta julio de 1990 existe una subvaluación del tipo de cambio no mayor del 4.61%(noviembre de 1989). En agosto de 1990 hasta diciembre de 1994 inició la

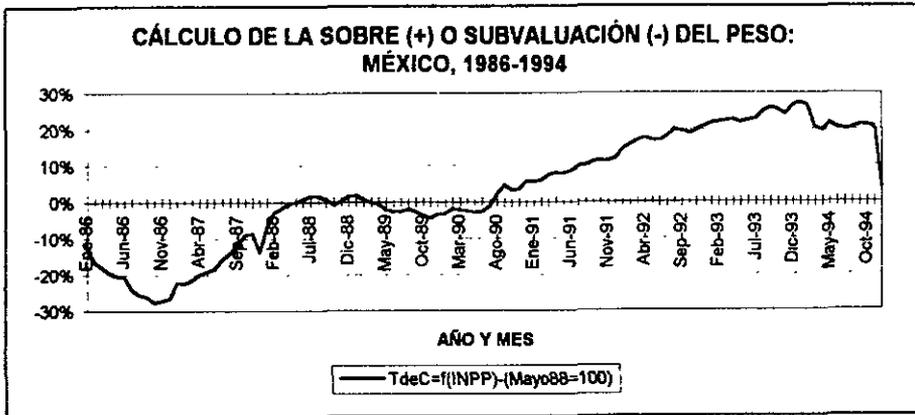
¹¹.- En enero la inflación fue aún menor que en diciembre, fue de 1.81%.

sobrevaluación real del tipo de cambio, que llegó a su nivel máximo en enero de 1994 con un 27.18%.

La diferencia de resultados al utilizar los índices al consumidor y al productor se debe a que a lo largo del periodo de aplicación de los PACTOS los precios al productor (INPP) crecen mucho más lento que los precios al consumidor (INPC). Debido a ello se volvió a hablar de *desalineación* de precios relativos, fenómeno que se trató de corregir con los ajustes de noviembre de 1990 aunque en vez de devaluar el tipo de cambio, se redujo su ritmo de deslizamiento respecto al dólar de 80 a 40 centavos diarios.

Todo esto lo podemos ver con mucha mayor claridad en el gráfico 3, se puede observar que desde el mes de mayo (periodo base) el tipo de cambio estuvo ligeramente sobrevaluado hasta marzo de 1989, pero desde esta fecha hasta fines de 1994 el tipo de cambio se halló en una clara tendencia sobrevaluatoria. Por lo que podemos concluir que en este periodo (1988-1994) el tipo de cambio si se encontró sobrevaluado en su mayor parte, lo cual tuvo una clara influencia sobre la inflación en general. Esta política cambiaria de tipo de cambio sobrevaluado coadyuvo (junto con la apertura comercial, venta de paraestatales, aumento de los salarios en menor proporción que la inflación, etc.) en gran medida a la reducción de la inflación, uno de los principales objetivos del régimen para darle certidumbre a los agentes económicos, y con esto iniciar el crecimiento real de la economía mexicana. Al final de este capítulo podemos ver los resultados estadísticos más detalladamente.

GRÁFICO 3



- Diciembre de 1987 = 100

Si tomamos a diciembre de 1987 como periodo base, vemos claramente que lo único que sucede es bajar la línea de sobre o subvaluación, el comportamiento, *grosso modo*, es cuasi-identico al de mayo de 1988.

Para autores como el Dr. Arturo Huerta,¹⁵ a inicios del PACTO, la paridad estaba subvaluada en 13.81%, sin embargo si vemos los resultados obtenidos por nosotros esto no es así. Realmente la paridad ya estaba sobrevaluada desde octubre 2.27% (según el INPC) y 2.36% en septiembre (con el INPP), lo que no concuerda con las afirmaciones del Dr. Huerta. Aunque, claro es, este hecho no desestima en absoluto el *excelente* estudio analítico realizado por él. Él nos advierte desde 1992 el peligro creciente de esta sobrevaluación y su efecto sobre la balanza de pagos y los precios. El tipo de cambio sobrevaluado se conformó debido a que el ajuste cambiario se da en menor proporción que el crecimiento

del cociente del aumento de los precios internos, en relación al de los precios de EUA, lo que favorece los precios relativos de este país(EUA).¹⁶

“Al instrumentarse una paridad cambiaria de ‘equilibrio’ tendría que realizarse una devaluación, lo cual rompería con la política de estabilidad y de promoción a la entrada de capital extranjero que ha venido predominando, reduciéndose con ello las reservas internacionales y comprometiendo la dinámica y estabilización de la economía. Ante esto se podría decir que es mejor mantener la paridad cambiaria actual para evitar tal clima de desestabilización.”¹⁷

En los gráficos 4 y 5 podemos observar el comportamiento del tipo de cambio si tomamos a diciembre de 1987 como periodo base, podemos observar que en ambos casos a partir del periodo base el tipo de cambio se haya sobrevaluado, lo cual nos muestra que aun tomando a diciembre de 1987 o a mayo de 1988 el tipo de cambio se haya sobrevaluado.

VIII.4. Efectos de la política cambiaria sobre la economía.

Como mencionamos, el hecho de que el desequilibrio del tipo de cambio haya crecido en menor proporción que los precios internos, contribuyo a reducir la presión sobre los precios de demanda, de los costos de los insumos y equipos importados. La reducción del crecimiento de los precios favorece al tipo de cambio, ya que siempre es mejor que la inflación interna sea igual o menor a la

¹⁵ - Arturo Huerta G. "Sector externo...", op. cit.

¹⁶ - Idem, pp. 203..

GRÁFICO 4

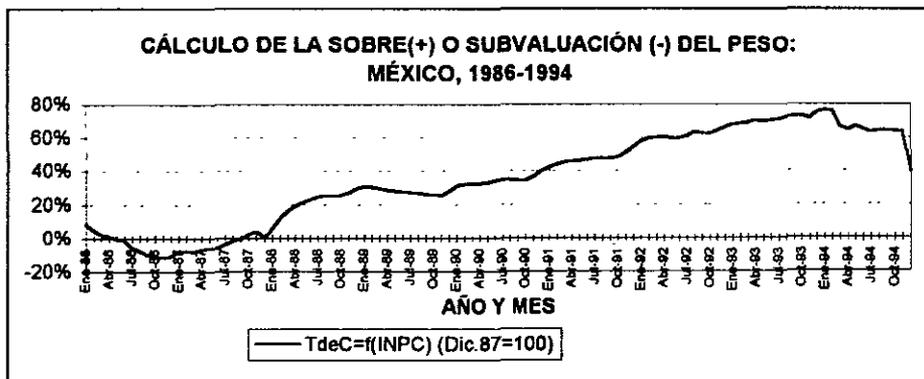
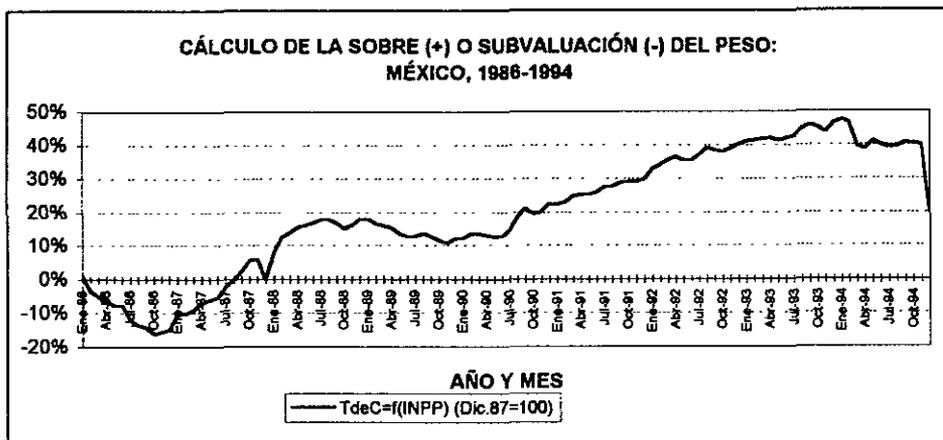


GRÁFICO 5



inflación del principal socio comercial. De no darse así, y al darse un desliz cambiario menor a la inflación interna, se alteran más los precios relativos en perjuicio de los productos hechos en México. Debido a que los bienes importados resultan más baratos con dicha paridad que los bienes nacionales, ya que el crecimiento de los precios internos se da con mayor proporción que el desliz

¹⁷ - Idem, pp. 203.

cambiario, reduciéndose el tipo de cambio real, lo que reduce la competitividad de la producción nacional, lo que incrementa la demanda de todos los bienes importados y disminuye la de los nacionales, al igual que el crecimiento de las exportaciones. Todo esto para que la disminución de la demanda por los productos nacionales, aminorará las presiones sobre los precios internos.

Debido a que la economía mexicana depende en gran medida de las importaciones por su alto nivel de componentes importados, mayor fue el efecto antiinflacionario de la política cambiaria sobrevaluada, así como mayor el efecto positivo sobre el ingreso real, vía precios; pero, por otro lado, mayor fue el impacto sobre las importaciones y el déficit comercial externo, y mayor el efecto negativo sobre la producción, el empleo nacional y, por ende, sobre el ingreso.

Los bienes nacionales que son factibles de ser sustituidos por bienes importados, resultan afectados con dicha paridad cambiaria. La paridad del tipo de cambio sobrevaluado abarató el precio de los productos importados, lo que originó un proceso de competencia que impidió el crecimiento de los precios internos de los productos comerciables.

Todos los bienes nacionales que no pueden ser reemplazados por importaciones (no comerciables), no son afectados por dicha paridad cambiaria, pero al verse afectado el ingreso nacional (por la reducción del producto y las exportaciones), dicha demanda de bienes no comerciables terminó por contraerse también.

El tipo de cambio sobrevaluado tuvo un efecto positivo sobre los costos de la inversión a través del abaratamiento de los equipos importados y del

financiamiento externo (en términos de pesos), lo cual incentivó el crecimiento y modernización de la planta productiva nacional. Ello sólo benefició a aquellas ramas y empresas que enfrentaban la demanda creciente y rentable. Las ramas de la economía que no tenían perspectivas optimistas, no aprovecharon dichos precios relativos para incrementar la inversión. La problemática financiera de muchas empresas se agudizó al enfrentar fuertes procesos de competencia con importaciones, por el contexto de apertura comercial, y al acentuarse la caída de competitividad por el tipo de cambio sobrevaluado, por lo que restringieron su inversión a pesar de lo barato de ésta en términos del costo de los bienes de capital. Por todo esto, en este periodo se acentuó la brecha comercial de México con el resto del mundo, tal como señalaremos más adelante. En la economía mexicana, la inversión creció impulsando el crecimiento económico. Esto no se dio en forma generalizada en todos los sectores, ya que las perspectivas de crecimiento y rentabilidad fueron diferentes entre ellos, por lo que el rezago y desequilibrio entre los diferentes sectores tendió a agudizarse.

La apertura comercial, la reducción de los aranceles y la paridad cambiaria predominante, han generado serias consecuencias sobre la actividad productiva nacional y sobre el sector externo. Dicha liberalización se acentuó (tras la firma del GATT), en 1987. La inversión fija bruta pasó de 226.6 mil millones de pesos¹⁸ en 1981 a una caída de 39.2% en tal periodo.¹⁹ Todo esto se tradujo en aún mayores rezagos en la producción, la no reposición de equipos y menores obras de infraestructura, lo cual atenta contra los niveles de productividad y

¹⁸ .- a precios de 1970

competitividad requeridos para salir adelante del proceso de competencia que conforma el contexto de una economía abierta.

Las importaciones que incentivo y propició el tipo de cambio sobrevaluado termino desplazando a una buena a la producción nacional²⁰ del mercado interno. La sobrevaluación del tipo de cambio al ir acompañada de la apertura externa y de la disminución de aranceles, desprotegió más al aparato productivo nacional sobre el sector externo. Todo esto con el fin último de reducir(o al menos controlar relativamente) los precios a toda costa.

El impacto de la política cambiaria como instrumento estabilizador de precios sobre el ingreso nacional tuvo un doble efecto. Por un lado, a) como se abarataron los precios de los bienes importados, aumenta el poder adquisitivo respecto a los bienes importados, por lo que se traduce en mayor demanda de estos bienes; b) como se redujo el costo de los insumos importados, y los del servicio de la deuda externa, se vio favorecida la situación financiera de las empresas con altos coeficientes de importación y endeudadas en dólares, así como el sector público dado su alto nivel de endeudamiento externo. Por otro lado, i) las mayores importaciones se tradujeron en menores ventas internas por parte de las empresas nacionales, por lo que éstas reducen su participación en el mercado nacional, reduciéndose su producción y el ingreso; ii) el valor en moneda nacional de las exportaciones se ve reducido, afectándose el ingreso de los sectores exportadores.

¹⁹ - Arturo Huerta G. *"Liberalización e inestabilidad económica en México"* (cuadro # 4), Editorial Diana, México 1991.

²⁰ - v.gr. industria zapatera e industria textil.

Como México mantuvo niveles de productividad menores respecto a su principal socio comercial, su posición competitiva fue (y sigue siendo) menor frente a tal país, por lo que las relaciones comerciales en un contexto de economía abierta actuaron en detrimento de nuestro país. Tal situación se profundizó con un tipo de cambio sobrevaluado. Dicha política cambiaria disminuyó el costo en moneda nacional de las importaciones, por lo que originó un gran crecimiento de éstas y aminoró el crecimiento de las exportaciones de manufacturas, debido a que se encarecieron en términos relativos, originando un déficit comercial externo creciente.

Como se dejó de instrumentar la política devaluatoria y se empezó a abrir la economía, se evidenció claramente los bajos niveles de productividad y competitividad de la producción nacional y, en consecuencia, la fragilidad del sector externo.

Tal situación empeoró si se aúna el hecho de que el ritmo de crecimiento económico de México es mayor al de EUA, ya que conduce a que nuestras importaciones crezcan en mayor proporción que nuestras exportaciones, terminando por aumentar el deterioro de la balanza de comercio exterior. El crecimiento de las importaciones, por lo tanto, se ha debido:

- * al proceso de apertura externa y a los bajos aranceles;
- * al tipo de cambio prevaleciente, que ha terminado por estar sobrevaluado;
- * al intento de contrarrestar los problemas productivos y de escasez interna agudizados por la propia política de ajuste;

- * al crecimiento de la inversión (en la Bolsa) verificado por la entrada de capitales
- * a los requerimientos de insumos productivos para la promoción de exportaciones manufactureras, ante la incapacidad de producirlos internamente;
- * al crecimiento de bienes de consumo, debido a que son más atractivos que los nacionales, dada su calidad y bajo precio.

El gran crecimiento de las importaciones se ha traducido en un aumento de los coeficientes de importación en casi todas las ramas de la economía. Lo anterior refleja cómo las importaciones desplazaron del mercado interno a la producción nacional. Ello redujo el defecto multiplicador interno de la inversión sobre la producción, el empleo y el ahorro, además del reducir el efecto positivo que las exportaciones tienen sobre la dinámica interna y sobre el sector externo, dado el alto contenido de importaciones de toda la producción nacional.

