



# ¿FLEXIBILIDAD CAMBIARIA?

ANÁLISIS DEL COMPORTAMIENTO DE LA POLÍTICA  
CAMBIARIA EN MÉXICO, 1982-2006

TESIS QUE PARA OBTENER  
EL GRADO DE MAESTRO EN ECONOMÍA  
PRESENTA

**AUGUSTO SANTIAGO VÁSQUEZ**

ASESOR:  
**DR. JOSÉ LUIS MARTÍNEZ MARCA**



SAN JUAN DE ARAGÓN, ESTADO DE MÉXICO  
ABRIL DEL 2008



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

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

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

*A mis padres:  
Francisca Vásquez Ramírez  
y profesor Juventino Santiago Martínez,  
in memoriam.*

*A mi hermana:  
profesora Hilda Santiago Vásquez,  
ejemplo de mentora de la niñez mexicana.*

*Para Valeria y Joseph Amir,  
con cariño.*

## ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	9
I. MARCO TEÓRICO-CONCEPTUAL	13
1. Enfoque del mercado de activos	14
2. Enfoque monetario del tipo de cambio	20
3. Tipo de cambio real	25
4. Enfoque del equilibrio de portafolio	28
5. Enfoque monetario de la balanza de pagos	31
II. LA RUPTURA DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES EN MÉXICO, 1982-1987	33
1. La devaluación de 1982	33
2. Impacto de la devaluación de 1982 sobre el comportamiento de la política económica	45
3. Evolución y estructura de la balanza comercial	56
4. Política cambiaria, 1982-1987	75
III. EL TIPO DE CAMBIO Y EL NUEVO MODELO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO, 1988-1994	93
1. Prefijación del tipo de cambio y la reducción de la inflación	93
2. Crecimiento económico y déficit en cuenta corriente	104

3. Política cambiaria, 1988-1994	114
4. Determinantes de la devaluación de 1994	126
IV. CRECIMIENTO ECONÓMICO Y EL PAPEL DEL TIPO DE CAMBIO, 1995-2000	135
1. El abandono del tipo de cambio como ancla nominal de precios	135
2. Liquidez, inflación y tasas de interés	144
3. Estabilidad del tipo de cambio y balanza comercial	152
4. Volatilidad cambiaria y tipo de cambio real	167
5. Régimen cambiario de flotación y política monetaria: 1995	173
6. Política cambiaria, 1996-2000	183
V. EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVA DEL TIPO DE CAMBIO REAL, 2001-2006	199
1. Situación actual del tipo de cambio real	199
2. ¿Por qué la mayor volatilidad del tipo de cambio real?	205
3. Tipo de cambio real y su impacto en la balanza comercial	209
4. Política cambiaria, 2001-2006	217
CONCLUSIONES	225
APÉNDICES	
CUADROS ESTADÍSTICOS	233
GRÁFICAS	247
BIBLIOGRAFÍA	257

# INTRODUCCIÓN

EL ESTUDIO DEL COMPORTAMIENTO DEL tipo de cambio en México es un tema de investigación fascinante. En una breve retrospectiva histórica, permítanme señalar que desde mediados de los años 1920 hasta a principios de la década siguiente, el tipo de cambio fue fijo en términos de oro, pero las monedas de plata fueron el principal medio de intercambio, y fluctuaban respecto al oro. Este sistema ha sido comparado incluso con uno de tipos de cambio flexibles. No obstante, entre 1925 y 1934 el tipo de cambio nominal cambió cada año, y desde principios del régimen cardenista se mantuvo fijo durante siete años.

En efecto, el tipo de cambio en México fue fijo en términos de oro bajo el *patrón oro*. Ahora bien, el patrón oro es un sistema de tipo de cambio fijo porque compromete a la autoridad monetaria con una relación de precio fijo entre la moneda local y el oro. Cito al margen que, entre 1879 y 1933, por ejemplo, en Estados Unidos una onza de oro se podía comprar al gobierno por 18.85 dólares. El patrón oro prevaleció durante la primera *época dorada*, de 1870 a 1914, y hasta su colapso durante la *gran depresión* (1929-1933).

Como se sabe, el acuerdo de Bretton Woods estableció un sistema cambiario fijo entre las naciones miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI). Bajo este acuerdo, los países debían fijar el valor de su moneda en términos del dólar estadounidense y el dólar, a su vez, debía ser convertible en oro al precio fijo de 35 dólares por onza. Este fue el esquema que se adoptó para su aplicación generalizada en la reunión de Bretton Woods (1949), en la cual se creó el FMI. En síntesis, bajo este esquema el dólar de Estados Unidos cumpliría un papel de referencia general

y su valor estaría fijo con respecto al del oro. Por su parte, el resto de las monedas quedarían referidas al dólar.

Sin embargo, la ligazón con el oro era sólo parcial, dado que no se permitía a los ciudadanos estadounidenses la posesión de oro monetario y la Reserva Federal no estaba obligada a convertir dólares en oro para ciudadanos privados. El acuerdo de Bretton Woods se derrumbó en 1971 cuando Nixon suspendió unilateralmente la convertibilidad del dólar en oro (es decir, Estados Unidos no continuaría vendiendo oro automáticamente a gobiernos extranjeros a cambio de dólares) y modificó, también de manera unilateral, la *paridad* (es decir, el tipo de cambio) del dólar respecto de las otras monedas internacionales.

Desde principios de la década de 1950, con la sola interrupción de la crisis de 1954, México tuvo un tipo de cambio nominal fijo durante 25 años. En los 20 años entre 1955 y 1975 —que incluye el periodo que en la historia económica del país se conoce como *desarrollo estabilizador*— el tipo de cambio real se apreció lentamente pero en forma continua. A partir de 1976 el régimen cambiario adoptado por México transitó de una *flotación administrada* (1977-1982) a un régimen de control de cambios total (septiembre-noviembre de 1982), para de aquí pasar a un control de cambios *dual*, a un desliz acelerado y, otra vez, a un régimen de tipo de cambio fijo bajo los llamados *pactos*. A partir de noviembre de 1992 se adoptó un esquema cambiario de bandas con un piso fijo y un techo deslizante. Este último esquema estuvo vigente hasta el 20 de diciembre de 1994.

Por su parte, las monedas principales del mundo industrializado operaron desde 1973 bajo un sistema de tipo de cambio conocido como *flotante manejado* —*managed floating*. No obstante, desde la segunda mitad de la década de 1980 los gobiernos más importantes han intervenido con frecuencia en los mercados cambiarios para mantener sus monedas dentro de bandas informales preestablecidas. Por ejemplo, en Europa, desde 1979, las monedas estuvieron ligadas entre sí por un sistema de tasas estables pero ajustables, que se conoce como Sistema Monetario Europeo —*European Monetary System*.

Para el caso de México, en 1975 la inflación comenzó a ser un problema agudo para el país. En el contexto del *agotamiento* del modelo basado en la industrialización sustitutiva de importaciones, la inflación se incrementó, según una corriente de opinión, debido al excesivo gasto gubernamental y, posteriormente, por causa del aumento en los precios del petróleo. Como resultado de la sobrevaluación, la cuenta corriente se deterioró y la deuda externa se incrementó. De 1974 a 1976, la deuda pública externa se elevó en forma aguda, duplicándose. Parte del incremento de la deuda externa se usó para financiar las fugas de capital. El renglón de errores y omisiones de la balanza de pagos saltó de un valor negativo de 479 millones de

pesos (mdp) en 1974 a otro valor negativo de 2 mil 996 mdp en 1976. Finalmente, incapaz de sostener la moneda contra la fugas de capital, el tipo de cambio se devaluó por primera vez en 1976, desde marzo de 1954, de 12.50 a 19.00 pesos y, en 1977, a 22.60 pesos.

Por lo tanto, por muchos años, por lo menos hasta 1976, México eligió y se apegó a la fórmula de tipo de cambio fijo. A principios de los años 1980, la devaluación y las fugas de capital una vez más se convirtieron en los mayores problemas de México. El tipo de cambio sobrevaluado, junto con el mayor grado de apertura de la economía que resultaron de las exportaciones del petróleo y del crecimiento de la deuda externa, hicieron a la economía vulnerable a los *shocks* externos. El primer *shock* llegó con el aumento en la tasa de interés internacional. El segundo fue la caída en los precios del petróleo en 1981. El déficit de la cuenta corriente explotó hasta alcanzar 12 mil mdp en este año. Un ajuste en la política macroeconómica, particularmente una reducción en el gasto y un realineamiento del tipo de cambio eran imprescindibles. El gobierno optó por implementar otras medidas políticas. El acceso al capital extranjero fue abundante; los préstamos extranjeros se incrementaron. Las expectativas respecto a la sostenibilidad de estas políticas fueron negativas, y las fugas de capital se incrementaron una vez más. La deuda pública externa saltó a 52 mil mdp en 1981. El tipo de cambio del peso respecto al dólar se devaluó, concretándose así la *sexta gran devaluación* del peso mexicano, contabilizado a partir de la *primera gran devaluación* con la reforma monetaria de 1905, bajo el régimen porfirista.

A partir de 1976 el esquema cambiario seguido por México transitaría de una *flotación administrada* (1977-1982) a un régimen de *control de cambios* total (septiembre-noviembre de 1982). Este último año es justamente el punto de partida de este trabajo, en el cual se analiza el comportamiento de la política cambiaria en México, y comprende hasta el año 2006. La hipótesis que se considera es la siguiente: La política de tipo de cambio *flexible* instrumentada en México a partir de 1994 ha sido compatible con la estrategia desinflacionaria y de estabilización del llamado *modelo neoliberal*, pero ha sido ineficiente como instrumento complementario para el logro de un crecimiento económico sostenido a largo plazo, así como para mejorar las condiciones de desequilibrio de la balanza comercial. Por lo que toca al objetivo general, este consiste en establecer si la política cambiaria actual de México, basada en la flotación libre del peso, es totalmente flexible, en términos de que el valor del tipo de cambio se determine por la interacción de la oferta y la demanda de divisas y que, por lo tanto, su precio refleje las condiciones de mercado acordes con los niveles de precios internos y externos.