La política cambiaria para reducir la inflación, mantuvo la política fiscal y crediticia restrictiva, estableció un tipo de cambio, abrió en forma generalizada la economía y redujo los aranceles por lo que las consecuencias sobre el sector externo fue duro.

Al haber un desliz cambiario menor, al reducir el nivel de competitividad de la producción nacional, obligó a mantener tanto la política contraccionista como la disminución de los salarios reales, para reducir la demanda interna y las presiones sobre las importaciones y los precios, a fin de que no se afecte

significativamente el crecimiento de las exportaciones y para no agravar más la brecha externa.

Por otro lado, la restricción de la participación del Estado en la economía, con la consecuente privatización y liberalización de la economía, estuvo encaminada a combatir la incertidumbre de los grandes agentes económicos a fin de desalentar acciones especulativas y fomentar la inversión para el crecimiento económico. La eliminación de la incertidumbre fue crucial para atraer capitales, incrementar las reservas internacionales y evitar expectativas devaluatorias que desembocaran en fugas de capitales que pudieran alterar a la paridad cambiaria y a las tasas de interés. Al mantener la paridad cambiaria y reducir la tasa de interés, se restringió las presiones que tales variables originarían sobre la oferta monetaria, así como las que ésta ocasiona sobre los precios. Pero, la gran entrada de capitales presionó sobre la oferta monetaria, lo que obligó al gobierno a esterilizarla a través de CETES y del Fondo de Contingencia derivado de la venta de empresas públicas, a fin de evitar presiones sobre precios y sobre el tipo de cambio.

En 1988, 1989 y 1990 se recurrió a mantener altas tasa de interés para atraer capitales, evitar su fuga, y así aumentar las reservas internacionales, fortalecer la política cambiaria y eliminar, al menos en el corto plazo, las expectativas devaluatorias, para reducir la inflación. A si mismo, el aumento de la tasa de interés reduciría la demanda de moneda nacional y las presiones sobre los precios vía disminución de demanda. En 1990 hasta casi finales de 1994, ya no se tuvo que mantener un alto diferencial de la tasa de interés interna respecto

de la de EUA para atraer capitales. El proceso de privatización, las expectativas del TLC y el comportamiento favorable de la Bolsa de Valores, jugaron un papel importante en la atracción de capitales y en el incremento de las reservas internacionales. Ello permitió al gobierno disminuir el diferencial de la tasa de interés interna respecto de la de EUA para así reducir más la inflación. De esta forma, se mantuvo un tipo de cambio sobrevaluado y se redujo la tasa de interés sin que ello provocará salidas de capitales.

Si hubiera disminuido la tasa de interés, evidenciaría que se estaban contrarrestando las presiones sobre el tipo de cambio, debido a la entrada de capitales. Por el contrario, una fuerte alza de la tasa de interés daría pie a incertidumbre respecto a dicha paridad. Un aumento de la tasa de interés estaría evidenciando presiones sobre la tasa de cambio, por lo que se trató de contrarrestarlas con el aumento de entrada de capitales.

La entrada de capitales derivada del retorno de éstos y de la inversión extranjera directa (IED), pero sobre todo de la inversión en la Bolsa Mexicana de Valores de México en inversión de cartera, incrementó las reservas internacionales, las cuales fueron fundamentales para financiar la brecha externa y evitar que ésta comprometiera la estabilidad cambiaria. De este modo, el monto de las reservas internacionales permitió disminuir el desliz cambiario para reducir la inflación.

Al mantener la paridad cambiaria sobrevaluada, se dio prioridad al objetivo de reducir la inflación y atraer al capital externo, sobre todo por la vía privatización y apertura excesiva de la economía mexicana; pero por el otro lado,

no se consideró las consecuencias que ello tuvo sobre la caída de ventas de la producción interna, tanto en el mercado interno como el externo, lo que repercutió negativamente sobre la producción, el empleo y sobre todo el sector externo.

ANEXO DE CAPÍTULO

**Estudio Empírico de la Sobrevaluación del Tipo de Cambio
México: 1988-1994**

// 9

(Anexo VIII.1)
CÁLCULO DE SOBRE O SUBVALUACIÓN DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| (BASE: MAYO DE 1988=100) | | | | | |
|--------------------------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| AÑO Y MES | I.P.C. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | |
| Ene-86 | 14.77 | 93.34 | 359.8 | 401.9 | -10.48% |
| Feb-86 | 15.43 | 93.06 | 376.9 | 435.9 | -13.54% |
| Mar-86 | 16.15 | 92.62 | 396.3 | 470.4 | -15.76% |
| Abr-86 | 16.99 | 92.45 | 417.7 | 501.6 | -16.72% |
| May-86 | 17.93 | 92.73 | 439.6 | 534.2 | -17.71% |
| Jun-86 | 19.08 | 93.17 | 465.6 | 571.4 | -18.52% |
| Jul-86 | 20.04 | 93.23 | 488.5 | 627.6 | -22.16% |
| Ago-86 | 21.63 | 93.39 | 526.5 | 690.1 | -23.70% |
| Sep-86 | 22.93 | 93.84 | 555.5 | 746.6 | -25.60% |
| Oct-86 | 24.24 | 93.89 | 586.9 | 800.7 | -26.70% |
| Nov-86 | 25.88 | 93.95 | 626.2 | 855.3 | -26.79% |
| Dic-86 | 27.93 | 94.06 | 674.8 | 915.1 | -26.25% |
| Ene-87 | 30.19 | 94.67 | 724.8 | 951.1 | -23.79% |
| Feb-87 | 32.37 | 95.00 | 774.4 | 1,017.1 | -23.87% |
| Mar-87 | 34.50 | 95.45 | 821.7 | 1,087.0 | -24.41% |
| Abr-87 | 37.52 | 95.95 | 888.9 | 1,154.6 | -23.01% |
| May-87 | 40.35 | 96.22 | 953.2 | 1,229.9 | -22.50% |
| Jun-87 | 43.27 | 96.67 | 1,017.5 | 1,311.9 | -22.44% |
| Jul-87 | 46.78 | 96.84 | 1,096.0 | 1,382.8 | -20.60% |
| Ago-87 | 50.60 | 97.39 | 1,180.9 | 1,452.2 | -18.68% |
| Sep-87 | 53.93 | 97.89 | 1,252.3 | 1,527.3 | -18.00% |
| Oct-87 | 58.43 | 98.11 | 1,353.6 | 1,603.0 | -15.56% |
| Nov-87 | 63.06 | 98.28 | 1,458.5 | 1,695.9 | -14.00% |
| Dic-87 | 72.38 | 98.22 | 1,674.8 | 2,028.5 | -17.43% |
| Ene-88 | 83.57 | 98.50 | 1,928.4 | 2,207.4 | -12.64% |
| Feb-88 | 90.54 | 98.72 | 2,084.5 | 2,245.8 | -7.18% |
| Mar-88 | 95.17 | 99.17 | 2,181.4 | 2,273.0 | -4.03% |
| Abr-88 | 98.10 | 99.67 | 2,237.3 | 2,273.0 | -1.57% |
| May-88 | 100.00 | 100.00 | 2,273.0 | 2,273.0 | 0.00% |
| Jun-88 | 102.04 | 100.44 | 2,309.1 | 2,273.0 | 1.59% |
| Jul-88 | 103.74 | 100.83 | 2,338.6 | 2,273.0 | 2.89% |
| Ago-88 | 104.70 | 101.33 | 2,348.5 | 2,273.0 | 3.32% |
| Sep-88 | 105.30 | 102.00 | 2,346.5 | 2,273.0 | 3.23% |
| Oct-88 | 106.10 | 102.28 | 2,358.0 | 2,273.0 | 3.74% |
| Nov-88 | 107.52 | 102.44 | 2,385.6 | 2,273.0 | 4.96% |
| Dic-88 | 109.76 | 102.61 | 2,431.5 | 2,273.0 | 6.97% |
| Ene-89 | 112.45 | 103.11 | 2,478.9 | 2,291.2 | 8.19% |
| Feb-89 | 113.98 | 103.55 | 2,501.8 | 2,324.9 | 7.61% |
| Mar-89 | 115.21 | 103.83 | 2,522.1 | 2,357.6 | 6.98% |
| Abr-89 | 116.93 | 104.55 | 2,542.2 | 2,389.4 | 6.39% |
| May-89 | 118.54 | 105.16 | 2,562.2 | 2,420.4 | 5.86% |
| Jun-89 | 119.98 | 105.39 | 2,587.8 | 2,451.1 | 5.58% |
| Jul-89 | 121.18 | 105.61 | 2,608.2 | 2,481.5 | 5.11% |

FUENTE: Cálculos propios con datos de "indicadores Económicos" del Banco de México, varios números.

(Anexo VIII.1)
CÁLCULO DE SOBRE O SUBVALUACIÓN DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| (BASE: MAYO DE 1988=100) | | | | | |
|---------------------------------|---------------|---------------|-----------------------|-------------------|---|
| AÑO Y MES | I.P.C. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO | CONTROLADO | |
| | | | (TEÓRICO) | | |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | |
| Sep-89 | 123.51 | 105.83 | 2,652.7 | 2,543.1 | 4.31% |
| Oct-89 | 125.33 | 106.39 | 2,677.9 | 2,573.5 | 4.06% |
| Nov-89 | 127.09 | 106.83 | 2,704.2 | 2,614.3 | 3.44% |
| Dic-89 | 131.38 | 107.27 | 2,783.8 | 2,634.3 | 5.68% |
| Ene-90 | 137.72 | 108.38 | 2,888.3 | 2,665.5 | 8.36% |
| Feb-90 | 140.84 | 108.88 | 2,940.2 | 2,695.0 | 9.10% |
| Mar-90 | 143.33 | 109.55 | 2,973.8 | 2,724.6 | 9.15% |
| Abr-90 | 145.51 | 109.72 | 3,014.5 | 2,754.8 | 9.43% |
| May-90 | 148.05 | 109.94 | 3,060.9 | 2,785.5 | 9.89% |
| Jun-90 | 151.31 | 110.55 | 3,111.0 | 2,812.3 | 10.62% |
| Jul-90 | 154.07 | 110.99 | 3,155.1 | 2,836.6 | 11.23% |
| Ago-90 | 156.69 | 111.99 | 3,180.2 | 2,861.5 | 11.14% |
| Sep-90 | 158.92 | 112.94 | 3,198.6 | 2,885.8 | 10.84% |
| Oct-90 | 161.21 | 113.66 | 3,223.9 | 2,910.2 | 10.78% |
| Nov-90 | 165.49 | 113.83 | 3,304.7 | 2,931.5 | 12.73% |
| Dic-90 | 170.71 | 113.88 | 3,407.2 | 2,944.3 | 15.72% |
| Ene-91 | 175.06 | 114.55 | 3,473.7 | 2,956.8 | 17.48% |
| Feb-91 | 178.11 | 114.71 | 3,529.2 | 2,968.6 | 18.86% |
| Mar-91 | 180.65 | 114.88 | 3,574.4 | 2,980.3 | 19.93% |
| Abr-91 | 182.55 | 115.10 | 3,604.8 | 2,992.6 | 20.46% |
| May-91 | 184.33 | 115.44 | 3,629.6 | 3,004.8 | 20.79% |
| Jun-91 | 186.26 | 115.71 | 3,658.9 | 3,017.0 | 21.27% |
| Jul-91 | 187.91 | 115.94 | 3,684.1 | 3,029.3 | 21.62% |
| Ago-91 | 189.22 | 116.27 | 3,699.1 | 3,041.6 | 21.62% |
| Sep-91 | 191.10 | 116.82 | 3,718.2 | 3,053.8 | 21.76% |
| Oct-91 | 193.33 | 116.94 | 3,757.9 | 3,066.1 | 22.56% |
| Nov-91 | 198.13 | 117.27 | 3,840.2 | 3,073.7 | 24.94% |
| Dic-91 | 202.79 | 117.32 | 3,928.8 | 3,084.0 | 27.39% |
| Ene-92 | 206.47 | 117.49 | 3,994.5 | 3,063.0 | 30.41% |
| Feb-92 | 208.92 | 117.99 | 4,024.7 | 3,058.0 | 31.61% |
| Mar-92 | 211.05 | 118.55 | 4,046.6 | 3,061.0 | 32.20% |
| Abr-92 | 212.93 | 118.71 | 4,077.0 | 3,077.0 | 32.50% |
| May-92 | 214.33 | 118.93 | 4,096.2 | 3,114.3 | 31.53% |
| Jun-92 | 215.78 | 119.32 | 4,110.5 | 3,123.0 | 31.62% |
| Jul-92 | 217.15 | 119.54 | 4,128.8 | 3,106.5 | 32.91% |
| Ago-92 | 218.48 | 119.88 | 4,142.6 | 3,073.0 | 34.81% |
| Sep-92 | 220.38 | 120.27 | 4,165.1 | 3,110.0 | 33.93% |
| Oct-92 | 221.97 | 120.66 | 4,181.6 | 3,122.0 | 33.94% |
| Nov-92 | 223.81 | 120.82 | 4,210.5 | 3,112.0 | 35.30% |
| Dic-92 | 227.00 | 120.77 | 4,272.4 | 3,115.5 | 37.13% |
| Ene-93 | 229.85 | 121.32 | 4,306.2 | 3,104.7 | 38.70% |
| Feb-93 | 231.72 | 121.82 | 4,323.6 | 3,110.1 | 39.02% |
| Mar-93 | 233.01 | 122.21 | 4,333.8 | 3,105.3 | 39.56% |
| Abr-93 | 234.42 | 122.54 | 4,348.1 | 3,093.4 | 40.56% |

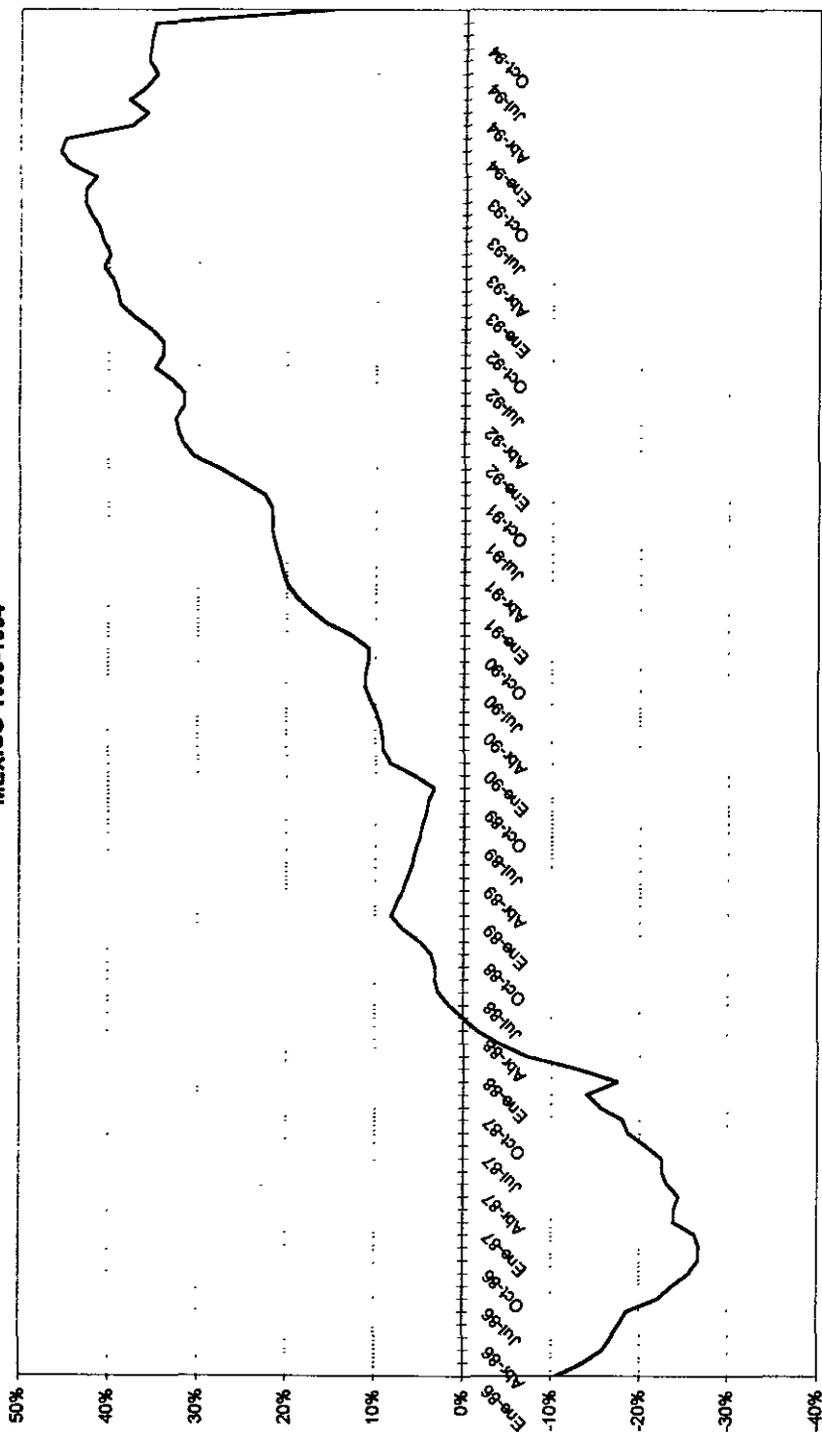
FUENTE: Cálculos propios con datos de "Indicadores Económicos" del Banco de México, varios números.