Para intentar cumplir con estas expectativas, el trabajo se divide en cinco capítulos. En el capítulo primero se abordan las teorías más relevantes sobre el tipo de

cambio. En el capítulo segundo se aborda la ruptura del modelo de sustitución de importaciones durante el periodo 1982-1988. El capítulo tercero trata sobre el tipo de cambio y el nuevo modelo de crecimiento económico en México, delimitado al periodo 1988-1994. El capítulo cuarto versa sobre el crecimiento económico y el papel del tipo de cambio en el periodo 1995-2000. Finalmente, el capítulo quinto discurre sobre la evolución y perspectiva del tipo de cambio real en el periodo 2001-2006. La siguiente sección cierra con las conclusiones. Los cuadros estadísticos y las gráficas se remiten al final bajo el rubro de Apéndice.

## CAPÍTULO I

# MARCO TEÓRICO-CONCEPTUAL

EL OBJETIVO BÁSICO DE ESTE CAPÍTULO CONSISTE en presentar y analizar las diversas teorías existentes más relevantes sobre el tipo de cambio. Antes de ello, naturalmente, es importante entender qué es el tipo de cambio y cómo se determina. Entre otras interrogantes que en principio podríamos plantear destacan las siguientes: 1) ¿Por qué se afirma que el tipo de cambio es el principal vínculo de la economía nacional con el mercado mundial?, y 2) ¿En qué reside la importancia del tipo de cambio y de la política cambiaria en el contexto de la política económica actual? Por supuesto, también es importante comprender cuál es la función que el tipo de cambio desempeña en el comercio internacional, es decir, caracterizar su importancia en el contexto de una economía abierta tanto al comercio internacional como a los flujos internacionales de capital. Para ello, a su vez, es necesario analizar cómo los tipos de cambio permiten comparar los precios de los diferentes bienes y servicios de varios países.

En una revisión de la literatura sobre esta materia, por lo menos he encontrado que destacan los siguientes enfoques: el enfoque del mercado de activos, el enfoque monetario del tipo de cambio, el tipo de cambio real, el enfoque del equilibrio de portafolio (o portafolio balanceado), el enfoque monetario de la balanza de pagos, la teoría de la paridad del poder adquisitivo, la teoría de Fisher y el modelo monetario de precios rígidos de Dornbusch. No obstante, en este apartado nos centraremos en el estudio de los primeros cinco enfoques.

## ENFOQUE DEL MERCADO DE ACTIVOS

En principio, los objetivos de este apartado son entender la función que desempeñan los tipos de cambio en el comercio internacional, y cómo se determinan. Para ello, primero es necesario comprender cómo los tipos de cambio permiten comparar los precios de los diferentes bienes y servicios de varios países. Luego, describir el mercado de activos internacionales en los cuales se intercambian las divisas, para mostrar cómo se determinan los tipos de cambio de equilibrio en el mercado.

El *tipo de cambio* se define simplemente como el precio de una moneda nacional en términos de una moneda extranjera (*v. gr.*, para el caso de México y Estados Unidos, el precio del peso con respecto al dólar). Se considera que el tipo de cambio es uno de los precios más relevantes en una economía abierta, es decir, es un *precio clave*, debido a la influencia que ejerce sobre la balanza de cuenta corriente y en otras variables macroeconómicas. Además, ya que el tipo de cambio se define como el precio de la moneda de un país en términos de la moneda de otro país, entonces el tipo de cambio es también el precio de un activo financiero y, por lo tanto, los principios que se aplican al comportamiento de tales activos pueden considerarse en el estudio del comportamiento del tipo de cambio.

La característica que define a un activo es su propiedad de constituir una forma de riqueza, es decir, es un medio de transferir poder adquisitivo del presente al futuro. Entonces, el precio actual de un activo está directamente relacionado con la cantidad de bienes y servicios que los compradores esperan adquirir en el futuro. Similarmente, el tipo de cambio del peso respecto al dólar está íntimamente vinculado con las expectativas sobre este tipo de cambio en el futuro.<sup>1</sup>

Los agentes económicos (las familias y las empresas) usan los tipos de cambio para convertir los precios expresados en moneda extranjera en los respectivos precios en moneda doméstica. Una vez que los bienes y servicios, tanto domésticos como importados, se expresan en la misma moneda, se obtienen los *precios relativos* que afectan a los flujos del comercio internacional. Si se conoce el tipo de cambio entre las monedas de dos países, se puede expresar el precio de las exportaciones y de las importaciones de un país en términos de la moneda del otro país. La forma para calcular el precio en pesos de un bien expresado en dólares (por ejemplo, de un bien producido en Estados Unidos) consiste simplemente en multiplicar el tipo de cambio

---

<sup>1</sup> El tipo de cambio se puede expresar de dos formas distintas: el precio de la moneda nacional en términos de la moneda extranjera (*v. gr.*,  $x$  unidades de pesos por unidad de dólar,  $\mathcal{Y}$ ) o el precio de la moneda extranjera en términos de la moneda nacional (*v. gr.*,  $\mathcal{Y}$  unidades de dólares por  $x$  unidades de pesos). La primera formulación se dice que es en términos *directos*, y la segunda en términos *indirectos* (Krugman y Obstfeld 1996).

del peso con respecto al dólar por el precio del bien expresado en dólares. A su vez, para calcular el precio en dólares de un bien expresado en pesos (por ejemplo, de un bien producido en México y vendido en Estados Unidos) simplemente multiplicamos el tipo de cambio del dólar con respecto al peso por el precio del bien en pesos.

Ahora bien, las variaciones en el tipo de cambio reciben el nombre de apreciaciones o depreciaciones. Una *depreciación* (o *devaluación*) del peso respecto al dólar es una caída del precio del peso expresado en dólares (o respecto a cualquier otra divisa); implica que se requieren más unidades de pesos para adquirir una unidad de moneda extranjera, o bien, significa que la misma cantidad de pesos adquiere menos de una unidad de moneda extranjera.<sup>2</sup> Una consecuencia importante de la depreciación de la moneda de un país es que abarata los bienes domésticos en el mercado internacional en relación con los bienes extranjeros. Por otra parte, un incremento en el precio del peso en términos de dólares se denomina una *apreciación* (o *revaluación*) del peso respecto al dólar, requiriéndose menos unidades de pesos para adquirir una unidad de moneda extranjera; alternativamente, significa que con la misma cantidad de pesos se adquiere más de una unidad de moneda extranjera. La apreciación de la moneda de un país encarece los bienes domésticos en relación con los bienes extranjeros.

Los precios en dólares de los bienes que México importa (por ejemplo, de Estados Unidos) puede expresarse simplemente mediante la siguiente relación: precio del bien en pesos dividido por el tipo de cambio del peso en relación al dólar. De la misma forma, los precios en pesos de los bienes que México exporta está dado por la relación precio en dólares dividido por el tipo de cambio del dólar respecto al peso.

Por lo tanto, podemos enunciar la siguiente conclusión. Cuando la moneda de un país se deprecia, sus exportaciones se abaratan y sus importaciones se encarecen. En cambio, una apreciación de la moneda doméstica tiene el efecto contrario, encarece las exportaciones y abarata las importaciones.

## TIPOS DE CAMBIO Y PRECIOS RELATIVOS

El siguiente punto que aquí abordaré es cómo se vinculan los tipos de cambio y los precios relativos. Para ello partimos que las demandas de importaciones y exportaciones, como cualquier otra demanda de bienes y servicios, están condicionadas por los *precios relativos*. Es decir, así como los tipos de cambio permiten comparar los

---

<sup>2</sup> Por ejemplo, una variación en el tipo de cambio de 10 a 12 pesos por dólar representa una depreciación del peso frente al dólar del 20 por ciento.

precios internos con los precios externos, expresando ambos precios en una misma unidad monetaria, permiten también establecer el precio relativo de los bienes y servicios, aunque los precios estén expresados en diferentes unidades monetarias. El precio relativo del bien  $y$  respecto al bien  $x$  está dado por la *ratio* precio en pesos del bien  $x$  dividido por el precio en pesos del bien  $y$ .

Por lo tanto, podemos establecer que una depreciación de la moneda nacional de un país reduce el precio relativo de sus exportaciones y aumenta el precio relativo de sus importaciones. Por el contrario, una apreciación de la moneda incrementa el precio relativo de sus exportaciones y reduce el precio relativo de sus importaciones.

El enfoque del mercado de activos postula que los tipos de cambio se determinan por la interacción de los agentes privados (las empresas y las familias) y las instituciones financieras (mediante sus compras y ventas) de moneda extranjera con el fin de poder realizar pagos internacionales.<sup>3</sup>

Naturalmente, un punto importante es entender cómo se fijan los tipos de cambio en el mercado de divisas. Para ello, a su vez, es necesario comprender cómo se determina la demanda de depósitos de divisas de los principales agentes económicos que intervienen en este mercado. En síntesis, la demanda de depósitos bancarios de divisas está condicionada por el valor futuro de los depósitos en moneda extranjera. Estos depósitos, por su parte, dependen de la tasa de interés y de la evolución *esperada* del tipo de cambio.

Adicionalmente, otros conceptos que necesitamos definir son la rentabilidad de activos y la tasa de rentabilidad esperada real. Bajo el supuesto de que las personas prefieren mantener activos que ofrecen las tasas de rentabilidad esperadas reales más elevadas, los factores que determinan la demanda de activos de divisas son la tasa de rentabilidad esperada real, el nivel de riesgo y el grado de liquidez. El nivel de riesgo se concibe como un factor de variabilidad, determinado por la incertidumbre y las expectativas. Por su parte, los agentes que participan en el mercado de divisas requieren cierto tipo de información para comparar las rentabilidades de la demanda de depósitos bancarios, denominados en diferentes monedas. Estos tipos de información son principalmente el tipo de interés y la variación del tipo de cambio (Rivera-Bátiz 1994; Krugman y Obstfeld 1996).

Asimismo, otro concepto que es necesario introducir es la *tasa de depreciación*. Este se define como el incremento porcentual en el tipo de cambio (por ejemplo, del peso respecto al dólar) en un periodo determinado. En resumen, podemos describir

---

<sup>3</sup> Entre los términos más usuales en el enfoque del mercado de activos destacan los siguientes: mercado de divisas, arbitraje, tipos de cambio al contado, tipos de cambio a plazo, *swap* de divisas, mercados de futuros, mercados de opciones, opción de cambio de divisas.

la tasa de rentabilidad de un depósito denominado en dólares expresado en pesos, como la suma del tipo de interés de los dólares y de la tasa de depreciación esperada del peso respecto al dólar. Esta tasa de rentabilidad esperada es la que se compara con el tipo de interés de los depósitos en pesos a un año, en el momento de decidir si son los depósitos en pesos o los depósitos en dólares los que ofrecen una mayor tasa de rentabilidad esperada.

Según el enfoque de activos, el mercado cambiario está en equilibrio cuando todos los depósitos, al margen de su denominación, ofrecen la misma tasa de rentabilidad esperada. La *condición de la paridad de intereses* es la igualdad entre las rentabilidades esperadas de dos depósitos denominados en dos divisas cualesquiera, expresadas en la misma unidad monetaria. Ello implica que los tenedores potenciales de depósitos de divisas consideran todos los depósitos como activos igualmente deseables. Por lo tanto, el mercado de divisas solamente se halla en equilibrio cuando se cumple la condición de paridad de intereses, es decir, cuando no existe ningún exceso de oferta ni exceso de demanda de depósitos. En forma alternativa, el mercado de divisas está en equilibrio cuando ningún depósito se halla en una situación de exceso de oferta o de exceso de demanda; es decir, cuando se igualan todas las tasas de rentabilidad.

Por lo tanto, la *condición de paridad de intereses* postula que las tasas de rentabilidades esperadas son iguales cuando la tasa de rentabilidad de los depósitos en pesos es igual a la tasa de rentabilidad de los depósitos en dólares menos la depreciación esperada del tipo de cambio del peso con respecto al dólar.

Es importante enfatizar que las variaciones del tipo de cambio afectan a las rentabilidades esperadas<sup>4</sup> de dos formas distintas: *a*) un incremento del tipo de cambio actual (*v. gr.*, una depreciación del peso respecto al dólar) *reduce* la rentabilidad esperada de los depósitos en pesos, y *b*) una disminución del tipo de cambio actual (*v. gr.*, una apreciación del peso respecto al dólar) *incrementa* la rentabilidad esperada de los depósitos en pesos.

Enseguida presento un breve apunte teórico acerca de “el tipo de cambio a largo plazo y el nivel de precios”. A largo plazo, los niveles de precios internos desempeñan una función clave, ya que influyen tanto en la determinación de los tipos de interés como en los precios relativos a los cuales se intercambian los bienes de diferentes países. Por lo tanto, comprender la teoría acerca de cómo interactúan los niveles de precios internos con los tipos de cambio es fundamental para captar por qué los tipos de cambio pueden variar ampliamente durante largos periodos de tiempo. De allí que es importante comprender cuáles son las causas económicas de las variaciones del

---

<sup>4</sup> Bajo el supuesto de que los tipos de interés y las expectativas del tipo de cambio futuro permanecen constantes (Krugman y Obstfeld 1996).

tipo de cambio en el largo plazo, considerando: *a)* las interrelaciones entre la política monetaria, la inflación, los tipos de interés y los tipos de cambio, y *b)* otras causas diferentes a la oferta monetaria y a la demanda de dinero, tales como las modificaciones que se producen en los mercados de bienes y servicios.

### LA TEORÍA DE LA PARIDAD DEL PODER ADQUISITIVO

La *ley del precio único* establece que los productos idénticos en diferentes países deben tener el mismo precio, cuando éste se expresa en términos de una misma moneda.<sup>5</sup> Sean  $P^i_{Méx}$  el precio en pesos del bien  $i$  cuando se vende en México,  $E_{\$/U\$}$  el tipo de cambio del peso en relación al dólar y  $P^i_{EU}$  el precio en dólares del bien  $i$  cuando se vende en Estados Unidos, entonces podemos definir la ley del precio único de la forma siguiente:

$$P^i_{Méx.} = (E_{\$/U\$}) (P^i_{EU}) \quad (1)$$

Por lo tanto, el tipo de cambio del peso respecto al dólar es la relación entre el precio de México y el precio estadounidense del bien  $i$ :

$$E_{\$/U\$} = \frac{P^i_{Méx.}}{P^i_{EU}} \quad (2)$$

Por su parte, la teoría de la *paridad del poder adquisitivo* (PPP, por sus siglas en inglés: *purchasing power parity*) postula básicamente que el tipo de cambio entre las monedas de dos países es igual a la relación entre los niveles de precios de esos dos países. Sostiene, además, que el poder adquisitivo de la moneda de un país se refleja en su nivel de precios, es decir, el precio del dinero en términos de una cesta de bienes y servicios que se usa como referencia. Afirma que una disminución del poder adquisitivo de la moneda interna (que se refleja en un incremento en el nivel de precios interno) está asociada a una depreciación equivalente de la moneda del país en el mercado de divisas; *per contra*, un incremento del poder adquisitivo de la moneda interior está asociado a una apreciación proporcional de la moneda. La PPP sostiene que el tipo de cambio del peso en relación al dólar está dado por la siguiente expresión:

---

<sup>5</sup> Los supuestos que forman la base de este concepto consisten en que se trata de mercados competitivos en los que no se consideran los costos del transporte ni existen barreras oficiales al comercio.

$$E_{\$/\$} = \frac{P_{Méx.}}{P_E} \quad (3)$$

Por lo tanto, el precio en pesos de un dólar es simplemente el precio en pesos del producto de México dividido por el precio en dólares del producto, *v. gr.*, de Estados Unidos. Una interpretación alternativa es que la PPP se cumple cuando estos dos precios han de ser iguales:

$$P_{Méx.} = (E_{\$/\$}) (P_{EU}) \quad (4)$$

en donde el miembro derecho de la ecuación expresa el poder adquisitivo de un peso, cuando se cambia por un dólar y se gasta en México.

En conclusión, los niveles de precios de todos los países son iguales cuando se expresan en términos de una misma moneda. A los tipos de cambio vigentes, el poder adquisitivo interno y externo de una moneda siempre es el mismo. En este punto es preciso hacer una clarificación respecto a la relación entre la PPP y la ley del precio único. La diferencia entre la PPP y la ley del precio único, consiste en que la ley del precio único se refiere a productos individuales, mientras que la PPP considera el nivel general de precios, el cual pondera el conjunto de precios de los bienes que forman parte de la cesta de referencia.

Si la ley del precio único se cumple para todos los bienes, la PPP debe cumplirse automáticamente, siempre que la cesta de referencia usada para calcular los niveles de precios de los distintos países sea la misma. Cuando los bienes y servicios de un país son más caros que en los otros países, la demanda de su moneda y de sus bienes disminuye —lo que da lugar a una depreciación—, haciendo que el tipo de cambio y el nivel de precios vuelvan de nuevo al nivel de la PPP. Análogamente, si los bienes de un país son relativamente más baratos, ello conduce a una apreciación de la moneda y a una inflación del índice de precios. Es decir, la PPP afirma que aun cuando la ley del precio único no se cumpla, las fuerzas económicas igualarán con el tiempo el poder adquisitivo de una moneda con el de las demás divisas.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Abundando un poco más en la teoría de la paridad del poder adquisitivo, tal vez no sea teóricamente ocioso distinguir los dos niveles de la PPP: la PPP absoluta y la PPP relativa. Conforme a la PPP absoluta, el tipo de cambio es igual a los niveles de precios relativos; es un principio que se basa en niveles de precios y tipos de cambio. En cambio, para la PPP relativa la variación porcentual entre el tipo de cambio entre dos divisas es igual a la diferencia entre las variaciones porcentuales en los índices de precios domésticos; es un principio que se basa en las *variaciones* porcentuales en los *niveles* de precios y de los tipos de cambio; asimismo, postula que los precios y los tipos de cambio varían en una proporción que mantiene constante el poder adquisitivo de la moneda nacional de cada país en relación con el de las otras divisas (Krugman y Obstfeld 1996).

## ENFOQUE MONETARIO DEL TIPO DE CAMBIO

Ahora se pretende explicar cómo el tipo de cambio y los factores monetarios interactúan a largo plazo, y de combinar la teoría de la PPP con el esquema de la demanda de dinero y la oferta monetaria. Al *enfoque monetario* del tipo de cambio se le conoce con este nombre porque los factores que *no* influyen en la oferta monetaria o en la demanda de dinero no tienen una función explícita. Es una teoría a *largo plazo* porque asume que los precios son perfectamente flexibles (tanto en el mercado de bienes como en el mercado de factores) para mantener el pleno empleo y la PPP.

El supuesto básico sobre el que se funda este enfoque es que a largo plazo el mercado de divisas fija un tipo de cambio tal que la PPP se cumple. Es decir, la ecuación fundamental se cumple cuando no hay “rigideces de mercado” que evitan que el tipo de cambio y otros precios se ajusten de forma inmediata a los niveles consistentes con el pleno empleo.

La ecuación fundamental del enfoque monetario se representa mediante la siguiente ecuación:

$$E_{\$/US} = \frac{P_{Méx.}}{P_E} \quad (5)$$

Luego, si la condición de equilibrio en el mercado monetario se describe por la ecuación:

$$\frac{M^s}{P} = L(R, Y) \quad (6)$$

en donde, dados el nivel de precios y el producto en el corto plazo, esta condición determina la tasa de interés y, por otra parte, si el nivel de precios está dado por la relación entre la oferta monetaria y la demanda de dinero,

$$P = \frac{M^s}{L^d(R, Y)} \quad (7)$$

la cual muestra cómo el nivel de precios depende del nivel de producto, de la oferta monetaria y de la tasa de interés, entonces, con base en ambas expresiones, podemos explicar los niveles de precios internos en términos de la demanda de dinero y de la oferta monetaria domésticas. En consecuencia, para el caso de México, tenemos:

$$P_{Méx.} = \frac{M_{Méx.}^s}{L^d(R_{\$, Y_{Méx.}})} \quad (8)$$

Por lo tanto, el nivel de precios de México está dado por la oferta monetaria de México dividida por su demanda monetaria real, la cual a su vez es una función de la tasa de interés y del nivel del producto.