(Anexo VIII.1)
CÁLCULO DE SOBRE O SUBVALUACIÓN DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| (BASE: MAYO DE 1988=100) | | | | | |
|---------------------------------|---------------|---------------|-----------------------|-------------------|---|
| AÑO Y MES | I.P.C. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO | CONTROLADO | |
| | | | (TEÓRICO) | | |
| (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | |
| May-93 | 235.76 | 122.77 | 4,385.1 | 3,120.7 | 39.87% |
| Jun-93 | 237.08 | 122.88 | 4,385.6 | 3,118.4 | 40.64% |
| Jul-93 | 238.22 | 122.93 | 4,404.7 | 3,120.8 | 41.14% |
| Ago-93 | 239.49 | 123.26 | 4,416.3 | 3,109.7 | 42.02% |
| Sep-93 | 241.27 | 123.49 | 4,441.0 | 3,111.3 | 42.74% |
| Oct-93 | 242.26 | 123.99 | 4,441.2 | 3,112.3 | 42.70% |
| Nov-93 | 243.32 | 124.15 | 4,454.8 | 3,148.3 | 41.50% |
| Dic-93 | 245.18 | 124.15 | 4,488.7 | 3,106.2 | 44.51% |
| Ene-94 | 247.08 | 124.38 | 4,515.5 | 3,105.2 | 45.42% |
| Feb-94 | 248.35 | 124.76 | 4,524.5 | 3,122.8 | 44.89% |
| Mar-94 | 249.63 | 125.26 | 4,529.7 | 3,296.9 | 37.39% |
| Abr-94 | 250.85 | 125.37 | 4,547.8 | 3,350.1 | 35.75% |
| May-94 | 252.06 | 125.54 | 4,563.7 | 3,313.2 | 37.74% |
| Jun-94 | 253.32 | 125.87 | 4,574.4 | 3,363.9 | 35.99% |
| Jul-94 | 254.45 | 126.26 | 4,580.6 | 3,400.5 | 34.70% |
| Ago-94 | 255.63 | 126.76 | 4,583.8 | 3,379.9 | 35.62% |
| Sep-94 | 257.45 | 127.15 | 4,602.3 | 3,397.3 | 35.47% |
| Oct-94 | 258.80 | 127.26 | 4,622.4 | 3,417.0 | 35.28% |
| Nov-94 | 260.19 | 127.37 | 4,643.1 | 3,440.3 | 34.96% |
| Dic-94 | 262.47 | 127.37 | 4,683.8 | 4,065.2 | 15.22% |

GRÁFICO 2

**CÁLCULO DE LA SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO:
MÉXICO 1986-1994**



AÑO Y MES

— TdeC=f(INPC) (Mayo88=100)

Método basado en la confrontación de los índices de precios al consumidor de México y Estados Unidos.
FUENTE: Cálculos propios con información del Banco de México, "Indicadores Económicos."

(Anexo VIII.2)
 CÁLCULO DE SOBRE O SUBVALUACIÓN DEL PESO
 MÉXICO: 1986-1994

(BASE: MAYO DE 1988=100)

| AÑO Y MES | I.P.P. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
|-----------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| | MÉXICO | E.U.A | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | |
| Ene-86 | 15.10 | 98.13 | 349.8 | 401.9 | -12.96% |
| Feb-86 | 15.44 | 96.74 | 362.8 | 435.9 | -16.76% |
| Mar-86 | 16.17 | 95.44 | 385.2 | 470.4 | -18.12% |
| Abr-86 | 16.89 | 95.20 | 403.3 | 501.6 | -19.60% |
| May-86 | 17.90 | 95.77 | 424.8 | 534.2 | -20.48% |
| Jun-86 | 19.11 | 95.85 | 453.3 | 571.4 | -20.68% |
| Jul-86 | 19.96 | 95.36 | 475.7 | 627.6 | -24.21% |
| Ago-86 | 21.57 | 95.52 | 513.3 | 690.1 | -25.63% |
| Sep-86 | 23.07 | 95.20 | 550.8 | 746.6 | -26.22% |
| Oct-86 | 24.52 | 96.34 | 578.5 | 800.7 | -27.75% |
| Nov-86 | 26.39 | 96.34 | 622.6 | 855.3 | -27.21% |
| Dic-86 | 28.42 | 96.25 | 671.1 | 915.1 | -26.67% |
| Ene-87 | 31.48 | 96.74 | 739.6 | 951.1 | -22.23% |
| Feb-87 | 33.56 | 96.91 | 787.1 | 1,017.1 | -22.61% |
| Mar-87 | 36.38 | 96.99 | 852.6 | 1,087.0 | -21.56% |
| Abr-87 | 39.75 | 97.72 | 924.7 | 1,154.6 | -19.92% |
| May-87 | 42.90 | 98.05 | 994.5 | 1,229.9 | -19.14% |
| Jun-87 | 46.21 | 98.21 | 1,069.4 | 1,311.9 | -18.48% |
| Jul-87 | 50.53 | 98.53 | 1,165.7 | 1,382.8 | -15.70% |
| Ago-87 | 54.11 | 98.53 | 1,248.3 | 1,452.2 | -14.04% |
| Sep-87 | 58.31 | 98.37 | 1,347.3 | 1,527.3 | -11.78% |
| Oct-87 | 63.41 | 98.78 | 1,459.2 | 1,603.0 | -8.97% |
| Nov-87 | 67.45 | 98.94 | 1,549.4 | 1,695.9 | -8.64% |
| Dic-87 | 75.72 | 98.45 | 1,748.3 | 2,028.5 | -13.81% |
| Ene-88 | 89.54 | 98.86 | 2,058.7 | 2,207.4 | -6.74% |
| Feb-88 | 94.62 | 98.70 | 2,179.1 | 2,245.8 | -2.97% |
| Mar-88 | 97.09 | 98.86 | 2,232.3 | 2,273.0 | -1.79% |
| Abr-88 | 99.07 | 99.51 | 2,262.9 | 2,273.0 | -0.44% |
| May-88 | 100.00 | 100.00 | 2,273.0 | 2,273.0 | 0.00% |
| Jun-88 | 101.05 | 100.41 | 2,287.5 | 2,273.0 | 0.64% |
| Jul-88 | 102.60 | 101.06 | 2,307.6 | 2,273.0 | 1.52% |
| Ago-88 | 102.63 | 101.14 | 2,306.6 | 2,273.0 | 1.48% |
| Sep-88 | 101.55 | 101.06 | 2,284.1 | 2,273.0 | 0.49% |
| Oct-88 | 101.02 | 101.79 | 2,255.7 | 2,273.0 | -0.76% |
| Nov-88 | 102.29 | 102.12 | 2,276.9 | 2,273.0 | 0.17% |
| Dic-88 | 104.00 | 102.36 | 2,309.4 | 2,273.0 | 1.60% |
| Ene-89 | 105.89 | 103.34 | 2,329.2 | 2,291.2 | 1.66% |
| Feb-89 | 106.76 | 103.91 | 2,335.5 | 2,324.9 | 0.45% |
| Mar-89 | 108.02 | 104.32 | 2,353.8 | 2,357.6 | -0.16% |
| Abr-89 | 109.79 | 105.13 | 2,373.6 | 2,389.4 | -0.66% |
| May-89 | 110.83 | 106.27 | 2,366.3 | 2,420.4 | -2.23% |
| Jun-89 | 111.48 | 106.35 | 2,382.5 | 2,451.1 | -2.80% |
| Jul-89 | 112.65 | 106.11 | 2,413.2 | 2,481.5 | -2.75% |
| Ago-89 | 114.13 | 105.46 | 2,459.9 | 2,512.6 | -2.10% |

FUENTE: Cálculos propios con datos de "indicadores Económicos" del Banco de México, varios números

127

(Anexo VIII.2)
CÁLCULO DE SOBRE O SUBVALUACIÓN DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| (BASE: MAYO DE 1988=100) | | | | | |
|--------------------------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| AÑO Y MES | I.P.P. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | |
| Sep-89 | 114.90 | 105.70 | 2,470.8 | 2,543.1 | -2.84% |
| Oct-89 | 116.37 | 106.92 | 2,473.8 | 2,573.5 | -3.87% |
| Nov-89 | 117.21 | 106.84 | 2,493.7 | 2,614.3 | -4.61% |
| Dic-89 | 120.20 | 107.33 | 2,545.6 | 2,634.3 | -3.37% |
| Ene-90 | 124.06 | 109.36 | 2,578.4 | 2,665.5 | -3.27% |
| Feb-90 | 126.87 | 109.20 | 2,640.7 | 2,695.0 | -2.01% |
| Mar-90 | 127.80 | 109.04 | 2,664.0 | 2,724.6 | -2.22% |
| Abr-90 | 128.69 | 109.04 | 2,682.7 | 2,754.8 | -2.62% |
| May-90 | 130.19 | 109.53 | 2,701.7 | 2,785.5 | -3.01% |
| Jun-90 | 131.90 | 109.61 | 2,735.3 | 2,812.3 | -2.74% |
| Jul-90 | 135.77 | 109.93 | 2,807.1 | 2,836.6 | -1.04% |
| Ago-90 | 142.99 | 110.99 | 2,928.2 | 2,861.5 | 2.33% |
| Sep-90 | 148.45 | 111.97 | 3,013.6 | 2,885.8 | 4.43% |
| Oct-90 | 150.00 | 113.76 | 2,997.1 | 2,910.2 | 2.99% |
| Nov-90 | 152.61 | 114.33 | 3,034.0 | 2,931.5 | 3.49% |
| Dic-90 | 155.29 | 113.52 | 3,109.4 | 2,944.3 | 5.61% |
| Ene-91 | 155.90 | 113.76 | 3,115.0 | 2,956.8 | 5.35% |
| Feb-91 | 156.32 | 112.95 | 3,145.7 | 2,968.6 | 5.97% |
| Mar-91 | 158.35 | 112.46 | 3,200.5 | 2,980.3 | 7.39% |
| Abr-91 | 159.97 | 112.62 | 3,228.7 | 2,992.6 | 7.89% |
| May-91 | 161.53 | 113.27 | 3,241.3 | 3,004.8 | 7.87% |
| Jun-91 | 163.45 | 113.44 | 3,275.1 | 3,017.0 | 8.56% |
| Jul-91 | 165.66 | 113.11 | 3,328.9 | 3,029.3 | 9.89% |
| Ago-91 | 166.75 | 113.19 | 3,348.5 | 3,041.6 | 10.09% |
| Sep-91 | 168.49 | 112.95 | 3,390.8 | 3,053.8 | 11.04% |
| Oct-91 | 170.60 | 113.68 | 3,411.1 | 3,066.1 | 11.25% |
| Nov-91 | 171.06 | 113.76 | 3,417.8 | 3,073.7 | 11.20% |
| Dic-91 | 172.33 | 113.44 | 3,453.1 | 3,084.0 | 11.97% |
| Ene-92 | 174.72 | 113.27 | 3,506.0 | 3,063.0 | 14.46% |
| Feb-92 | 176.74 | 113.60 | 3,536.4 | 3,058.0 | 15.64% |
| Mar-92 | 178.89 | 113.68 | 3,576.8 | 3,061.0 | 16.85% |
| Abr-92 | 181.26 | 113.84 | 3,619.1 | 3,077.0 | 17.62% |
| May-92 | 183.18 | 114.58 | 3,633.9 | 3,114.3 | 16.69% |
| Jun-92 | 184.71 | 115.23 | 3,643.7 | 3,123.0 | 16.67% |
| Jul-92 | 185.83 | 115.07 | 3,670.9 | 3,106.5 | 18.17% |
| Ago-92 | 186.44 | 114.98 | 3,685.5 | 3,073.0 | 19.93% |
| Sep-92 | 187.30 | 114.74 | 3,710.5 | 3,110.0 | 19.31% |
| Oct-92 | 188.70 | 115.64 | 3,709.2 | 3,122.0 | 18.81% |
| Nov-92 | 189.23 | 115.39 | 3,727.5 | 3,112.0 | 19.78% |
| Dic-92 | 190.53 | 115.15 | 3,761.0 | 3,115.5 | 20.72% |
| Ene-93 | 191.78 | 115.55 | 3,772.5 | 3,104.7 | 21.51% |
| Feb-93 | 192.96 | 115.80 | 3,787.7 | 3,110.1 | 21.79% |
| Mar-93 | 193.59 | 116.04 | 3,792.1 | 3,105.3 | 22.12% |
| Abr-93 | 194.46 | 116.78 | 3,785.2 | 3,093.4 | 22.36% |

FUENTE: Cálculos propios con datos de "Indicadores Económicos" del Banco de México, varios números.

(Anexo VIII.2)
CÁLCULO DE SOBRE O SUBVALUACIÓN DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

(BASE: MAYO DE 1988=100)

| AÑO Y MES | I.P.P. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
|-----------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | |
| May-93 | 195.50 | 117.02 | 3,797.3 | 3,120.7 | 21.68% |
| Jun-93 | 195.88 | 116.78 | 3,812.7 | 3,118.4 | 22.28% |
| Jul-93 | 196.38 | 116.53 | 3,830.5 | 3,120.8 | 22.74% |
| Ago-93 | 197.30 | 115.55 | 3,881.0 | 3,109.7 | 24.80% |
| Sep-93 | 198.14 | 115.15 | 3,911.2 | 3,111.3 | 25.71% |
| Oct-93 | 198.56 | 115.88 | 3,894.8 | 3,112.3 | 25.14% |
| Nov-93 | 198.45 | 115.72 | 3,898.1 | 3,148.3 | 23.81% |
| Dic-93 | 199.32 | 115.47 | 3,923.5 | 3,106.2 | 26.31% |
| Ene-94 | 201.18 | 115.80 | 3,949.0 | 3,105.2 | 27.18% |
| Feb-94 | 201.55 | 116.12 | 3,945.2 | 3,122.8 | 26.34% |
| Mar-94 | 202.80 | 116.21 | 3,966.9 | 3,296.9 | 20.32% |
| Abr-94 | 204.95 | 116.29 | 4,006.1 | 3,350.1 | 19.58% |
| May-94 | 206.47 | 116.53 | 4,027.3 | 3,313.2 | 21.55% |
| Jun-94 | 208.46 | 116.86 | 4,054.9 | 3,363.9 | 20.54% |
| Jul-94 | 210.15 | 117.18 | 4,076.3 | 3,400.5 | 19.87% |
| Ago-94 | 210.34 | 117.67 | 4,063.0 | 3,379.9 | 20.21% |
| Sep-94 | 211.51 | 116.86 | 4,114.2 | 3,397.3 | 21.10% |
| Oct-94 | 212.96 | 117.02 | 4,136.5 | 3,417.0 | 21.06% |
| Nov-94 | 214.31 | 117.35 | 4,151.2 | 3,440.3 | 20.66% |
| Dic-94 | 217.40 | 117.43 | 4,208.2 | 4,065.2 | 3.52% |

12 t

(Anexo VIII.3)
CÁLCULO DE SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| AÑO Y MES | I.P.C. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
|-----------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | |
| Ene-86 | 20.41 | 95.03 | 435.7 | 401.9 | 8.42% |
| Feb-86 | 21.32 | 94.74 | 456.5 | 435.9 | 4.72% |
| Mar-86 | 22.31 | 94.29 | 480.0 | 470.4 | 2.03% |
| Abr-86 | 23.47 | 94.12 | 505.9 | 501.6 | 0.86% |
| May-86 | 24.78 | 94.40 | 532.4 | 534.2 | -0.33% |
| Jun-86 | 26.37 | 94.86 | 563.9 | 571.4 | -1.31% |
| Jul-86 | 27.69 | 94.91 | 591.7 | 627.6 | -5.72% |
| Ago-86 | 29.89 | 95.08 | 637.7 | 690.1 | -7.59% |
| Sep-86 | 31.69 | 95.53 | 672.8 | 746.6 | -9.88% |
| Oct-86 | 33.50 | 95.59 | 710.8 | 800.7 | -11.22% |
| Nov-86 | 35.76 | 95.65 | 758.4 | 855.3 | -11.33% |
| Dic-86 | 38.58 | 95.76 | 817.3 | 915.1 | -10.88% |
| Ene-87 | 41.71 | 96.38 | 877.8 | 951.1 | -7.70% |
| Feb-87 | 44.72 | 96.72 | 937.9 | 1017.1 | -7.79% |
| Mar-87 | 47.67 | 97.17 | 995.2 | 1087.0 | -8.44% |
| Abr-87 | 51.85 | 97.68 | 1,076.6 | 1154.6 | -6.75% |
| May-87 | 55.75 | 97.96 | 1,154.5 | 1229.9 | -6.13% |
| Jun-87 | 59.79 | 98.42 | 1,232.3 | 1311.9 | -6.07% |
| Jul-87 | 64.63 | 98.59 | 1,329.8 | 1382.8 | -3.83% |
| Ago-87 | 69.91 | 99.15 | 1,430.3 | 1452.2 | -1.51% |
| Sep-87 | 74.52 | 99.66 | 1,516.7 | 1527.3 | -0.69% |
| Oct-87 | 80.73 | 99.89 | 1,639.4 | 1603.0 | 2.27% |
| Nov-87 | 87.13 | 100.06 | 1,766.5 | 1695.9 | 4.16% |
| Dic-87 | 100.00 | 100.00 | 2,028.5 | 2028.5 | 0.00% |
| Ene-88 | 115.46 | 100.28 | 2,335.6 | 2207.4 | 5.81% |
| Feb-88 | 125.09 | 100.51 | 2,524.7 | 2245.8 | 12.42% |
| Mar-88 | 131.50 | 100.96 | 2,642.1 | 2273.0 | 16.24% |
| Abr-88 | 135.55 | 101.47 | 2,709.7 | 2273.0 | 19.21% |
| May-88 | 138.17 | 101.81 | 2,753.0 | 2273.0 | 21.12% |
| Jun-88 | 140.99 | 102.26 | 2,796.7 | 2273.0 | 23.04% |
| Jul-88 | 143.34 | 102.66 | 2,832.4 | 2273.0 | 24.61% |
| Ago-88 | 144.66 | 103.17 | 2,844.4 | 2273.0 | 25.14% |
| Sep-88 | 145.49 | 103.84 | 2,841.9 | 2273.0 | 25.03% |
| Oct-88 | 146.60 | 104.13 | 2,855.9 | 2273.0 | 25.64% |
| Nov-88 | 148.56 | 104.30 | 2,889.4 | 2273.0 | 27.12% |
| Dic-88 | 151.66 | 104.47 | 2,944.9 | 2273.0 | 29.56% |
| Ene-89 | 155.37 | 104.97 | 3,002.3 | 2291.2 | 31.04% |
| Feb-89 | 157.48 | 105.43 | 3,030.0 | 2324.9 | 30.33% |
| Mar-89 | 159.19 | 105.71 | 3,054.7 | 2357.6 | 29.57% |
| Abr-89 | 161.57 | 106.44 | 3,079.0 | 2389.4 | 28.86% |
| May-89 | 163.79 | 107.07 | 3,103.2 | 2420.4 | 28.21% |
| Jun-89 | 165.78 | 107.29 | 3,134.3 | 2451.1 | 27.87% |
| Jul-89 | 167.44 | 107.52 | 3,159.0 | 2481.5 | 27.30% |
| Ago-89 | 169.03 | 107.52 | 3,189.1 | 2512.6 | 26.92% |

FUENTE: Cálculos propios con datos de "Indicadores Económicos" del Banco de México, varios números.

(Anexo VIII.3)

CÁLCULO DE SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| (BASE: DICIEMBRE DE 1987=100) | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| AÑO Y MES | I.P.C. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
| | MÉXICO | E U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | |
| Sep-89 | 170.65 | 107.74 | 3,212.8 | 2543.1 | 26.33% |
| Oct-89 | 173.17 | 108.31 | 3,243.3 | 2573.5 | 26.03% |
| Nov-89 | 175.60 | 108.76 | 3,275.2 | 2614.3 | 25.28% |
| Dic-89 | 181.53 | 109.21 | 3,371.7 | 2634.3 | 27.99% |
| Ene-90 | 190.29 | 110.34 | 3,498.2 | 2665.5 | 31.24% |
| Feb-90 | 194.60 | 110.85 | 3,581.0 | 2695.0 | 32.13% |
| Mar-90 | 198.03 | 111.53 | 3,601.7 | 2724.6 | 32.20% |
| Abr-90 | 201.05 | 111.70 | 3,651.0 | 2754.8 | 32.53% |
| May-90 | 204.55 | 111.93 | 3,707.2 | 2785.5 | 33.09% |
| Jun-90 | 209.06 | 112.55 | 3,787.9 | 2812.3 | 33.98% |
| Jul-90 | 212.87 | 113.00 | 3,821.3 | 2836.6 | 34.71% |
| Ago-90 | 216.50 | 114.02 | 3,851.7 | 2861.5 | 34.60% |
| Sep-90 | 219.58 | 114.98 | 3,873.9 | 2885.8 | 34.24% |
| Oct-90 | 222.74 | 115.72 | 3,904.7 | 2910.2 | 34.17% |
| Nov-90 | 228.66 | 115.88 | 4,002.5 | 2931.5 | 36.53% |
| Dic-90 | 235.86 | 115.94 | 4,126.6 | 2944.3 | 40.15% |
| Ene-91 | 241.87 | 116.62 | 4,207.2 | 2956.8 | 42.29% |
| Feb-91 | 246.10 | 116.79 | 4,274.4 | 2968.6 | 43.99% |
| Mar-91 | 249.61 | 116.96 | 4,329.1 | 2980.3 | 45.26% |
| Abr-91 | 252.22 | 117.18 | 4,366.0 | 2992.6 | 45.89% |
| May-91 | 254.69 | 117.52 | 4,396.0 | 3004.8 | 46.30% |
| Jun-91 | 257.36 | 117.81 | 4,431.4 | 3017.0 | 46.88% |
| Jul-91 | 259.63 | 118.03 | 4,462.0 | 3029.3 | 47.30% |
| Ago-91 | 261.44 | 118.37 | 4,480.2 | 3041.6 | 47.30% |
| Sep-91 | 264.04 | 118.94 | 4,503.3 | 3053.8 | 47.47% |
| Oct-91 | 267.12 | 119.05 | 4,551.4 | 3066.1 | 48.44% |
| Nov-91 | 273.75 | 119.39 | 4,651.1 | 3073.7 | 51.32% |
| Dic-91 | 280.19 | 119.45 | 4,758.4 | 3084.0 | 54.29% |
| Ene-92 | 285.28 | 119.62 | 4,838.0 | 3063.0 | 57.95% |
| Feb-92 | 288.66 | 120.12 | 4,874.6 | 3058.0 | 59.40% |
| Mar-92 | 291.60 | 120.69 | 4,901.1 | 3061.0 | 60.11% |
| Abr-92 | 294.20 | 120.86 | 4,937.9 | 3077.0 | 60.48% |
| May-92 | 296.14 | 121.09 | 4,961.1 | 3114.3 | 59.30% |
| Jun-92 | 298.15 | 121.48 | 4,978.4 | 3123.0 | 59.41% |
| Jul-92 | 300.03 | 121.71 | 5,000.6 | 3106.5 | 60.97% |
| Ago-92 | 301.87 | 122.05 | 5,017.3 | 3073.0 | 63.27% |
| Sep-92 | 304.50 | 122.44 | 5,044.6 | 3110.0 | 62.21% |
| Oct-92 | 306.69 | 122.84 | 5,064.6 | 3122.0 | 62.22% |
| Nov-92 | 309.24 | 123.01 | 5,099.6 | 3112.0 | 63.87% |
| Dic-92 | 313.64 | 122.95 | 5,174.6 | 3115.5 | 66.09% |
| Ene-93 | 317.57 | 123.52 | 5,215.5 | 3104.7 | 67.99% |
| Feb-93 | 320.17 | 124.02 | 5,236.6 | 3110.1 | 68.37% |
| Mar-93 | 321.95 | 124.42 | 5,248.9 | 3105.3 | 69.03% |
| Abr-93 | 323.89 | 124.76 | 5,266.3 | 3093.4 | 70.24% |

FUENTE: Cálculos propios con datos de "Indicadores Económicos" del Banco de México, varios números.

(Anexo VIII.3)

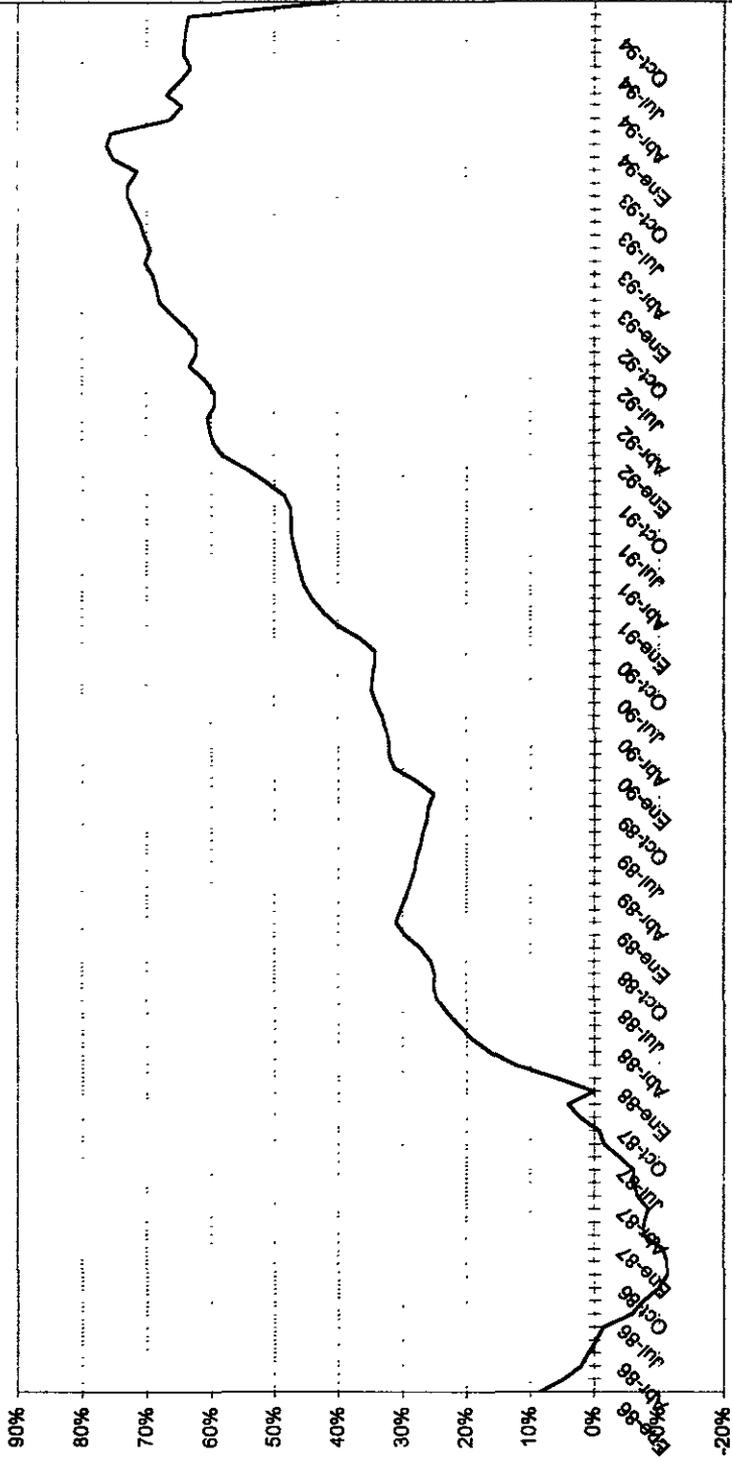
CÁLCULO DE SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO
MÉXICO 1986-1994

(BASE: DICIEMBRE DE 1987=100)

| AÑO Y MES | I.P.C. | | TIPO DE CAMBIO | | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
|-----------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | |
| May-93 | 325.74 | 124.99 | 5,286.8 | 3120.7 | 69.41% |
| Jun-93 | 327.57 | 125.10 | 5,311.6 | 3118.4 | 70.33% |
| Jul-93 | 329.14 | 125.16 | 5,334.7 | 3120.8 | 70.94% |
| Ago-93 | 330.91 | 125.49 | 5,348.8 | 3109.7 | 72.00% |
| Sep-93 | 333.36 | 125.72 | 5,378.7 | 3111.3 | 72.88% |
| Oct-93 | 334.72 | 126.23 | 5,378.9 | 3112.3 | 72.83% |
| Nov-93 | 336.20 | 126.40 | 5,395.4 | 3148.3 | 71.38% |
| Dic-93 | 338.76 | 126.40 | 5,436.6 | 3106.2 | 75.02% |
| Ene-94 | 341.39 | 126.63 | 5,466.9 | 3105.2 | 76.12% |
| Feb-94 | 343.14 | 127.02 | 5,479.9 | 3122.8 | 75.48% |
| Mar-94 | 344.91 | 127.53 | 5,486.1 | 3296.9 | 66.40% |
| Abr-94 | 346.60 | 127.64 | 5,506.1 | 3350.1 | 64.42% |
| May-94 | 348.27 | 127.81 | 5,527.4 | 3313.2 | 66.83% |
| Jun-94 | 350.01 | 128.15 | 5,540.3 | 3363.9 | 64.70% |
| Jul-94 | 351.57 | 128.55 | 5,547.8 | 3400.5 | 63.15% |
| Ago-94 | 353.20 | 129.06 | 5,551.7 | 3379.9 | 64.26% |
| Sep-94 | 355.72 | 129.45 | 5,574.0 | 3397.3 | 64.07% |
| Oct-94 | 357.58 | 129.56 | 5,598.4 | 3417.0 | 63.84% |
| Nov-94 | 359.50 | 129.68 | 5,623.4 | 3440.3 | 63.46% |
| Dic-94 | 362.65 | 129.68 | 5,672.8 | 4065.2 | 39.54% |

GRÁFICO 4

**CÁLCULO DE LA SOBRE(+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO:
MÉXICO, 1986-1994**



AÑO Y MES

$TdeC = \frac{I}{I_{1987}} \times 100$ (Dic. 87=100)

Método basado en la conformación de los índices de precios al consumidor de México y Estados Unidos.
FUENTE: Cálculos propios con información del Banco de México, "Indicadores Económicos".