Por otra parte, en forma análoga, el nivel de precios de Estados Unidos está dado por la oferta monetaria de ése país dividido por su demanda monetaria real:

$$P_E = \frac{M_E^s}{L^d(R_{US}, Y_E)} \quad (9)$$

En consecuencia, el enfoque monetario del tipo de cambio hace la predicción general de que el tipo de cambio, *v. gr.*, el precio relativo de la moneda doméstica y la moneda de Estados Unidos, está completamente determinado a largo plazo por las ofertas relativas de esas monedas y sus demandas reales relativas, y que los desplazamientos en la tasa de interés y en el nivel de producto afectan al tipo de cambio sólo mediante su influencia sobre la demanda monetaria.

En forma esquemática, las predicciones del enfoque monetario sobre los efectos a largo plazo sobre la oferta monetaria, la tasa de interés y los niveles de ingreso se pueden agrupar sintéticamente en tres grandes categorías:

1. *Oferta monetaria.* Un incremento permanente en la oferta monetaria de México da lugar a un incremento proporcional en el nivel de precios de México. Bajo la PPP, el tipo de cambio aumenta a largo plazo en proporción al incremento en la oferta monetaria de México y, como consecuencia, se origina una *depreciación* proporcional a largo plazo del peso frente al dólar.
2. *Tipos de interés.* Un aumento en el tipo de interés, sobre los activos denominados en pesos, reduce la demanda monetaria real. El nivel de precios a largo plazo aumenta. Bajo la PPP, origina una depreciación del peso frente al dólar en proporción a este incremento del nivel de precios.
3. *Niveles de producción.* Un aumento de la producción eleva la demanda monetaria real, y conduce a un descenso en el nivel de precios a largo plazo. En consecuencia, se da una apreciación del peso frente al dólar.

Una crítica clave que se hace al enfoque monetario es el supuesto poco realista de que los niveles de precios se ajustan rápidamente. Por ejemplo, un aumento en el producto real de México provoca que la demanda de saldos reales para transacciones también aumente. Según el enfoque monetario, el nivel de precios disminuye *inmediatamente* para que el mercado se equilibre mediante un incremento en la oferta de saldos reales. La PPP implica que esta deflación instantánea de los precios viene acompañada por una apreciación del peso en el mercado de divisas.

Un resultado del enfoque monetario es que el valor del tipo de cambio de la

moneda de un país varía a largo plazo en proporción a su oferta monetaria. Esto nos lleva a analizar cómo la política monetaria y el tipo de interés están relacionados en el largo plazo; concretamente a analizar los efectos a largo plazo de una política que permita un aumento sostenido de la oferta monetaria. Así, un aumento continuo de la oferta monetaria supone igualmente un aumento continuo en el nivel de precios (“inflación recurrente”). Las empresas y los trabajadores ajustarán sus precios y salarios para mantener sus ingresos reales constantes. Dado que el producto de pleno empleo depende de la oferta de los diferentes factores productivos, la oferta de factores y el producto no son afectados a largo plazo por la elección de las diferentes tasas de crecimiento sostenido de la oferta monetaria. Entonces, el crecimiento de la oferta monetaria a una tasa constante acaba generando una inflación recurrente en el nivel de precios equivalente a dicha tasa, pero las variaciones en la tasa de inflación a largo plazo no afectan al nivel de producto de pleno empleo ni a los precios relativos a largo plazo.

Sin embargo, la tasa de interés no es independiente de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria a largo plazo. Aunque el tipo de interés a largo plazo no depende del nivel absoluto de la oferta monetaria, un crecimiento sostenido de la oferta monetaria acabará afectando al tipo de interés. Para ver cómo un incremento permanente de la inflación afecta al tipo de interés a largo plazo, se combina la PPP con la condición de paridad de intereses. Por ejemplo, la condición de la paridad de intereses entre los activos pesos y dólar muestra la diferencia entre las tasas de rentabilidad esperadas, o bien, dicho de otra forma, la tasa de interés de los activos en pesos es igual a la tasa de interés de los activos en dólares más la tasa de depreciación esperada del tipo de cambio del peso con respecto al dólar, lo cual se conoce como “condición de igualdad de las tasas de rentabilidad esperadas” (Krugman y Obstfeld 1996).

¿Cómo esta condición de la paridad de intereses, que debe cumplirse tanto en el corto como en el largo plazo, encaja con la condición la de la PPP? Dado que el cambio porcentual en el tipo de cambio del peso respecto al dólar (*v. gr.*, a lo largo del próximo año) será igual a la diferencia entre las tasas de inflación, y los agentes económicos “comprenden” esta relación, entonces *esperan* que el porcentaje de variación del tipo de cambio sea igual a la diferencia entre las inflaciones de los dos países.

Podemos establecer, por lo tanto, la siguiente conclusión. Si los agentes económicos esperan que se cumpla la PPP relativa, la diferencia entre los tipos de interés ofrecidos por los depósitos en pesos y en dólares será igual a la diferencia entre las tasas de inflación esperadas, a lo largo del horizonte temporal relevante, en México y en Estados Unidos. Por otra parte, si se espera que la depreciación de la divisa (*v. gr.*, del peso) compense el diferencial internacional de inflación, la diferencia entre los tipos de interés debe coincidir con el diferencial de inflación esperada. De esta forma,

las predicciones del enfoque monetario respecto de que las tasas de interés afectan a los tipos de cambio expresa la relación a largo plazo entre la inflación recurrente y las propias tasas de interés.

## EL EFECTO FISHER

Se denomina *efecto Fisher* a la relación a largo plazo entre la inflación y los tipos de interés. El *efecto Fisher* establece que un aumento en la tasa de inflación esperada en un país origina en el largo plazo un incremento en los tipos de interés que ofrecen los depósitos denominados en su moneda (Fisher 1930). Similarmente, una disminución en la tasa de inflación dará lugar a una reducción de los tipos de interés.

En forma esquemática, podemos sintetizar el efecto Fisher en los cuatro puntos básicos siguientes:

1. Las variaciones de la tasa de interés (digamos, de México) no alteran la *tasa de rentabilidad real*, v. gr., de los depósitos en pesos, expresada en términos de bienes y servicios de México.
2. A largo plazo, las variaciones monetarias no deben tener ningún efecto en los precios relativos de un país.
3. El efecto Fisher está detrás de “la paradoja del enfoque monetario”: una moneda se deprecia cuando su tipo de interés aumenta en relación a los tipos de interés de otras divisas.
4. Un incremento en la diferencia entre los tipos de interés interno y externo sólo se produce cuando la inflación interna esperada aumenta en relación a la inflación externa esperada —supuesto de largo plazo y de flexibilidad de precios. El nivel de precios disminuye en forma inmediata y hace innecesaria una variación del tipo de interés.

## LA PPP Y LA LEY DEL PRECIO ÚNICO: EVIDENCIA EMPÍRICA

En esta parte presento algunos comentarios respecto a si la teoría de la PPP explica los datos reales de los tipos de cambio y de los niveles de precios domésticos. En general, diversos autores coinciden en afirmar que los resultados son pobres para explicar

los hechos. Sin embargo, coinciden en que la PPP constituye una “piedra angular” de los modelos de tipo de cambio más realistas que el del enfoque monetario. Más aún, el fracaso empírico de la PPP aporta importantes indicios acerca de cómo deben construirse tales modelos.

Para verificar la PPP absoluta el procedimiento es el siguiente. Se comparan los precios internacionales de una cesta amplia de productos que sirve de referencia, ajustando las diferencias de los productos supuestamente idénticos en diferentes países. Diversos autores coinciden en que normalmente se llega a la conclusión de que la PPP absoluta no se cumple: los precios de las cestas con productos idénticos, cuando se convierten a una sola moneda, difieren en forma importante en los diferentes países. Además, incluso la ley del precio único no se cumple.

Por su parte, la PPP relativa algunas veces ofrece una interpretación razonable de los datos, pero normalmente también lo hace en forma pobre. La PPP relativa se cumpliría si el aumento porcentual del tipo de cambio del peso respecto al dólar, por ejemplo, fuera muy similar al incremento porcentual del nivel de precios relativo de México respecto al nivel de precios de Estados Unidos. Esta teoría parece tener una utilidad limitada, incluso como explicación de las variaciones del tipo de cambio a largo plazo.

Para finalizar este apartado, enuncio algunas causas de los resultados empíricos negativos para la construcción racional de la PPP de los tipos de cambio que, a su vez, se basa en la ley del precio único. En primer lugar, en realidad existen los costos de transporte y las restricciones al comercio (por ejemplo, aranceles), los cuales relajan los estrechos vínculos entre los tipos de cambio y los precios de los bienes que implica la ley del precio único. Cuanto mayor sean los costos de transporte, más amplio será el rango en que podrá moverse el tipo de cambio, dados los precios de los bienes en diferentes países. Las barreras al comercio, por lo tanto, debilita la base en la cual se sostiene la PPP, ya que permite que el poder adquisitivo de una divisa determinada difiera cada vez más de un país a otro.

En segundo lugar, en todos los países existen bienes y servicios *no comerciables*, cuyos precios no están relacionados a nivel internacional. Los desplazamientos de las curvas de oferta y demanda domésticas pueden hacer que el precio de una amplia cesta de productos de referencia se modifique en relación al precio de la misma cesta en el extranjero. En los países en los que aumenten los precios de los bienes no comerciables, el poder adquisitivo de su divisa disminuirá. Asimismo, es importante destacar la existencia de estructuras de mercado de competencia imperfecta (“desviaciones” de la libre competencia, como el monopolio, el oligopolio y la competencia monopólica), así como prácticas de discriminación de precios (de diversos grados), diferenciación del producto y mercados segmentados.

Finalmente, los datos sobre la inflación en diferentes países se basan en distintas cestas de productos. Entonces, no hay razón alguna para que las variaciones de los tipos de cambio compensen las diferencias en las mediciones oficiales de la inflación. Adicionalmente, una razón de las diferencias en las estimaciones del nivel de precios es que el público de los diferentes países gasta sus ingresos de forma diferente.

Es importante considerar también que las desviaciones de la PPP son mayores a corto plazo que a largo plazo porque muchos precios son rígidos y necesitan tiempo para ajustarse totalmente. Una depreciación abrupta de la moneda doméstica respecto a las divisas extranjeras, por ejemplo, abarata los bienes internos en relación a los bienes producidos en el extranjero. Como los consumidores de otros países trasladan su demanda hacia estos bienes, los precios tenderán a aumentar, y reducirá la divergencia respecto a la ley del precio único producido por la depreciación de la moneda nacional. Estas consideraciones nos llevan, por lo tanto, al análisis del importante concepto de tipo de cambio real.