(Anexo VIII.4)

CÁLCULO DE LA SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO
MÉXICO 1986-1994

| (BASE: DICIEMBRE DE 1987=100) | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| AÑO Y MES | I.P.P. | | TIPO DE CAMBIO | | |
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| Ene-86 | 19.94 | 99.67 | 405.9 | 401.9 | 0.99% |
| Feb-86 | 20.39 | 98.26 | 421.0 | 435.9 | -3.42% |
| Mar-86 | 21.36 | 96.94 | 446.9 | 470.4 | -4.99% |
| Abr-86 | 22.30 | 96.69 | 467.9 | 501.6 | -6.71% |
| May-86 | 23.63 | 97.27 | 492.8 | 534.2 | -7.74% |
| Jun-86 | 25.24 | 97.35 | 525.9 | 571.4 | -7.96% |
| Jul-86 | 26.35 | 96.86 | 551.9 | 627.6 | -12.06% |
| Ago-86 | 28.48 | 97.02 | 595.5 | 690.1 | -13.70% |
| Sep-86 | 30.47 | 96.69 | 639.1 | 746.6 | -14.39% |
| Oct-86 | 32.38 | 97.85 | 671.2 | 800.7 | -16.17% |
| Nov-86 | 34.85 | 97.85 | 722.4 | 855.3 | -15.54% |
| Dic-86 | 37.53 | 97.77 | 778.6 | 915.1 | -14.91% |
| Ene-87 | 41.57 | 98.26 | 858.2 | 951.1 | -9.77% |
| Feb-87 | 44.32 | 98.43 | 913.3 | 1017.1 | -10.20% |
| Mar-87 | 48.04 | 98.51 | 989.3 | 1087.0 | -8.99% |
| Abr-87 | 52.50 | 99.26 | 1,072.9 | 1154.6 | -7.08% |
| May-87 | 56.65 | 99.59 | 1,153.9 | 1229.9 | -6.18% |
| Jun-87 | 61.02 | 99.75 | 1,240.9 | 1311.9 | -5.41% |
| Jul-87 | 66.73 | 100.08 | 1,352.5 | 1382.8 | -2.19% |
| Ago-87 | 71.46 | 100.08 | 1,448.4 | 1452.2 | -0.26% |
| Sep-87 | 77.00 | 99.92 | 1,563.3 | 1527.3 | 2.36% |
| Oct-87 | 83.74 | 100.33 | 1,693.1 | 1603.0 | 5.62% |
| Nov-87 | 89.07 | 100.50 | 1,797.8 | 1695.9 | 6.01% |
| Dic-87 | 100.00 | 100.00 | 2,028.5 | 2028.5 | 0.00% |
| Ene-88 | 118.24 | 100.41 | 2,388.6 | 2207.4 | 8.21% |
| Feb-88 | 124.95 | 100.25 | 2,528.4 | 2245.8 | 12.58% |
| Mar-88 | 128.21 | 100.41 | 2,590.1 | 2273.0 | 13.95% |
| Abr-88 | 130.83 | 101.08 | 2,625.6 | 2273.0 | 15.51% |
| May-88 | 132.06 | 101.57 | 2,637.3 | 2273.0 | 16.03% |
| Jun-88 | 133.44 | 101.99 | 2,654.1 | 2273.0 | 16.77% |
| Jul-88 | 135.49 | 102.65 | 2,677.5 | 2273.0 | 17.79% |
| Ago-88 | 135.54 | 102.73 | 2,676.3 | 2273.0 | 17.74% |
| Sep-88 | 134.11 | 102.65 | 2,650.2 | 2273.0 | 16.60% |
| Oct-88 | 133.40 | 103.39 | 2,617.3 | 2273.0 | 15.15% |
| Nov-88 | 135.09 | 103.72 | 2,641.9 | 2273.0 | 16.23% |
| Dic-88 | 137.34 | 103.97 | 2,679.6 | 2273.0 | 17.89% |
| Ene-89 | 139.84 | 104.96 | 2,702.5 | 2291.2 | 17.95% |
| Feb-89 | 140.99 | 105.54 | 2,709.8 | 2324.9 | 16.56% |
| Mar-89 | 142.65 | 105.96 | 2,731.0 | 2357.6 | 15.84% |
| Abr-89 | 144.98 | 106.78 | 2,754.1 | 2389.4 | 15.26% |
| May-89 | 146.10 | 107.94 | 2,745.6 | 2420.4 | 13.44% |
| Jun-89 | 147.21 | 108.02 | 2,764.4 | 2451.1 | 12.78% |
| Jul-89 | 148.77 | 107.78 | 2,800.0 | 2481.5 | 12.83% |
| Ago-89 | 150.71 | 107.11 | 2,854.2 | 2512.6 | 13.59% |

FUENTE: Cálculos propios con datos de "indicadores Económicos" del Banco de México, varios números.

132

(Anexo VIII.4)
CÁLCULO DE LA SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| (BASE: DICIEMBRE DE 1987=100) | | | | | |
|-------------------------------|--------|--------|-----------------------|------------|---|
| AÑO Y MES | I.P.P. | | TIPO DE CAMBIO | | |
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO (TEÓRICO) | CONTROLADO | GRADO DE SOBRE (+) O SUB (-) VALUACIÓN |
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| Sep-89 | 151.73 | 107.36 | 2,866.9 | 2543.1 | 12.73% |
| Oct-89 | 153.67 | 108.60 | 2,870.3 | 2573.5 | 11.53% |
| Nov-89 | 154.79 | 108.52 | 2,893.4 | 2614.3 | 10.68% |
| Dic-89 | 158.73 | 109.02 | 2,953.6 | 2634.3 | 12.12% |
| Ene-90 | 163.83 | 111.08 | 2,991.7 | 2665.5 | 12.24% |
| Feb-90 | 167.54 | 110.92 | 3,064.0 | 2695.0 | 13.69% |
| Mar-90 | 168.76 | 110.75 | 3,091.0 | 2724.6 | 13.45% |
| Abr-90 | 169.95 | 110.75 | 3,112.7 | 2754.8 | 12.99% |
| May-90 | 171.92 | 111.25 | 3,134.8 | 2785.5 | 12.54% |
| Jun-90 | 174.18 | 111.33 | 3,173.7 | 2812.3 | 12.85% |
| Jul-90 | 179.29 | 111.66 | 3,257.1 | 2836.6 | 14.82% |
| Ago-90 | 188.83 | 112.74 | 3,397.6 | 2861.5 | 18.74% |
| Sep-90 | 196.05 | 113.73 | 3,496.7 | 2885.8 | 21.17% |
| Oct-90 | 198.09 | 115.55 | 3,477.5 | 2910.2 | 19.49% |
| Nov-90 | 201.53 | 116.13 | 3,520.3 | 2931.5 | 20.08% |
| Dic-90 | 205.07 | 115.30 | 3,607.9 | 2944.3 | 22.54% |
| Ene-91 | 205.88 | 115.55 | 3,614.3 | 2956.8 | 22.24% |
| Feb-91 | 206.43 | 114.72 | 3,650.0 | 2968.6 | 22.95% |
| Mar-91 | 209.11 | 114.23 | 3,713.5 | 2980.3 | 24.60% |
| Abr-91 | 211.26 | 114.39 | 3,746.2 | 2992.6 | 25.18% |
| May-91 | 213.31 | 115.05 | 3,760.8 | 3004.8 | 25.16% |
| Jun-91 | 215.85 | 115.22 | 3,800.1 | 3017.0 | 25.96% |
| Jul-91 | 218.76 | 114.89 | 3,862.5 | 3029.3 | 27.51% |
| Ago-91 | 220.21 | 114.97 | 3,885.2 | 3041.6 | 27.74% |
| Sep-91 | 222.51 | 114.72 | 3,934.3 | 3053.8 | 28.83% |
| Oct-91 | 225.29 | 115.47 | 3,957.8 | 3066.1 | 29.09% |
| Nov-91 | 225.90 | 115.55 | 3,965.7 | 3073.7 | 29.02% |
| Dic-91 | 227.57 | 115.22 | 4,006.6 | 3084.0 | 29.92% |
| Ene-92 | 230.73 | 115.05 | 4,068.0 | 3063.0 | 32.81% |
| Feb-92 | 233.40 | 115.38 | 4,103.2 | 3058.0 | 34.18% |
| Mar-92 | 236.24 | 115.47 | 4,150.2 | 3061.0 | 35.58% |
| Abr-92 | 239.37 | 115.63 | 4,199.2 | 3077.0 | 36.47% |
| May-92 | 241.90 | 116.38 | 4,216.4 | 3114.3 | 35.39% |
| Jun-92 | 243.93 | 117.04 | 4,227.8 | 3123.0 | 35.38% |
| Jul-92 | 245.40 | 116.87 | 4,259.3 | 3106.5 | 37.11% |
| Ago-92 | 246.20 | 116.79 | 4,276.2 | 3073.0 | 39.16% |
| Sep-92 | 247.35 | 116.54 | 4,305.3 | 3110.0 | 38.43% |
| Oct-92 | 249.19 | 117.45 | 4,303.8 | 3122.0 | 37.85% |
| Nov-92 | 249.89 | 117.20 | 4,325.0 | 3112.0 | 38.98% |
| Dic-92 | 251.61 | 116.96 | 4,363.9 | 3115.5 | 40.07% |
| Ene-93 | 253.26 | 117.37 | 4,377.2 | 3104.7 | 40.99% |
| Feb-93 | 254.82 | 117.62 | 4,394.8 | 3110.1 | 41.31% |
| Mar-93 | 255.66 | 117.87 | 4,399.9 | 3105.3 | 41.69% |
| Abr-93 | 256.80 | 118.61 | 4,391.9 | 3093.4 | 41.98% |

FUENTE: Cálculos propios con datos de "Indicadores Económicos" del Banco de México, varios números.

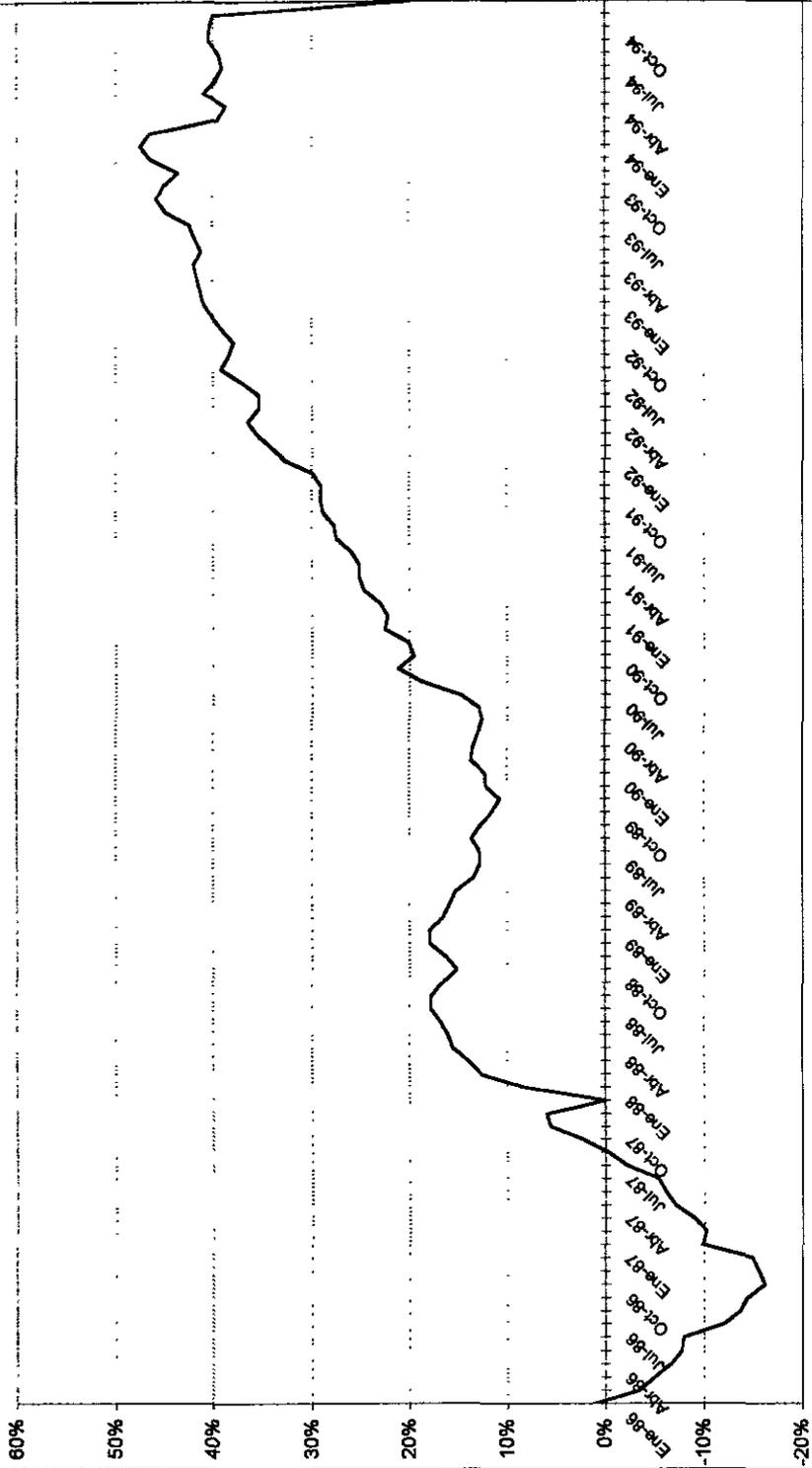
(Anexo VIII.4)