## TIPO DE CAMBIO REAL

No obstante que la PPP no se confirma por los datos, su idea básica de relacionar a largo plazo los tipos de cambio con los niveles de precios supone un punto de partida teórico útil. Ahora se pretende abordar un modelo de la determinación del tipo de cambio a largo plazo que explique en forma más completa cómo se comportan los tipos de cambio. El objetivo es comprender cómo se comportan los tipos de cambio a largo plazo.<sup>7</sup> Teniendo presente que el argumento más importante de la PPP es que el tipo de cambio real “nunca varía”, o al menos nunca lo hace de forma permanente, el objetivo específico es analizar cuáles son las fuerzas que pueden causar variaciones importantes y permanentes en el tipo de cambio real.

Para ello, en principio procedemos a definir el tipo de cambio real en los términos en que está asentado en la literatura de la materia (entre otros: Dornbusch 1988; Edwards 1990; Helmers 1988; Krugman y Obstfeld 1996; Sachs y Larraín 1994). Sean:  $P_{Mex}$  el nivel de precios de México, que es una ponderación de los bienes producidos y consumidos en México,<sup>8</sup> y  $P_E$  el nivel de precios de Estados Unidos, esto es, una ponderación de los bienes producidos y consumidos en ese país.

---

<sup>7</sup> Para ello, en el análisis se prescinde del supuesto de la rigidez de precios a corto plazo.

<sup>8</sup> Es decir, es el precio en pesos de una cesta de bienes que no varía y que contiene, por ejemplo, las compras mensuales típicas de los particulares y las empresas residentes en México.

Entonces, el *tipo de cambio real*, denotado por  $Q_{\$/US}$ , es el precio en pesos de la cesta de bienes de México en relación a la de Estados Unidos (o en general, respecto a cualquier otro país). Simbólicamente,

$$Q_{\$/US} = E_{\$/US} \frac{P_E}{P_{Méx.}} \quad (10)$$

Una *depreciación real* (un aumento de  $Q_{\$/US}$ ) implica una variación del poder adquisitivo, por ejemplo, en el sentido de que el precio relativo de los productos comprados en Estados Unidos aumentan. Es decir, los precios en pesos de los productos de éste país ( $E_{\$/US} P_E$ ) aumentan en relación a los precios en pesos de los productos de México ( $P_{Méx.}$ ). Como consecuencia, disminuye el poder adquisitivo del peso en Estados Unidos en relación a su poder adquisitivo en México, por lo que los bienes y servicios de México se hacen más baratos en relación a los de Estados Unidos.

Por el contrario, una *apreciación real* (una disminución de  $Q_{\$/US}$ ), o sea, una variación del poder adquisitivo, implica una caída en el precio relativo de los productos comprados en Estados Unidos; es decir, los precios en pesos de los productos de éste país ( $E_{\$/US} P_E$ ) disminuyen en relación a los precios en pesos de los productos de México ( $P_{Méx.}$ ). Como consecuencia, aumenta el poder adquisitivo del peso en aquel país en relación a su poder adquisitivo en México, por lo que los bienes y servicios de México se encarecen en relación a los de dicho país.<sup>9</sup>

Abro aquí un breve paréntesis para hacer una digresión sobre cómo se vinculan el crecimiento de la productividad y el tipo de cambio real (por ejemplo, del peso respecto al dólar). Un incremento de la productividad en los bienes comerciables de México provocará una apreciación real de la moneda del país, es decir, un aumento relativo del nivel de precios interno. Este enunciado se deduce de la proposición de que los niveles de precios tienden a crecer con el ingreso *per cápita* (tesis de Balassa-Samuelson). Unos factores con mayor productividad en los comerciables inducen a los factores trabajo y capital a dejar el sector de los no comerciables, reduciendo la oferta de los mismos y elevando de este modo su precio relativo. Sin embargo, si la mayor oferta de los comerciables nacionales no se traduce en una importante disminución de la relación de intercambio, la *ratio* entre el nivel de precios interno respecto al externo también aumentará.<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Podemos observar aquí una diferencia clave con respecto a la PPP. Cuando se cumple la PPP, el tipo de cambio real no puede variar, ya que bajo la PPP relativa, por ejemplo, un aumento del tipo de cambio del peso respecto al dólar quedaría compensado por una disminución de la relación de precios (los precios expresados en pesos con respecto a los precios expresados en dólares).

<sup>10</sup> A este respecto, sería interesante la idea de hacer un estudio empírico sobre el tipo de cambio real del peso en relación al dólar, usando datos del sector industrial de ambos países para calcular el crecimiento de la productividad en el factor trabajo en ambos tipos de bienes, durante un periodo determinado. Si, por ejemplo, el

Los valores de los tipos de cambio reales a largo plazo, al igual que otros precios relativos que equilibran los mercados, dependen de las condiciones de la oferta y la demanda. Las variaciones del tipo de cambio real son un reflejo de la evolución de los precios relativos de las cestas de gasto, por ejemplo, de dos países. Por lo tanto, las condiciones económicas de los dos países son importantes. Enseguida presento dos casos específicos de las variaciones en el mercado de productos para explicar los valores del tipo de cambio real a *largo plazo*:

1. Un cambio (un aumento) en la demanda relativa mundial de los bienes producidos en México produce un exceso de demanda al tipo de cambio previo. Como consecuencia, se elevan los precios relativos de los productos de México, lo cual trae consigo una elevación de los precios relativos de los no comerciables, y de los comerciables producidos y consumidos en México. El efecto resultante es una caída del tipo de cambio real.
2. Una variación en la oferta de producto relativa de México (por ejemplo, un aumento de la eficiencia productiva) provoca un aumento de la oferta de los bienes y servicios de México. Como consecuencia, implica un exceso de oferta relativa que produce una disminución de los precios relativos de los productos comerciables y no comerciables de México, con el consiguiente desplazamiento de la demanda mundial hacia México que elimina el exceso de oferta. El efecto resultante es un aumento del tipo de cambio real.

Una conclusión central aquí es que las variaciones en la oferta y en la demanda de dinero nacionales conducen, en el largo plazo, a variaciones proporcionales tanto en los tipos de cambio nominales como en los niveles de precios, tal como sostiene la PPP. Sin embargo, los desplazamientos de las demandas y ofertas en los mercados domésticos de productos producen variaciones en los tipos de cambio que *no* se ajustan a la PPP.

Por otra parte, teniendo presente que el tipo de cambio real está dado por la siguiente expresión:

$$Q_{\$/US} = E_{\$/US} \frac{P_E}{P_{M\acute{e}x.}} \quad (11)$$

---

crecimiento de la productividad aumenta más en los comerciables, el precio de los no comerciables en términos de los comerciables debe aumentar en ambos países. Si los precios relativos de los no comerciables (para el caso de México, por ejemplo), no varían en forma importante en el largo plazo, se esperaría que este comportamiento tendencial de los precios relativos internos de los dos países diese lugar a una apreciación real del peso en relación al dólar. Gráficamente, en el eje vertical se representaría el índice real peso/dólar (tipo de cambio real) y en el eje horizontal  $t$  el periodo considerado.

luego, si se expresa el tipo de cambio nominal en términos del tipo de cambio real y del cociente de los niveles de precios, es decir,

$$E_{\$/US} = Q_{\$/US} \frac{P_{M\acute{e}x.}}{P_E}, \quad (12)$$

y considerando que el tipo de cambio nominal está dado por la ecuación:

$$E_{\$/US} = \frac{P_{M\acute{e}x.}}{P_E}, \quad (13)$$

entonces, formalmente, la única diferencia entre las ecuaciones (12) y (13), en la que se basa el modelo del enfoque monetario del tipo de cambio, consiste en que la primera tiene en cuenta las posibles desviaciones de la PPP, añadiendo el tipo de cambio real como un determinante adicional del tipo de cambio nominal. Por lo tanto, la ecuación (12) establece que, para un tipo de cambio real dado, por ejemplo, del peso con respecto al dólar, las variaciones en la demanda de dinero o en la oferta de dinero, en México o en Estados Unidos, afecta al tipo de cambio nominal del peso en relación al dólar a largo plazo, al igual que en el enfoque monetario. Sin embargo, las variaciones del tipo de cambio real a largo plazo también afectan al tipo de cambio nominal a largo plazo. La teoría de la determinación del tipo de cambio a largo plazo, implicada en la ecuación (12), incluye así los elementos válidos del enfoque monetario, pero lo corrige al considerar los factores no monetarios que pueden producir desviaciones prolongadas de la PPP.

### ENFOQUE DEL EQUILIBRIO DE PORTAFOLIO

Al estudiar las relaciones entre los tipos de cambio y el equilibrio en el mercado de dinero, el *enfoque monetario* asume que los bonos internos y externos son sustitutos perfectos y, por lo tanto, que se intercambian libremente en los portafolios de inversión. Sin embargo, hay razones del por qué los activos internos y extranjeros no son sustitutos perfectos: las diferencias en la liquidez, las leyes de impuestos, el riesgo, los riesgos políticos y los riesgos de cambio. El enfoque del equilibrio de portafolio del tipo de cambio se centra en examinar el caso en el cual los riesgos de cambio hacen sustitutos imperfectos a los bonos internos y extranjeros. El *riesgo en el cambio* es el riesgo particular asociado con las inversiones en activos denominados en moneda extranjera relativos a las inversiones en activos denominados en moneda nacional. Los inversionistas aversos al riesgo generalmente diversificarán los activos internaciona-

les que mantienen. La diversificación evita —como reza el dicho popular— “poner todos los huevos en la misma canasta” y reduce los riesgos de mantener un sólo tipo de activos. La diversificación internacional del portafolio implica gravar el efecto de las inversiones extranjeras descubiertas en el riesgo de los portafolios de los inversionistas. Si, por ejemplo, sumando las inversiones extranjeras descubiertas resulta un incremento en el riesgo total de los portafolios, los inversionistas serán compensados por los efectos del riesgo incrementado. Es decir, los inversionistas aversos al riesgo requerirán un *premio al riesgo* de cambio para compensarlos por el riesgo incrementado de sus empresas descubiertas. Similarmente, si los inversionistas están manteniendo riesgos altos, los portafolios de activos denominados en moneda local y las inversiones extranjeras descubiertas reducen el total de los riesgos de portafolios; luego, los activos denominados en moneda extranjera estarán asociados con un premio negativo al riesgo (un descuento). Entonces, los inversionistas estarán dispuestos a pagar una cierta cantidad para obtener el menor riesgo de portafolio.

Un premio (o descuento) al riesgo de cambio influye profundamente en el equilibrio financiero internacional y en la determinación de las tasas de interés interna y externa. La existencia de un premio al riesgo de cambio implica que la condición de la paridad del interés descubierta será modificada así:

$$i = i^* + x - R, \quad (14)$$

donde  $R$  representa el premio al riesgo o el descuento por la adición de inversiones extranjeras para los portafolios de activos. Este premio al cambio extranjero es positivo si las inversiones extranjeras incrementan el riesgo de portafolio de los inversionistas. En este caso, la tasa extranjera de retorno, representada por la tasa de interés extranjera,  $i^*$ , más la depreciación esperada de la moneda local,  $x$ , excede la tasa de interés interna para compensar a los inversionistas por tomar el riesgo incrementado. Similarmente, si el premio al riesgo es negativo, las inversiones extranjeras reducen el riesgo de portafolio y la tasa de interés interna excederá la tasa extranjera de retorno,  $(i^* + x)$ , para compensar el menor riesgo relativo de los activos denominados en moneda local.

Según el enfoque del equilibrio de portafolio, cambios en el riesgo al cambio de divisas influirán en los diferenciales de las tasas de interés interna y externa, en la demanda relativa de activos y, consecuentemente, en el tipo de cambio. Entonces, resulta importante indicar cuáles son los factores que afectan el premio al riesgo del tipo de cambio. Un factor crucial es la variabilidad relativa de los rendimientos reales de las inversiones internas *vis-a-vis* las inversiones extranjeras. Manteniendo sin cambio los demás factores, si los rendimientos extranjeros reales llegan a ser menos

variables relativamente a los rendimientos reales domésticos, el premio al riesgo tenderá a declinar. Si los rendimientos reales llegan a ser relativamente más variables, el premio al riesgo se incrementará.

Como un ejemplo, considérese el caso de una apreciación del peso (por ejemplo, respecto al dólar de Estados Unidos). Esto disminuye la variabilidad del rendimiento real en activos denominados en pesos respecto a los activos denominados en dólares. Pero considerando que los inversionistas buscan minimizar los riesgos, trae el siguiente efecto diversificación del portafolio hacia el peso: desean incrementar la proporción de activos denominados en pesos en sus portafolios. Esto, a su vez, da lugar a flujos de capital: aumenta la demanda de pesos respecto al dólar, provocando la apreciación del peso.

Una segunda fuente de cambios en el premio al riesgo son las ofertas netas relativas de bonos domésticos y extranjeros. Supongamos, por ejemplo, que debido a la variabilidad relativamente grande de los rendimientos reales, los bonos extranjeros tienen un premio al riesgo positivo. En esta situación, un incremento en la oferta neta de bonos extranjeros relativa a los bonos domésticos significa que los inversionistas tendrán que ser compensados para mantener la mayor oferta de bonos extranjeros; esta compensación requerirá un premio al riesgo más grande. Los cambios en la oferta de bonos influyen en el premio al riesgo, e implican cambios en la oferta neta relativa de bonos en el mercado. Una oferta adicional de bonos gubernamentales podría aumentar el premio al riesgo. Esto tiene implicaciones cruciales para el impacto del financiamiento gubernamental en la economía y, en particular, en el tipo de cambio. Supongamos, por ejemplo, que un déficit creciente del presupuesto ha forzado a las autoridades extranjeras a pedir prestado en el mercado emitiendo bonos gubernamentales denominados en moneda extranjera. El aumento resultante en la oferta neta relativa de bonos extranjeros incrementa el premio al riesgo del cambio de divisas y, por lo tanto, induce a la tasa de interés extranjera a aumentar relativamente en relación a la tasa de interés doméstica. Sin embargo, ocurre una apreciación de la moneda doméstica. Pero, desde la perspectiva del riesgo de cambio, lo abultado del déficit presupuestal doméstico, financiado por un incremento en los préstamos, tenderá a dirigir a una depreciación de la moneda doméstica.

Una tercera forma por el cual el premio al riesgo puede ser influido es mediante los cambios en la riqueza relativa. En general, asumiendo que una fracción grande de riqueza doméstica es mantenida en activos domésticos (relativa a los activos extranjeros), un incremento en la riqueza doméstica respecto a la riqueza extranjera elevará la demanda de valores domésticos respecto a los valores extranjeros. Ello también incrementará el premio al riesgo requerido por los inversionistas para mantener valores extranjeros. Similarmente, un incremento en la riqueza extranjera respecto a la

riqueza doméstica resultará en una disminución del premio al riesgo de cambio. La implicación es que el aumento (o disminución) de la riqueza doméstica relativa a la riqueza extranjera estará asociada con una apreciación (o depreciación) de la moneda doméstica (Rivera-Bátiz 1994).

### ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS

Los orígenes intelectuales de este enfoque se remontan a los escritos de David Hume sobre moneda. Sin embargo, en su forma moderna se desarrolló en los años 1950 y 1960 con el trabajo de los economistas ligados al Fondo Monetario Internacional (FMI), la Universidad de Chicago y la Escuela de Economía de Londres. Sus fuentes incluyen los escritos originales de Robert Mundell, Harry Johnson y J. J. Polack. En la siguiente generación sus “proponentes” incluyeron a Rudiger Dornbusch, Jacob Frenkel, Arthut B. Laffer y Michael Mussa, entre muchos otros.

En lo que sigue trataré de esbozar sintéticamente la esencia del enfoque monetario de la balanza de pagos. Este enfoque enfatiza que la balanza de pagos involucra esencialmente fenómenos monetarios. Primero, no consideró que la balanza de pagos es sólo un fenómeno monetario; sí consideró que el dinero juega un papel vital (es esencial) para comprender la balanza de pagos. El enfoque no niega la importancia de factores no monetarios (tales como los cambios en la productividad, las tarifas, el gasto público y los impuestos) en la balanza de pagos. Enfatiza los vínculos entre estos aspectos y el mercado de dinero (la demanda y la oferta de dinero, por ejemplo).

Una segunda interpretación al parecer errónea del enfoque monetario es que implica un punto de vista *monetarista* de la economía. La confusión probablemente surge porque muchos de los desarrollos del enfoque han sido asociados íntimamente con los centros monetaristas, tales como la Universidad de Chicago, o influenciados fuertemente por el pensamiento monetarista. Por lo tanto, su identificación con el monetarismo es una identificación engañosa y, estrictamente hablando, incorrecta (Rivera-Bátiz 1994). Como se estableció, el enfoque monetario enfatiza las consideraciones monetarias en el estudio de las economías abiertas y la balanza de pagos. También pone atención especial al comportamiento de la economía abierta en el tiempo, particularmente a los mecanismos de ajuste monetario involucrados. Ambos, en principio y en la práctica, pueden ser incorporados en las diversas teorías de la economía: monetarista, keynesiana, economía del lado de la oferta, entre otras. Entonces, el enfoque monetario *no* es una teoría: como su nombre claramente indica,

es un enfoque general para la balanza de pagos —una forma de ver a la balanza de pagos. Es consistente con una variedad de “ambientes” económicos, incluyendo la inflación y la recesión, el desempleo y el pleno empleo, la *estanflación*, y así sucesivamente. Es también relevante para los problemas que en los mercados mundiales enfrentan tanto un país pequeño como un país grande.

Hay una confusión particular acerca de las implicaciones políticas del enfoque monetario: se cree que sus “proponentes” piensan que “sólo el dinero es importante para la política de la balanza de pagos”. Esta es, otra vez, una interpretación errónea (Rivera-Bátiz 1994). Como Frenkel y Johnson (1976) establecieron en su colección clásica de *papers*:

El enfoque monetario de la balanza de pagos no afirma que la mala administración monetaria es la única causa —como tampoco que el cambio de la política monetaria es la única cura posible— de los problemas de la balanza de pagos; sugiere, sin embargo, que los procesos monetarios traerán una cura de alguna clase —no necesariamente muy atractiva— a no ser que sea frustrada por una acción política monetaria deliberada, y que las políticas que omiten, descuidan o agravan las implicaciones de los déficit y los superávit no serán exitosas en sus objetivos declarados.

El enfoque enfatiza el papel importante que todas las políticas gubernamentales tienen en la economía, especialmente en la balanza de pagos. Así, se estandariza el análisis cuidadoso del sector gubernamental, incluyendo tanto las funciones presupuestarias como las funciones del banco central.

## CAPÍTULO II

# LA RUPTURA DEL MODELO DE SUSTITUCIÓN DE IMPORTACIONES EN MÉXICO, 1982-1988

### LA DEVALUACIÓN DE 1982

DURANTE EL PERIODO 1977-1980, LA EVOLUCIÓN de la economía internacional fue favorable para el crecimiento económico de México. Una de las razones de ello es que los términos de intercambio de nuestro país mejoraron en dicho periodo. Además, esta situación coyuntural favorable de los mercados internacionales coincidió con el *boom* de la exportación del petróleo y sus derivados. Por lo tanto, la conjugación de estos dos factores —es decir, la tendencia favorable en los términos de intercambio del comercio exterior y el acelerado desarrollo de la exportación petrolera—<sup>1</sup> propiciaron que México se convirtiera en uno de los mejores sujetos de crédito en los mercados internacionales de capital.