CÁLCULO DE LA SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO
MÉXICO: 1986-1994

| (BASE: DICIEMBRE DE 1987=100) | | | | | |
|--------------------------------------|--------|--------|----------------|------------|-----------|
| AÑO Y MES | I.P.P. | | TIPO DE CAMBIO | | |
| | MÉXICO | E.U.A. | AJUSTADO | CONTROLADO | GRADO DE |
| | | | (TEÓRICO) | | SOBRE (+) |
| (1) | (2) | (3) | (4) | O SUB (-) | VALUACIÓN |
| | | | | | (5) |
| May-93 | 258.17 | 118.86 | 4,406.0 | 3120.7 | 41.19% |
| Jun-93 | 258.67 | 118.61 | 4,423.8 | 3121.7 | 41.71% |
| Jul-93 | 259.34 | 118.36 | 4,444.5 | 3120.8 | 42.42% |
| Ago-93 | 260.55 | 117.37 | 4,503.1 | 3109.7 | 44.81% |
| Sep-93 | 261.65 | 116.96 | 4,538.2 | 3111.3 | 45.86% |
| Oct-93 | 262.21 | 117.70 | 4,519.1 | 3112.3 | 45.20% |
| Nov-93 | 262.07 | 117.54 | 4,522.9 | 3148.3 | 43.66% |
| Dic-93 | 263.22 | 117.29 | 4,552.4 | 3106.2 | 46.56% |
| Ene-94 | 265.68 | 117.62 | 4,582.0 | 3105.2 | 47.56% |
| Feb-94 | 266.17 | 117.95 | 4,577.6 | 3122.8 | 48.59% |
| Mar-94 | 267.82 | 118.03 | 4,602.7 | 3296.9 | 39.61% |
| Abr-94 | 270.66 | 118.11 | 4,648.3 | 3350.1 | 38.75% |
| May-94 | 272.66 | 118.36 | 4,672.8 | 3313.2 | 41.04% |
| Jun-94 | 275.29 | 118.69 | 4,704.8 | 3363.9 | 39.86% |
| Jul-94 | 277.52 | 119.02 | 4,729.7 | 3400.5 | 39.09% |
| Ago-94 | 277.77 | 119.52 | 4,714.3 | 3379.9 | 39.48% |
| Sep-94 | 279.32 | 118.69 | 4,773.7 | 3397.3 | 40.51% |
| Oct-94 | 281.23 | 118.86 | 4,799.5 | 3417.0 | 40.46% |
| Nov-94 | 283.01 | 119.19 | 4,816.6 | 3440.3 | 40.00% |
| Dic-94 | 287.10 | 119.27 | 4,882.8 | 4065.2 | 20.11% |

GRÁFICO 5

**CÁLCULO DE LA SOBRE (+) O SUBVALUACIÓN (-) DEL PESO:
MÉXICO, 1986-1994**



AÑO Y MES

$$TdeC = f(INPP) \text{ (Dic. 87=100)}$$

Método basado en la conformación de los índices de precios al productor de México y Estados Unido.
FUENTE: Cálculos propios con información del Banco de México, "Indicadores Económicos."

IX. LA POLÍTICA CAMBIARIA COMO INSTRUMENTO ESTABILIZADOR DE PRECIOS

(su efecto sobre la balanza de pagos)

La política cambiaria sobrevaloratoria tuvo efectos muy negativos sobre la balanza de pagos, específicamente sobre la cuenta corriente. Como mencionamos con anterioridad, la sobrevaluación del tipo de cambio originó que los bienes producidos en el extranjero resultaran en términos relativos más baratos que los hechos en el país. Esto ocasionó un excesivo aumento de las importaciones que culminó con la caída del tipo de cambio en diciembre de 1994 y con sus ya muy conocidas consecuencias sobre los sectores más desprotegidos de la sociedad. Todos los efectos nocivos de esta política cambiaria serán discutidos en el presente capítulo.

IX.- La estabilidad económica basada en el tipo de cambio

En diciembre de 1987, el gobierno mexicano implementó un plan de estabilización basado fundamentalmente en el tipo de cambio. El PACTO, como es conocido, el cual "coordinaba" a los diferentes agentes económicos para discutir los movimientos en los diversos precios claves de la economía (tipo de cambio, salarios precios del sector público, etc). El régimen del tipo de cambio pasó de un tipo cambio fijo a una banda estrecha. El comportamiento de la economía fue el clásico:¹ se dio un auge económico, los agregados monetarios crecieron con mayor velocidad que el PIB, el tipo de cambio se apreció muy

considerablemente y se ensancho el desequilibrio fundamental de la balanza de pagos. El déficit comercial empeoró considerablemente. Las importaciones crecieron en 1994 en relación a 1987, la balanza comercial tuvo un déficit histórico superior a 1,500 millones de dólares mensuales. Como vimos, el tipo de cambio se apreció en 27.18%, en relación a mayo de 1988. [véase cuadro 9 y gráfico 6]

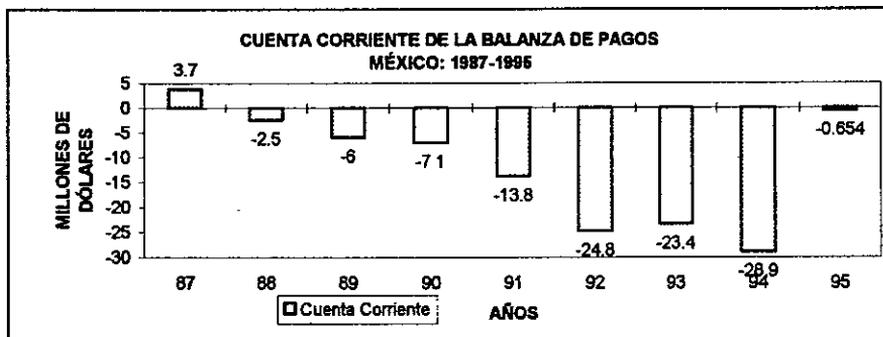
CUADRO 9
BALANZA COMERCIAL *
(miles de millones de dólares)

| | Exportaciones | Importaciones | Saldo |
|-------------|---------------|---------------|--------|
| 1987 | 20.5 | 13.3 | 7.2 |
| 1988 | 20.5 | 20.3 | 0.3 |
| 1989 | 22.8 | 25.4 | (2.6) |
| 1990 | 26.8 | 31.3 | (4.4) |
| 1991 | 27.1 | 38.2 | (11.1) |
| 1992 | 27.5 | 48.2 | (20.7) |
| 1993 | 30.0 | 48.9 | (18.9) |
| 1994 | 34.6 | 58.9 | (24.3) |

* Excluye la industria maquiladora

FUENTE: "Indicadores Económicos", Banco de México.

GRÁFICO 6



¹ - Paul Krugman. "A Model of Balance of Payments Crisis", en Journal of Money, Credit and Banking, vol. 11, pp. 311-325, 1979.

El colapso financiero se debió a la fragilidad bancaria y a los flujos mundiales. Las reservas de divisas primero se reducen gradualmente, y luego se desploman cuando se devalúa la moneda. La crisis no se origina por un déficit fiscal, como en los modelos clásicos, sino en la percepción de que un auge de créditos causado por influjos de capital mal manejados puede producir corridas contra los bancos y precipitar rescates del sistema bancario. Sin embargo, la mayor credibilidad del tipo de cambio mexicano mejoró la credibilidad del régimen del tipo de cambio en México y no ha surgido a costa de una reducción en la tasa de descenso de la inflación.

La decisión de ampliar más la banda permitió a México seguir disfrutando de grandes flujos de entrada de capital y evitar un colapso de su régimen de tipo de cambio. En el sexenio había iniciado con una inflación anual del 51.7%, el último año los precios aumentaron solamente 7.1%. No en vano se habían utilizado varios instrumentos de política económica para lograr el efecto deseado. Particularmente, el tipo de cambio había sido el ancla(*sic*) para evitar el alza de los precios. Podría decirse que éste había sido uno de los grandes logros de la anterior administración (al menos mientras duro), dado que buena parte de sus esfuerzos de política económica se concentraron en este objetivo: reducir la inflación.

La devaluación de diciembre provocó un rebrote inflacionario que se ponía de manifiesto en el aumento de precios en los primeros meses del años de 1995. Ello era atribuible no sólo al encarecimiento de las importaciones, sino también a los importantes aumentos de los bienes y servicios públicos y al incremento en un

50% en el IVA. La magnitud del fenómeno se ponía de manifiesto en el hecho de que la inflación del mes de abril, de 8%, era superior a la de todo 1994. Otro aspecto preocupante era que los precios al productor (INPP) estaban creciendo más rápidamente que los consumidores (INPC), lo cual daba cuenta de una presión de costos y una disminución de los márgenes de ganancia del sector comercial como resultado de la fuerte caída de la ventas.

Una fría mirada a los números del cuadro correspondiente permite apreciar un deterioro creciente en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que refleja el saldo de las transacciones de los bienes y servicios con el exterior. De un ligero superávit en 1987, el país había llegado a tener un déficit de casi 29 mil millones de dólares a fines de 1994. [véase cuadro 10]

CUADRO 10
BALANZA DE PAGOS
(miles de millones de dólares)

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Cuenta Corriente | 3.7 | (2.5) | (6.0) | (7.1) | (13.8) | (24.8) | (23.4) | (28.9) |
| Balanza Comercial* | 7.2 | 0.3 | (2.6) | (4.4) | (7.3) | (15.9) | (13.5) | (18.5) |
| Cuenta de Capital | (1.2) | (1.2) | 3.2 | 8.2 | 24.9 | 26.5 | 30.9 | 11.5 |
| Variación de Reservas | 6.9 | (7.1) | 0.3 | 3.4 | 7.8 | 1.2 | 6.1 | (18.9) |

* A partir de 1991 incluye a maquiladoras.

FUENTE: "Indicadores Económicos", Banco de México.

Al observarse el renglón de la balanza comercial, se constataba que el intercambio de bienes era responsable de buena parte del déficit en cuenta corriente. No pasó desapercibido el hecho de que el déficit creciente coincidía con el período de apertura comercial acelerada que se había promovido desde 1987.

Para los funcionarios del gobierno, dicho fenómeno era resultado de la modernización de las empresas y por lo tanto un asunto pasajero que se revertiría conforme dichas inversiones se tradujeran en mayor competitividad externa. Sin embargo, los datos parecían contradecir esa interpretación.

Para apoyar su argumentación en el sentido de que el déficit creciente no representaba un problema, los mismos funcionarios apuntaban que se había podido financiar con el ingreso de capitales externos que, atraídos por los rendimientos en México, permitieron además una acumulación de reservas internacionales a lo largo del sexenio anterior. Era notorio el salto entre 1990 y 1991, cuando los ingresos de capital externo se triplicaron. A partir de ese año se observaba un importante aumento en la inversión extranjera de cartera, que llegó a un máximo de 28.4 mil millones de dólares en 1993, para desmoronarse en 1994. Era evidente que se había estado financiando déficit de tipo estructural con ingreso de capitales de corto plazo, compuestos por inversiones en los mercados accionarios y de dinero [véase cuadro 11]. El yerro más grave, además de no corregir oportunamente la paridad cambiaria, había sido el de financiar con capital de corto plazo, sumamente volátil, un déficit de tipo estructural como el que presentaba el país en los últimos años.

CUADRO 11
INVERSIÓN EXTRANJERA
 (flujo en miles de millones de dólares)

| | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| TOTAL | 2.6 | 2.9 | 3.7 | 4.6 | 14.6 | 22.4 | 33.3 | 16.2 |
| Directa | 2.6 | 2.9 | 3.2 | 2.6 | 4.8 | 4.4 | 4.9 | 8.0 |
| De Cartera | - | - | 0.5 | 2.0 | 9.8 | 18.0 | 28.4 | 8.2 |

FUENTE: "Indicadores Económicos", Banco de México.

La política monetaria había sido uno de los *baluartes* del sexenio, la política monetaria aplicada durante la mayor parte del sexenio 1988 a 1994 podía calificarse como restrictiva, a juzgar por los datos que mostraba el Banco de México. El relativamente bajo crecimiento de la base monetaria había contribuido a fortalecer la política antinflacionaria del gobierno. Desde los primeros meses de 1994 se observaba un acelerado y sostenido crecimiento de la base monetaria, que tenía su origen en el hecho de que el Banco de México esterilizaba reservas a un ritmo menor de lo que éstas ingresaban a México. El crédito interno neto del Banco de México presentaba una imagen invertida de las reservas internacionales, aunque reducida en su dimensión. Hasta el mes de Marzo, el monto de las reservas internacionales prácticamente duplicaba a la base monetaria. [véase cuadro 12]

CUADRO 12
BASE MONETARIA

(saldos corrientes en miles de millones de nuevos pesos)

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | Ene | Feb | Mar | Abr | Mayo | Jun | Jul | Ago | Sept | Oct | Nov | Dic | Ene |
|--------------------------|------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|
| Base Monetaria | 23 | 31 | 40 | 45 | 50 | 44 | 43 | 45 | 42 | 43 | 43 | 45 | 44 | 44 | 45 | 49 | 57 | 51 |
| Reservas Internacionales | 18 | 30 | 54 | 58 | 76 | 83 | 95 | 83 | 57 | 57 | 54 | 55 | 56 | 55 | 59 | 43 | 33 | 20 |
| Crédito Interno Neto | 5 | 2 | -15 | -14 | -29 | -39 | -51 | -38 | -15 | -14 | -11 | -10 | -11 | -11 | -14 | 6 | 24 | 31 |

FUENTE: "Indicadores Económicos", Banco de México.

En diciembre de 1994 la colocación de TESOBONOS cuando se alcanzó un saldo equivalente a los 30 mil millones de dólares. La colocación desmedida de un instrumento de deuda interna ligado al dólar terminó por incrementar la deuda externa, con la consiguiente carga de intereses y aumento de la vulnerabilidad del país. [véanse cuadros 13 Y 14]

CUADRO 13
COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO
(saldos en miles de millones de nuevos pesos)

| | Dic-93 | Ene | Feb | Mar | Abr | Mayo | Jun | Jul | Ago | Sept | Oct | Nov | Dic |
|--------------------|--------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| CETES | 81.0 | 80.2 | 80.0 | 80.5 | 74.7 | 70.2 | 67.1 | 53.1 | 52.0 | 51.5 | 48.9 | 45.6 | 39.7 |
| AJUSTABONOS | 34.0 | 34.3 | 34.8 | 33.0 | 31.6 | 31.3 | 30.0 | 29.2 | 28.7 | 28.8 | 29.3 | 28.8 | 28.6 |
| TESOBONOS | 3.8 | 4.5 | 5.1 | 6.0 | 7.0 | 18.6 | 26.1 | 46.9 | 47.8 | 48.7 | 51.9 | 55.6 | 94.7 |

FUENTE: "Indicadores Económicos", Banco de México.

CUADRO 14
TASAS DE INTERÉS Y RESERVAS INTERNACIONALES
(miles de millones de dólares y porcentajes)

| | RESERVAS INTERNACIONALES (miles de mill. de dólares) | TASA DE INTERÉS DE DEPÓSITOS EN E.U.A. | TASA REAL DE CETES A 1 MES* |
|--|---|---|--------------------------------|
|--|---|---|--------------------------------|

| | | | |
|---------------|------|-----|------|
| 1988 | 6.6 | 3.3 | 28.4 |
| 1989 | 6.9 | 4.5 | 29.9 |
| 1990 | 10.3 | 8.3 | 8.4 |
| 1991 | 18.1 | 4.8 | 2 |
| 1992 | 18.6 | 3.5 | 4.4 |
| 1993 | 24.6 | 3.3 | 7.4 |
| Ene-94 | 26.3 | 3.1 | 7.3 |
| Feb-94 | 29.2 | 3.4 | 6.9 |
| Mar-94 | 24.6 | 3.7 | 6.3 |
| Abr-94 | 17.3 | 3.9 | 6.4 |
| May-94 | 17.1 | 4.4 | 6.6 |
| Jun-94 | 16 | 4.4 | 6.7 |
| Jul-94 | 16.2 | 4.6 | 6.4 |
| Ago-94 | 16.4 | 4.8 | 6.5 |
| Sep-94 | 16.1 | 4.9 | 6.6 |
| Oct-94 | 17.2 | 5.2 | 6.5 |
| Nov-94 | 12.5 | 5.7 | 6.3 |
| Dic-94 | 6.1 | 6.2 | 6.8 |

* Se considera que la inversión se mantiene durante doce meses. Cálculos propios

FUENTE: "Indicadores Económicos", Banco de México.

La caída de la tasa de interés en EUA en el periodo 1991-1993 había propiciado el auge de la inversiones en los mercados emergentes entre los que destacaba México. En esos años, se estimaba que el país había recibido más de la mitad de los flujos de capital que llegaron a América Latina pero sobre todo a las economías emergentes.

La política financiera seguida en EUA y en el resto de los países industrializados afectó a las economías con mercados emergentes de diferentes maneras. Posiblemente, la forma más importante en que las políticas financieras en los países industrializados afectaron a las economías en vías de desarrollo se dio por el efecto de dichas políticas tienen sobre el flujo de capitales entre los países. No obstante lo anterior, las entradas de capital en países emergentes también se debió al ciclo de bajo crecimiento y bajas tasas de interés a principios de los 90's que registraron la mayoría de los países industrializados.

De manera general se puede decir que el incremento en los flujos de capital hacia los países con mercados emergentes se debe a tres factores fundamentales:

- La exitosa reestructuración de la deuda externa de los principales países en desarrollo, así como a la instrumentación de reformas económicas estructurales y financieras que les permitieron el acceso a los mercados internacionales.
- El ciclo económico por el cual pasaban los principales países desarrollados, caracterizado por su desaceleramiento económico, caída en la demanda por crédito y la caída en las tasas de interés. Por ejemplo, en EUA la tasa del mercado de dinero cayó de 9.8% en abril de 1989 a 2.9% en noviembre de 1992. Esto último promovió que los inversionistas buscaran incrementar el rendimiento de sus inversiones en otros mercados.
- La creciente tendencia de los inversionistas a diversificar internacionalmente sus portafolios.

El desequilibrio fundamental, para comprender la vulnerabilidad excesiva del peso, fue la brecha de la deuda pública a corto plazo y las reservas

internacionales. Aquella comprendió los *Pagarés* en pesos (CETES, Pagafes y Bondes) y, sobre todo, los Tesobonos, estos en dólares; porque con un tipo de cambio semifijo se puede apelar al Banco Central para que apoye la deuda pública de corto plazo con reservas de divisas. La deuda en dólares tiene la desventaja adicional de que no puede deflactarse por una devaluación. También, el hecho de saber quien tiene la deuda, extranjeros o nacionales, porque los extranjeros carecen de motivo de liquidez para mantenerla. Mientras más en el corto plazo es el vencimiento mayor resulta la crisis de liquidez que puede producir una causa negativa para renovar la deuda.

Entre 1991 y mediados de 1993, la deuda de corto plazo fue menor que las reservas brutas. Entre 1993 y 1994 se produjo un gran desequilibrio entre la deuda y las reservas, y terminó con el colapso de la moneda, ocurrido cuando vencieron los Tesobonos y no fue posible renovarlos. Al estallar la crisis, la deuda pública a corto plazo era casi el triple de las reservas internacionales. Los Tesobonos por sí solos rebasaban los 22 mil millones de dólares en diciembre de 1994, en comparación con las reservas internacionales inferiores a 13 mil millones de dólares a principios de ese mes. Hacia fines de diciembre las reservas cayeron a cerca de 6 mil millones de dólares, por muy por debajo de la cifra crítica de 10 mil millones de dólares fijada por el Banco de México. En 1994, se convirtieron en Tesobonos enormes cantidades de bonos a corto y a largo plazo denominados en pesos. La fracción del total de la deuda pública que se encontraba en manos privadas asignada a los Tesobonos aumentó de 4% a 75% entre fines de 1993 y fines de 1994. Los inversionistas extranjeros adquirieron

una gran proporción de la deuda, mientras que los activos que estaban en manos de residentes mexicanos cayeron del 43% al 34%. De este modo, antes de mediados de 1993, hubiera sido posible hacer frente a la negativa a renovar los Tesobonos y liquidar en Cetes recurriendo a las reservas internacionales, y en caso de devaluación, el desequilibrio entre la deuda y las reservas se hubieran deflactado a través de la caída del valor de los Cetes en dólares. A fines de 1994 estas opciones ya no eran viables. El gran desequilibrio entre la deuda y las reservas fue producto de una expansión excesiva del crédito del Banco de México. Tras los acontecimientos políticos tensos en México, los bancos y el sector privado corrieron a liquidar los Cetes dando lugar a una pérdida de alrededor de 10 mil millones de dólares de reservas de divisas. En respuesta, las autoridades decidieron: a) neutralizar el efecto sobre la base monetaria expandiendo el crédito interno, y b) iniciar la dolarización de la deuda emitiendo Tesobonos para contener parcialmente la corrida contra los Cetes.

En noviembre se dio una segunda corrida contra las reservas, y el Banco de México de nuevo intervino con política de esterilización y colocación de Tesobonos. El diferencial TIIP-Cetes aumentó a 5.6 y 9.5 puntos porcentuales en noviembre y diciembre respectivamente. El Banco de México tuvo cada vez más dificultades para colocar la nueva deuda, hasta que el 20 de diciembre se llegó al colapso. El intento de controlar la devaluación fracasó en menos de un día y causó una corrida final contra las reservas internacionales y los Tesobonos que obligó al Banco de México a permitir la libre fluctuación del tipo de cambio. La política de esterilización se tradujo en agudas expansiones del crédito neto para

los bancos comerciales, con flujos de crédito a fines de abril y fines de diciembre por más de 10 mil millones y 96 mil millones de pesos respectivamente, en relación con fines de diciembre de 1993. Si el Banco Central no hubiera entrado en todos los contratos de recompra de Cetes con los bancos comerciales en que participó, hubiera sobrevenido un agudo incremento de las tasas de interés. Sin embargo, las medidas recién descritas evitaron que eso sucediera, y en este sentido la esterilización contribuyó a las pérdidas sostenidas de reservas. La esterilización fue la causa más próxima de la pérdida de reservas. La reforma financiera y el influjo de capitales extranjeros contribuyeron a un incremento considerable de la oferta de fondos prestables. El tipo de cambio semifijo proporcionó el incentivo para asignar esos fondos sin tomar en cuenta riesgos cambiarios y de madurez, ya que éstos estaban transfiriéndose implícitamente al Banco de México. Conforme se debilitaron los bancos, el tipo de cambio semifijo se hizo menos creíbles ya que los agentes se dieron cuenta de que el intento de respetarlo comprometía la capacidad del Banco de México para fungir como prestamista de última instancia.

Otro elemento de la crisis de la balanza de pagos de México fue el brusco cambio de opinión de los inversionistas mundiales sobre los méritos de las inversiones mexicanas, que ayuda a comprender el ataque especulativo vía bonos que se dio en los días y semanas siguientes a la devaluación, y el Efecto Tequila. A principios de 1994 los inversionistas extranjeros mantuvieron la expectativa de que los elementos fundamentales de la economía mexicana eran fuertes, pese a la incertidumbre política y la caída de las reservas. EL seguro de

riesgo cambiario proporcionado por los Tesobonos bastaba para que mantuvieran la deuda privada y pública mexicana. La interpretación más aceptable es que las perspectivas de los inversionistas sobre los aspectos económicos fundamentales de México cambió *repentinamente*, debido posiblemente a las situación de vulnerabilidad económica en que se hallaba México por las obligaciones de deuda de corto plazo.

Para finalizar el estudio a nuestro juicio, el efecto de la corrida inicial se vio magnificado por la gran cantidad de Tesobonos que vencieron. Conforme éstos se presentaron para liquidarse, la única opción que le quedó a las autoridades, a punto de declarar insolvencia por parte del país, fue buscar refinanciación de emergencia ofreciendo rendimientos mayores. Esto requería que los inversionistas estuvieran convencidos de que las autoridades podían ofrecer efectivamente rendimientos más altos con los nuevos Tesobonos. Lamentablemente, esto no se consiguió simplemente ofreciendo rendimientos más altos, se necesitaba credibilidad de que el gobierno tendría el dinero para pagar. En particular, si la solvencia está en juego, una reducción del precio de los Tesobonos puede tener el efecto contrario y sumarse a la desconfianza de los inversionistas. México tuvo que adoptar un programa *draconiano* de ajuste para poder obtener apoyo internacional y así evitar la insolvencia en el pago de los Tesobonos. Los acontecimientos políticos de 1994 coadyuvo a que la desconfianza de los inversionistas se acrecentara. La renuencia del gobierno a renovar los Tesobonos a una tasa razonable de interés hizo inevitablemente la vigorosa política de ajuste, que hizo entrar al país en una crisis profunda, de la

que todavía no sale totalmente, y así contribuyó a *autovalidar* las expectativas de los inversionistas nacionales y extranjeros.

CONCLUSIONES

Este estudio sostiene que la política cambiaria sobrevaloratoria que el gobierno de México implementó en el periodo de 1988 a 1994 si bien coadyuvó a la reducción de la inflación, ya que sirvió como ancla sobre los precios internos, también contribuyó al desgaste de la balanza de pagos. La crisis de la economía mexicana de diciembre de 1994 produjo la peor recesión de la historia moderna de México y dejó al sistema bancario al borde del colapso. Estos acontecimientos para corregir la sobrevaluación del tipo de cambio y el cuantioso déficit en la cuenta corriente. La política del Banco de México de intervenir para esterilizar la base monetaria y colocar los Tesobonos causó un profundo cambio estructural en el comportamiento de *M2* y logró sostener su crecimiento hasta la devaluación de diciembre.

El mismo presidente de la república aceptó que la devaluación fue producto de la incapacidad de México para financiar su déficit de cuenta corriente. Cuando el peso cambió su valor nominal frente al dólar, implicó que se necesitaron más pesos para poder comprar mercancías del exterior de las cuales somos muy dependientes, por lo que la inflación interna se vio afectada directamente. Pero esto también significó que las ganancias de las empresas en México se redujeron, comparativamente, con las empresas en otros países. Esto se reflejó en las tasas de interés, que subieron de inmediato.

Los días siguientes a la devaluación del peso se fueron en conseguir dólares para pagar las obligaciones del gobierno y en diseñar un plan de choque.

Unos días de que el Banco de México abandonara el mercado de cambios, el Presidente de la República (E. Zedillo) aceptó la renuncia del secretario de Hacienda. EL lunes 2 de enero de 1995, a las 10 de la mañana se reunieron en la Secretaría del Trabajo, sede de los "PACTOS" del sexenio anterior, los representantes de las cúpulas obrera, campesina y empresarial del país con los responsables del gabinete económico. El objetivo fue acordar un programa de emergencia para hacer frente a la devaluación de la "mejor" manera posible.

Los PACTOS perdieron eficiencia con el uso. El último que se firmó, el *Pacto para el Bienestar, el Empleo y el Crecimiento (PABEC)*, había establecido para 1995 las metas de 4% de inflación, 4% de crecimiento económico y varios cientos de miles de empleos nuevos. Aunque todavía no había devaluación y, a decir de quienes asistían a las reuniones de los PACTOS, no se contemplaba la posibilidad de una.

Para el 2 de enero, sorprendidos muchos de los asistentes, y algunos sintiéndose engañados, los mecanismos de concertación estaban hechos pedazos. Se había programado para ese mismo día un anuncio del Presidente, con el pleno de los asistentes al acuerdo, para la tarde. El anuncio fue pospuesto unas horas, y un poco después se acordó hacerlo a la mañana siguiente. Luego se anunció que a la 1 de la tarde del 3 de enero y fue finalmente cuando se emitió a las 2 de la tarde para explicar brevemente el acuerdo al que habían llegado las partes.² Las negociaciones habían tardado 20 horas y los participantes no habían logrado acuerdos importantes. Desde hacia un tiempo, el gobierno presenta a

² .- El Financiero, varios números, enero-febrero de 1995.

quienes iban a estas reuniones escritos para ser firmados, y permitía solo algunos cambios menores.

El *Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE)* surgió para contrarrestar los efectos negativos de la devaluación sobre la economía, es un plan sumamente ortodoxo, casi con la firma del FMI, que establece un incremento de 10% a los salarios (7% directo y 3% en bonos de productividad), un severo ajuste fiscal y crediticio, y aumentos "*justificados*" de precios. No se determinó una nueva banda de flotación para el peso. Adicionalmente, la Secretaría de Hacienda, vía Estados Unidos-FMI-Banco Mundial-Banco Interamericano, consiguió dinero en el exterior para poder hacer frente a los vencimientos de Tesobonos durante el año.

Para el lunes 9 de enero ya habían conseguido prestamos por más de 18,000 millones de dólares, suficientes para cubrir los Tesobonos y el déficit de cuenta corriente de los primeros seis meses del año. Más aún, en enero se obtuvo la promesa del gobierno de EUA de garantías crediticias de 40 mil millones de dólares, quedando de aval toda la producción petrolera.

De hecho, lo que el gobierno buscó con este acuerdo el reducir los costos inflacionarios de la devaluación, para generar suficiente confianza en el exterior y evitar el uso de miles de millones de dólares que pidió prestado.

Para finalizar, a partir de 1987, la política cambiaria se utilizó como instrumento prioritario en la estabilización de precios (junto con el aumento del salario real por debajo de la inflación). En el *Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994*, se puede mencionar que uno de los objetivos centrales del gobierno fue "...*alcanzar niveles*

de inflación similares a los de nuestros principales socios comerciales." ³; y utilizar a la política cambiaria, mediante un sistema de tipo de cambio semifijo, como estabilizador de precios, "...La estabilización del tipo de cambio, que no significa necesariamente total fijación, sino la ausencia tanto de movimientos bruscos como de una rápida evolución, será resultado de la consolidación de la estabilidad de precios..."⁴, o sea, la estabilización de precios como uno de los objetivos principales del gobierno.