En efecto, durante el periodo 1979-1981 el Producto Interno Bruto (PIB) tuvo un crecimiento real superior al 8 por ciento anual y la demanda agregada mostró

---

<sup>1</sup> En este periodo, la producción de petróleo creció tres veces, mientras que la de gas natural y refinados casi se duplicó. En consecuencia, las exportaciones de hidrocarburos se incrementaron fuertemente: de 1,000 a 14 mil millones de dólares en este periodo (IABM 1977-1980).

igualmente un gran dinamismo (10.2 por ciento), la inversión fija bruta y las exportaciones totales crecieron en términos reales en 33 y 17 por ciento, respectivamente. Este crecimiento económico acelerado estuvo acompañado por el desequilibrio comercial manufacturero que en el periodo 1977-1981 alcanzó la cifra acumulada de 48 mil millones de dólares (mdd), un repunte en la inflación que fue de 29 por ciento para 1981, en tanto que el déficit fiscal llegó a representar el 17 por ciento del PIB. Por su parte, la política macroeconómica se sustentó en un crecimiento acelerado de la inversión —pública y privada—, en un régimen de tipo de cambio relativamente estable, que llegó a una sobrevaluación del 32 por ciento en 1981, y en una demanda agregada que alcanzó una tasa promedio anual del 10 por ciento. No obstante, los crecientes ingresos petroleros no fueron suficientes para financiar el crecimiento y cubrir tanto el desequilibrio externo como el de las finanzas públicas, por lo que se tuvo que recurrir al endeudamiento externo. Por lo tanto, en 1981 la estrategia de crecimiento basada en la industrialización sustitutiva de importaciones entró en crisis. La devaluación de 1982 es el efecto del ajuste a los agudos desequilibrios. En este año un desequilibrio fundamental lo constituyó el déficit comercial manufacturero, que alcanzó la cifra de 17 mil 500 mdd y, dada la fuga de capitales, el endeudamiento externo neto fue de 20 mil mdd. Nuevamente, el desequilibrio externo apareció como la restricción fundamental del crecimiento económico.

Como consecuencia tanto del incremento del volumen y el valor de las exportaciones petroleras, así como de la posibilidad de contratar crédito externo en grandes cantidades, en el periodo 1977-1980 aumentó notablemente el ingreso de divisas. A su vez, esto trajo consigo un aumento significativo del gasto, no sólo en términos nominales sino también en términos reales. Luego, este aumento del gasto determinó, en primera instancia, una mayor ocupación de la capacidad instalada. Sin embargo, en la medida en que esta última empezó a ser desbordada, el incremento del gasto se tradujo en importaciones crecientes. Así, a partir de 1978, las importaciones de mercancías se incrementaron a tasas excepcionalmente observadas con anterioridad: 39 por ciento en 1978, 51 por ciento en 1979 y 55 por ciento en 1980.

Por otra parte, tanto el crecimiento de la producción interna como el de las importaciones —éstas a un ritmo notablemente superior al de las exportaciones— provocaron fuertes incrementos en el consumo real, pero sobre todo en la inversión. Sin embargo, las condiciones internacionales favorables a nivel del sector externo, que en lo general prevalecieron hasta el primer semestre de 1980, empezaron a sufrir un deterioro en el segundo semestre de este mismo año y, sobre todo, en 1981, año en el que el volumen de la producción mundial creció menos del uno por ciento y el valor del comercio internacional sufrió una caída de 1.5 por ciento, el primero que se registró desde la llamada *época dorada*.

La evolución adversa de los términos de intercambio del sector externo fue atribuible principalmente al debilitamiento de los mercados de materias primas. Por ejemplo, sin incluir al petróleo, los precios de exportación de los productos primarios de los países en desarrollo bajaron 13.5 por ciento en 1981.<sup>2</sup> También, a mediados de este año, los precios del crudo tuvieron declinaciones considerables. La recesión en los países industrializados también causó un debilitamiento en los mercados de manufacturas y de servicios turísticos. Las exportaciones de manufacturas no petroleras bajaron 6.3 por ciento en 1981 y los ingresos por turismo tuvieron un ritmo de crecimiento lento (5.3 por ciento). Naturalmente, ello es imputable fundamentalmente a la pérdida de competitividad de la economía mexicana.

Asimismo, las tasas de interés vigentes en los mercados financieros internacionales, que empezaron a elevarse rápidamente en agosto de 1979, se mantuvieron a niveles muy elevados en 1981. El servicio de intereses de la deuda externa constituiría, por lo tanto, una carga adicional.

No obstante, dados los factores adversos en el sector externo, no sólo hubo crecimiento económico durante 1981, sino que este fue a una tasa elevada. Durante este último año se registró un notable aumento de la oferta agregada, tanto por el lado de la producción interna como por el lado de las importaciones, lo que dio lugar al aumento ya aludido del PIB superior a 8 por ciento en términos reales, por cuarto año consecutivo. En 1981 la inversión alcanzó el nivel sin precedente de 25 por ciento del PIB. El consumo privado creció 8.1 por ciento. La captación del ahorro público por el sistema bancario aumentó 50 por ciento, equivalente a un incremento de 18 por ciento en términos reales. El financiamiento otorgado por la banca privada y mixta aumentó 52 por ciento —un incremento real de 20 por ciento.

Sin embargo, a lo largo del año la vulnerabilidad y fragilidad de la economía nacional se acrecentó por la agudización de las dificultades planteadas por la situación del sector externo y los niveles elevados de la inflación doméstica.<sup>3</sup> El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos empeoró: llegó a 11 mil 704 mdd, cuando en 1980 había sido de 6 mil 761 mdd. Ante las circunstancias adversas del sector externo, es decir, el deterioro de los términos de intercambio, la debilidad de los mercados

---

<sup>2</sup> Además de la sensible reducción del precio y la demanda de petróleo, el fenómeno se presentó en forma similar con otras materias primas agrícolas y minerales que representan ingresos por exportación para el país. Así, a guisa de ejemplo, en 1981 el precio del café descendió 28 por ciento, el del cobre 51 por ciento, el del algodón 30 por ciento y el de la plata 48 por ciento.

<sup>3</sup> El proceso inflacionario doméstico continuó creciendo, en tanto que en Estados Unidos, principal cliente comercial de nuestro país, se redujo, con la consiguiente pérdida de competitividad de los productos nacionales. Ello, por supuesto, apuntó a profundizar los desequilibrios de la balanza comercial, al reducir fuertemente los ingresos por exportación, al tiempo que se seguían importando grandes volúmenes de mercancías, que exigía el crecimiento económico.

de exportación de bienes y servicios, y la elevación en el servicio de los intereses de la deuda externa, el país tuvo que recurrir a la contratación de crédito internacional por cantidades sin precedentes. El alza en las tasas de interés internacionales elevó el servicio de la deuda notablemente, afectando aún más el déficit de la balanza de pagos. En síntesis, la reducción de los precios de las materias primas de exportación —por supuesto, incluido el petróleo— y la elevación de los intereses de la deuda externa significaron un descenso de los ingresos del país de alrededor de 10 mil mdd (Silva Herzog 1982). El país ingresaría así a lo que se conoce en la literatura de la economía del desarrollo como la *década perdida* para los países de América Latina; década perdida en términos de un nulo, negativo o bajo crecimiento económico.

A finales de 1981, la forma en que se expresa cuantitativamente la crisis que desembocaría en la devaluación de febrero de 1982 puede resumirse en los siguientes desequilibrios: el déficit en cuenta corriente llegó a representar aproximadamente 5 por ciento del PIB; la inflación, medida por el INPC, alcanzó en promedio anual un nivel de 28 por ciento; el déficit del sector público alcanzó el nivel sin precedentes de 14 por ciento del PIB. Como consecuencia, la deuda pública externa se elevó considerablemente llegando a cerca de 50 mil mdd en 1981 (CIDE 1982).

Las tendencias negativas del sector externo y de la inflación interna se exacerbaron a principios de 1982, de modo tal que las proyecciones de la economía nacional se tornaron desfavorables. Ello propició la fuga de capitales y, finalmente, determinó que el Banco de México dejara de apoyar los niveles del tipo de cambio que se observaban antes del 18 de febrero de 1982, con lo cual se consuma —en la terminología del profesor Torres Gaytán (1997)— la *sexta gran devaluación* del peso mexicano. En febrero de 1982 la devaluación del peso frente al dólar pasó de 26 a 45 pesos y, en agosto del mismo año, se ubicó en 95 pesos.

Así, al no poder sostenerse la paridad por más tiempo, el banco central se retiró del mercado de divisas, causando una devaluación inmediata del 73 por ciento. La devaluación fue seguida por un amplio incremento de los salarios, la cual, a su vez, fue seguida por otra devaluación. Los precios del sector público, en particular los precios de la energía y los alimentos, se ajustaron en un intento por reducir el déficit presupuestal. El tipo de cambio se depreció nuevamente (ver gráfica 1 “Tipo de cambio final del periodo, 01/1976-12/2004”).

Enfrentado con la erosión de las reservas del país y queriendo evitar las presiones inflacionarias de grandes devaluaciones, el gobierno adoptó un sistema de tipo de cambio dual el 5 de agosto de 1982. El sistema estableció una tasa preferencial de 49.13 pesos por dólar para usarse en las transacciones relacionadas con el servicio de la deuda y para las importaciones de más alta prioridad. Un segundo tipo de cambio, determinado por las fuerzas del mercado, sería aplicado a todas las otras transacciones.

El 13 de agosto de 1982, las cuentas denominadas en dólares en los bancos mexicanos serían pagaderas sólo en pesos. El mercado de divisas cerró temporalmente por seis días. Las transacciones de divisas se fijaron en 69.50 pesos por dólar para los *mexdólares* y una tasa libre de mercado que fluctuó entre 100 y 120 pesos por dólar.<sup>4</sup> El primero de septiembre de 1982 se nacionalizaron los bancos. Asimismo, se estableció el control de cambios por primera vez desde que falló el intento para imponerlo en 1930, y se desarrolló un mercado negro. Después de eso, el peso continuó a la deriva, primero en el mercado negro y después en el mercado oficial hasta que su valor se estabilizó en la nueva administración y con el programa del FMI.

Se sabe que el tipo de cambio y los riesgos políticos son los principales determinantes de la sustitución entre activos domésticos y activos extranjeros. Es bien conocido también que la gente sustituye las monedas domésticas para evitar el impuesto inflacionario. En 1980, las expectativas de una devaluación dirigieron a una creciente dolarización, medido como la *ratio* de los depósitos en *mexdólares* a los activos financieros totales (Cardoso y Levy 1988). Las fugas de capital también se incrementaron, debido a que los bonos domésticos y los depósitos denominados en dólares no son preferidos a las propias fugas de capital si el factor riesgo está asociado con la solvencia financiera total del sector público.