Para remediar la situación se lanzó el *Pacto de Solidaridad Económica* en diciembre de 1987. Este fue un programa de corte heterodoxo de estabilización que consistió en un acuerdo concertado entre el gobierno, los sindicatos y las cámaras industriales y comerciales; el gobierno se comprometía a eliminar el déficit fiscal, mediante un estricto programa de captación fiscal, así como una drástica reducción del gasto público acompañada con la venta de empresas paraestatales, y la iniciativa privada se comprometía a no subir los precios de sus bienes y servicios producidos.

La apertura comercial del país (consolidada con el ingreso al GATT en 1986), también coadyuvo a la estabilización de los precios mediante "filtraciones", esto es, que parte de la demanda que no puede ser cubierta por la planta productiva nacional es cubierta por los bienes importados.

La política cambiaria fue uno de los principales instrumentos de estabilización de precios; consistió en que el tipo de cambio se mantuvo por

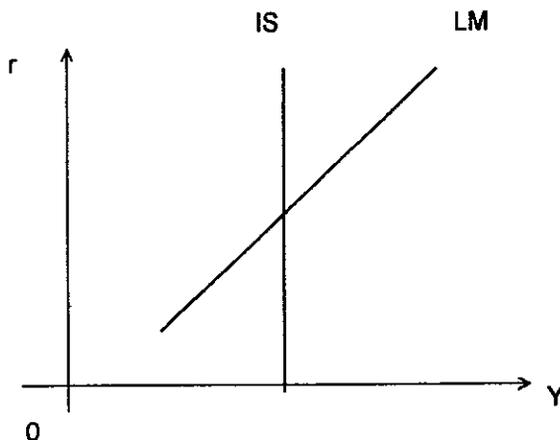
³.- Balance sexenal (Documento elaborado y enviado por el Ejecutivo al Congreso de la Unión). En Economía Informa, núm. 225, Enero 1994, pág. 20.

⁴.- Plan Nacional de Desarrollo 1987-1994. En Revista Comercio Exterior, vol. 39, Edición especial 1989, pág. 39.

debajo de la inflación, lo cual ocasionó una continua apreciación del tipo de cambio real; abarata los bienes importados sobre los nacionales, presionando sobre los precios de estos últimos, y en el mejor de los casos los obliga a permanecer constantes. *El propósito de la política cambiaria de tipo de cambio es hacer que la inflación tienda a comportarse y a ser igual a la inflación externa, sobre todo a la de nuestro principal socio comercial (Estados Unidos).*

Esta forma de estabilización de precios tuvo un efecto negativo en la balanza de pagos, en especial en la cuenta corriente y en las reservas internacionales que desembocó en la crisis de diciembre de 1994.

Una de las posibles causas, como ya se dijo, pudo haber sido que la curva IS se haya vuelto inelástica respecto a la tasa de interés, principalmente porque la certidumbre y poca credibilidad sobre la capacidad de pago del gobierno mexicano se haya vuelto nula. Gráficamente:



Como vemos en el gráfico anterior, aún con aumentos constantes de la tasa de interés, las entradas de capitales se negaban a llegar. La inestabilidad política, económica y social propiciaban que los inversionistas extranjeros y nacionales tuvieran confianza en el país. Con esto, el gobierno ya no pudo sostener el tipo de cambio fijo por el excesivo déficit en Cuenta Corriente, lo que obligó al gobierno a que en el mes de diciembre de 1994 devaluara, provocando una de las peores crisis de la historia moderna de México. De la cual, aún no salimos en su totalidad.

La implantación de un tipo de cambio de libre fluctuación, solo propicia que el sector exportador sea el beneficiado, mientras las empresas medianas y pequeñas, las cuales requieren insumos importados, sean las afectadas al subir sus costos de producción y, por ende, aumentos en los precios de las mercancías que los hacen menos competitivos frente al resto del mundo, en una economía abierta en su totalidad como la mexicana.

FALTA PAGINA

No. 154

BIBLIOGRAFÍA

1. **Aspe Armella, Pedro**
El camino mexicano de la transformación económica.
 Fondo de Cultura Económica, 2ª. Edición en español, México 1993. 214 p.
2. **Astori, Danilo**
Enfoque crítico de los modelos de contabilidad social.
 Siglo XXI editores, 1ª. Edición, México 1990. 383 p.
3. **Bazdresch, Carlos et. al. (comp.)**
México: auge, crisis y ajuste.
 Lectura del Trimestre Económico # 73(**), FCE, México 1992.
4. **Blanco Mendoza, Herminio**
Las negociaciones comerciales de México con el mundo.
 Fondo de Cultura Económica, 1ª. Edición, México 1994.
5. **Bléjer, Mario I.**
Ensayos sobre el enfoque monetario de la balanza de pagos.
 CEMLA, México 1982.
6. **Branson, William.**
Teoría y Política Macroeconómica.
 Fondo de Cultura Económica, México 1990.
7. **Chacholiades, Miltiades**
Economía internacional.
 Edit. McGraw-Hill, México 1992.
8. **Dornbusch, Rudiger.**
La Macroeconomía de una Economía Abierta.
 Antoni Bosch Editor, Barcelona 1993.
9. **Dornbusch, Rudiger y Edwards, Sebastián (comp.)**
Macroeconomía del populismo en la América Latina.
 Lecturas del Trimestre Económico # 75, FCE, México 1992.
10. **Guillén Romo, Héctor**
El sexenio de crecimiento cero: México. 1982-1988.
 Edit. Era, 1ª. Edición, México 1990.

11. Gurria, José Ángel

La política de la deuda externa.

Fondo de Cultura Económica, México 1993.

12. Krugman, Paul R. y Obstfeld, Maurice

Economía internacional: teoría y política.

Edit. McGraw-Hill, 2ª. Edición, Madrid 1994.

13. Lustig, Nora

México: hacia la reconstrucción de una economía.

Fondo de Cultura Económica-El Colegio de México, 1ª. Edición, México 1994.

14. Mansell Carstens, Catherine

Las nuevas finanzas en México.

Edits. Milenio-ITAM-IMEF, México 1992.

15. Sargent, Thomas J.

Expectativas Racionales e Inflación.

Edit. Alianza, Barcelona 1986.

16. Schneider, Erich

Balanza de pagos y tipo de Cambio: introducción a los problemas monetarios internacionales.

Edit. Aguilar, Madrid 1972.

HEMEROGRAFÍA

1. Aceves Saucedo, Ángel. *"El pacto: la estrategia de México para erradicar la inflación"*. En Cuadernos de El Colegio Nacional de Economistas, A.C., Conferencia pronunciada en el Congreso Nacional de Consejo Federal de Economistas en Brasil, Salvador, Bahía. 28/09/1988.
2. Aspe Armella, Pedro. *"La economía política de la inflación"*. En El Mercado de Valores, NAFINSA, núm. 6, 15 de marzo de 1988, pp 9-14.
3. Banco de México. *"Indicadores Económicos"*. Dirección General de Investigaciones Económicas. Varios Números.
4. Bianchil, Andrés, *"Política cambiaria, desarrollo exportador y estabilización: la experiencia chilena, 1990-1992."* En Monetaria: CEMLA, vol. XVII, núm. 3, julio-sept. 1994, pp 209-261.
5. Blancas Néridas, Andrés. *"¿ De dónde provienen y cómo se utilizan las divisas en México ?"*. En Investigación Económica, vol. XLVIII, núm. 187, enero-marzo 1989, pp. 53-83.
6. Calvo, Guillermo y Mendoza, Enrique G. *"La crisis de la balanza de pagos en México: crónica de una muerte anunciada"*. En Investigación Económica(Facultad de Economía-UNAM), núm. 219, enero-marzo de 1997, pp 13-51.
7. Calzada Falcón, Fernando y Hernández y Puente, Francisco. *"La política económica en crisis: 1983-1988"*. En Investigación Económica, vol. XLVIII, núm. 187, enero-marzo 1989, pp. 237-268.
8. Canitrot, Adolfo. *"El tipo de cambio como instrumento de política comercial"*. En Boletín del CEMLA, vol. XL, núm. 3, mayo-junio 1994, pp. 121-129.
9. Contreras Sosa, Hugo. *"Robert Lucas, las expectativas racionales y la macroeconomía"*. En Economía Informa(Facultad de Economía-UNAM), núm. 243, noviembre de 1995, pp 38-40.
10. Córdoba, José. *"Diez lecciones de la reforma económica en México"*. En Nexos, Vol. XIV, febrero de 1991, pp 31-48.
11. Cornelius, Wayne A. *"Economía política de México en el régimen de De La Madrid: austeridad, crisis como rutina, e inicios de recuperación"*. En Investigación Económica(Facultad de Economía-UNAM), núm. 172, abril-junio de 1985, pp 331-379.

12. Dornbusch, Rudiger. *"México: estabilización, deuda y crecimiento"*. En El Trimestre Económico, FCE, núm. 220, octubre-diciembre de 1988, pp 879-937.
13. Drazen, Allan y Helpman, Elhanan. *"La estabilización con control del tipo de cambio"*. En Investigación Económica (Facultad de Economía-UNAM), núm. 197, julio-septiembre de 1991, pp 141-165.
14. Edwards, Sebastián. *"El Fondo Monetario Internacional y los países en desarrollo: una evaluación crítica"*. En El Trimestre Económico, FCE, Vol. LVII, núm. 227, julio-septiembre de 1990, pp 611-663.
15. Fadl Kuri, Sergio y Puchot S., Samuel. *"Consideraciones sobre la calidad de los indicadores del tipo de cambio real en México"*. En Comercio Exterior, BNCE, diciembre de 1994, pp 1108-1118.
16. Feliz, Raúl A. y Welch, John H.. *"Un análisis de la credibilidad y del comportamiento de las bandas unilaterales de los tipos de cambio en México y Chile"*. En Economía Mexicana (CIDE), Vol. III, núm. 1, enero-junio de 1994, pp 5-30.
17. Feliz, Raúl A.. *"Credibilidad y estabilización: el papel del tipo de cambio en la reducción de la inflación"*. En Estudios económicos, El Colegio de México, Vol. VII, núm. 1, enero-junio de 1992.
18. Gutiérrez R., Roberto. *"Auge y declinación de la competitividad del peso mexicano"*. En Investigación Económica (Facultad de Economía-UNAM), núm. 197, julio-septiembre de 1991, pp 347-376.
19. Guillén Romo, Héctor. *"Los mercados financieros y el derrumbe del neoliberalismo mexicano"*. En Revista Investigación Económica (Facultad de Economía-UNAM), núm. 215, enero-marzo de 1996, pp 271-298.
20. Huerta G., Arturo. *"El sector externo y las políticas comercial y cambiaria: 1987-1991"*. En Investigación Económica (Facultad de Economía-UNAM), núm. 200, abril-junio de 1992, pp 199-228.
21. Ibarra, David. *"Política y economía en América Latina: el trasfondo de los programas heterodoxos de estabilización"*. En Estudios Económicos (El Colegio de México), número extraordinario, octubre de 1987, pp 13-38.
22. Krugman, Paul R.. *"Purchasing Power Parity and Exchange Rates"*. En Journal of International Economic 8 (1978), pp 397-407.
23. Krugman, Paul R. *"A Model of Balance of Payments Crisis"*. En Journal of Money, Credit and Banking, vol. XI 1979, pp. 311-325.

24. Mancera Aguayo, Miguel. *"Nueva política cambiaria"*. En Comercio Exterior, enero de 1983, pp 73-76.
25. Obstfeld, Maurice. *"Can We Sterilize ? Theory and Evidence"*. En The American Economic Review, May 1982, pp 45-50.
26. Poder Ejecutivo Federal. *"Criterios de política económica para 1988"*. En El Mercado de Valores, NAFINSA, núm. 1, 1 de enero de 1988.
27. Poder Ejecutivo Federal. *"Criterios de política económica para 1989"*. En El Mercado de Valores, NAFINSA, núm. 1, 1 de enero de 1989.
28. Poder Ejecutivo Federal. *"Criterios de política económica para 1990"*. En El Mercado de Valores, NAFINSA, núm. 1, 1 de enero de 1990.
29. Poder Ejecutivo Federal. *"Criterios de política económica para 1991"*. En El Mercado de Valores, NAFINSA, núm. 1, 1 de enero de 1991.
30. Poder Ejecutivo Federal. *"Criterios de política económica para 1992"*. En El Mercado de Valores, NAFINSA, núm. 1, 1 de enero de 1992.
31. Poder Ejecutivo Federal. *"Criterios de política económica para 1993"*. En El Mercado de Valores, NAFINSA, núm. 1, 1 de enero de 1993.
32. Poder Ejecutivo Federal. *"Criterios de política económica para 1994"*. En Economía Informa(Facultad de Economía-UNAM), núm. 225, enero de 1994, pp 4-19.
33. Poder Ejecutivo Federal. *"Balance sexenal"*. Economía Informa(Facultad de Economía-UNAM), núm. 225, enero de 1994, pp 20-29.
34. Poder Ejecutivo Federal. *"Plan nacional de desarrollo: 1983-1988"*. En Comercio Exterior, BNCE, edición especial, junio de 1983.
35. Poder Ejecutivo Federal. *"Plan nacional de desarrollo: 1989-1994"*. En Comercio Exterior, BNCE, edición especial, 1989.
36. Poder Ejecutivo Federal. *"Plan nacional de desarrollo: 1995-2000"*. Edición de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1995, edición especial, 1995.
37. Poder Ejecutivo Federal. *"Pacto de Solidaridad Económica"*. En Comercio Exterior, BNCE, Suplemento al núm. 51, 21 de diciembre de 1987.

38. Poder Ejecutivo Federal. *"Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico"*. En *El Mercado de Valores*, NAFINSA, núm. 1, 1 de enero de 1989, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994.
39. Officer, Lawrence H.. *"The Purchasing-Power-Parity Theory of Exchange Rates: A Review Article"*. En *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. XXXIII, March 1976, pp 1-60.
40. Ros, Jaime. *"Crisis económica y política de estabilización de precios"*. En *Investigación Económica*(Facultad de Economía-UNAM), núm. 168, abril-junio de 1984, pp 257-292.
41. Sánchez Daza, Alfredo. *"Alcances y límites de la estrategia de estabilización en México: una revisión del enfoque adoptado y de sus resultados"*. En *Análisis Económico*, UAM-A, Vol. X, núm. 21, julio-diciembre de 1992, pp 61-87.
42. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *"Carta de intención de México al Fondo Monetario Internacional"*. En *El Mercado de Valores*, NAFINSA, núm. 47, noviembre 22 de 1982, pp 1206-1209.
43. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *"Carta de Intención del gobierno de México al FMI"*. En *El Mercado de Valores*, núm. 2, enero 9 de 1984, pp 25-31.
44. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *"Carta de Intención de México al Fondo Monetario Internacional"*. En *El Mercado de Valores*, NAFINSA, núm. 13, abril 1 de 1985, pp 293-299.
45. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *"Carta de Intención de México al FMI"*. En *El Trimestre Económico*, FCE, Vol. LIII, núm. 212, octubre-diciembre de 1986, pp 926-935.
46. Tobin, James. *"El marco teórico de Milton Friedman"*. En *El Trimestre Económico*, FCE, Vol. XLII, núm. 185, enero-marzo de 1980, pp 219-234.