Las devaluaciones, inducidas por las fugas de capital, incrementaron el costo doméstico del servicio de la deuda externa, causando que el presupuesto se deteriorara aún más. Ellas incitaron el temor de que el gobierno podría incurrir en el incumplimiento de la deuda doméstica. Esta preocupación, a su vez, dirigió al público a esperar más inflación y devaluaciones y, por lo tanto, generó otro ciclo de fugas de capital.

En efecto, Cardoso y Levy (1988) argumentan que las fugas de capital fueron propiciadas por la masiva intervención gubernamental financiada por préstamos de corto plazo. Más de 10 mil millones de pesos (mdp) se obtuvieron en la segunda mitad de 1981 en los mercados internacionales. Una gran proporción de estos fondos se usaron para sostener el peso. La evidente incapacidad de México para ajustar los impuestos y los gastos para enfrentar los *shocks* externos crearon el temor de que el país no sería capaz de cubrir el servicio de la deuda en el futuro, y puso un alto a las entradas de capital. Las entradas internacionales de capital declinaron de un pico de más de 21 mil mdp en 1981 a menos de 7 mil mdp en 1982. Las fugas estimadas de capital alcanzaron cerca de 8 mil mdp en 1981 y 6 mil mdp en 1982. La severa crisis de liquidez finalmente forzó al gobierno a devaluar y movió a un régimen de tipo de cambio dual.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Hasta agosto de 1982, los *mexdólares* fueron depósitos bancarios denominados en dólares disponibles en el sistema bancario mexicano que ofreció rendimientos comparables a aquellos disponibles en el mercado del eurodólar.

<sup>5</sup> Un análisis de la dolarización y las fugas de capital en México se halla en Ize y Ortiz (1985a y 1985b).

La preferencia por un régimen de tipo de cambio dual en lugar de un sistema de tipo de cambio fijo habitualmente se justificó con el argumento de que ello permitiría a un país mantener el control de las reservas internacionales en épocas de especulación contra la moneda doméstica y, al mismo tiempo, evitaría grandes fluctuaciones de la tasa comercial y, por lo tanto, de los precios domésticos en épocas de salidas masivas de capital. Los primeros trabajos analíticos transmitieron la impresión de que un régimen de tipo de cambio dual podría aislar el lado de la producción de la economía de las perturbaciones en el mercado financiero. Ahora se sabe que los tipos duales afectan la riqueza y, por lo tanto, el ingreso y el gasto. Los tipos duales tienen también otros efectos importantes vía las tasas de interés y los precios relativos, especialmente en algunos rubros, tales como las importaciones y las exportaciones no esenciales que se comercian junto con el capital en un mercado libre. En equilibrio, las dos tasas tendrán que apreciarse a la misma tasa. El mérito del régimen de tipo de cambio dual dependerá, así, si suministra un mejor mecanismo de ajuste durante un periodo de crisis reduciendo el número de quiebras privadas y aislando el déficit presupuestal de un empeoramiento adicional (Dornbusch 1986; Cardoso y Levy 1988).

En el caso de México, el primer efecto pareció haber estado presente: el sector privado tuvo acceso al tipo de cambio controlado para pagar el servicio de su deuda externa. El hecho de que el pago del servicio de la deuda externa se hizo bajo el tipo de cambio controlado no ayudó al presupuesto porque el sector público debería comprar el tipo de cambio en el mercado libre —para cubrir el servicio de su propia deuda. Además, las compras de importaciones esenciales con el tipo de cambio controlado podrían haber imposibilitado los costos de grandes subsidios para los alimentos importados, cuyos precios, de otra manera, tendrían que elevarse súbitamente. Pero para determinar si el sistema de tipo dual en esa época favoreció el presupuesto, se tendría que calcular el balance gubernamental de bienes y servicios comerciados en cada categoría, investigación que está fuera del alcance de este trabajo.

Es pertinente señalar que las finanzas públicas también sufrieron serios desajustes y contribuyeron, en consecuencia, a precipitar la crisis. Las metas de crecimiento del PIB imponían un elevado y creciente nivel de gasto público. La inversión del Estado llegó a crecer a una tasa superior del 14 por ciento en términos reales para 1981. Se le dio un lugar prioritario, dentro de los ingresos del sector público, a un sólo renglón de éstos, el correspondiente a la exportación de crudo, cuyo comportamiento depende, en gran medida, de condiciones internacionales ajenas al diseño de la política económica interna. Así, los ingresos del Estado por conceptos no petroleros deberían reducir su participación. Esto era congruente además con la política indiscriminada de subsidios al sector privado que se suponía requería la inversión privada para crecer. Además, también era congruente con la política antiinflacionaria que el Estado venía

siguiendo al mantener rezagados, deliberadamente, los precios de los bienes y servicios públicos con respecto al promedio de precios internos. En la práctica, la nueva estructura de ingresos del sector público fracasó como esquema de financiamiento del gasto público, resultando en un serio deterioro de las finanzas públicas. En efecto, los ingresos provenientes de la actividad petrolera pronto se revelaron como insuficientes para financiar el gasto público. En la primera parte del sexenio lópezportillista, los requerimientos de capital para la expansión de la plataforma petrolera contribuyeron a ello; y en la segunda lo fueron, en primer lugar, las transferencias crecientes de recursos públicos al sector privado (por la vía del rezago en los precios de los bienes y servicios públicos, al tiempo que la inflación interna, al acentuarse en 1980 y 1981, significaba un virtual traspaso de fondos petroleros del sector público al sector privado) y, en segundo lugar, la caída de los precios y demanda del crudo mexicano, a partir del segundo semestre de 1981 (CIDE 1982).

En síntesis, ante el fracaso del nuevo esquema de financiamiento y al descartarse la reforma fiscal, la deuda externa pasó a ser la fuente principal de financiamiento del creciente déficit público, que pasó de representar 6.3 por ciento del PIB en 1977 y 1978 a 14 por ciento en 1981. Adicionalmente, el encaje legal se utilizó crecientemente a partir de 1977, ya que a fines de 1976 se encontraba a niveles muy bajos (alrededor del 10 por ciento) debido a los esfuerzos del gobierno de Echeverría por resolver los problemas de liquidez de la banca privada. Sin embargo, para principios de 1979 la tasa de encaje legal llegaba a los niveles relativamente altos de 1975-1976, periodo previo a la devaluación; a partir de ese año, su nivel se mantuvo estable, significando que este recurso dejaba de ser importante como fuente de financiamiento de un creciente déficit público y cediendo su lugar, principalmente, a la deuda pública externa. Ésta, que había crecido aceleradamente en años anteriores, para 1981 se tornaba en el elemento crucial para la continuación de los planes de inversión y de gasto público. Así, la deuda externa pública pasa de 19 mil 600 mdd en 1976 a 48 mil 700 mdd en 1981, registrando una tasa de crecimiento anual de 20 por ciento en promedio entre esos años.

Ante la renuncia a adoptar la opción de política económica consistente en acompañar el restablecimiento de controles a la importación con algún mecanismo de control de cambios que permitieran recuperar un cierto grado de autonomía en la política monetaria y, por esta vía, romper el círculo vicioso de tasas de interés-inflación-especulación cambiaria-deslizamiento del peso-alza en tasas de interés, la nueva caída en el precio internacional del petróleo y el aceleramiento de la inflación en enero de 1982, la crisis cambiaria no se hizo esperar. La dolarización del sistema bancario alcanzó niveles sin precedentes en la historia moderna del país a principios de 1982; en el mes de enero 50 por ciento de los depósitos en la banca privada y

mixta estaban en dólares, mientras que en septiembre de 1976 este tipo de depósitos alcanzó 33 por ciento del total (CIDE 1982). Durante el mes de febrero, días antes de la devaluación, se registraron ventas masivas de dólares por la banca nacional. El Banco de México, ante esta perspectiva, se retiró del mercado cambiario con la consiguiente devaluación del peso y el gobierno elaboró días después, otro paquete de medidas entre las que se incluía una reducción del gasto público del 3 por ciento. En el mes de abril se añadieron medidas adicionales, entre las cuales destaca una reducción del gasto público del orden de 5 por ciento. Ello implicaría una reducción en el déficit público del orden de 150 mil mdp. Más adelante (principios de agosto), se planteó el reajuste de los precios de los energéticos que vende el sector público (la electricidad y derivados del petróleo) y la reducción de los subsidios al consumo de ciertos bienes básicos (CIDE 1982).

El conjunto de medidas reseñado significó optar por la siguiente opción de política: devaluación con contracción monetaria y fiscal. Las consecuencias de esta política fueron una agudización del proceso inflacionario y de las tendencias recesivas de la economía. La aceleración inflacionaria está asociada a la devaluación en condiciones de franca erosión de los mecanismos de política antiinflacionaria utilizados en ese periodo (control salarial y rezago de los precios y tarifas del sector público). La agudización de las tendencias recesivas está asociada a la contracción de la inversión y consumo públicos, al desplome de la inversión privada derivado de la contracción del financiamiento, a los efectos de la devaluación y la especulación cambiaria posdevaluatoria y a la disminución de la propensión al consumo privado derivado de la redistribución regresiva del ingreso, asociado a su vez a la devaluación y al proceso inflacionario. Apenas seis meses después de la devaluación de febrero, la aceleración inflacionaria, que anuló buena parte de las ventajas derivadas del cambio en la paridad, y la especulación financiera, asociada a la situación de *estanflación*, condujeron a una nueva crisis cambiaria. Ante ella el gobierno respondió, el 6 de agosto, con el establecimiento de un mecanismo parcial de control de cambios consistente en la aplicación de un sistema de tipo de cambio dual.

Considero que es pertinente plantear aquí cuáles son las razones que condujeron al fracaso, en tan corto tiempo, de la política de estabilización puesta en práctica como consecuencia de la devaluación de febrero. El diagnóstico asociado a la política de estabilización seguida estaba fundamentado implícitamente en varias consideraciones al parecer incorrectas o insuficientes. En primer lugar, la esperanza de controlar el proceso inflacionario derivado de la devaluación, mediante la contracción del gasto público, estaba fundada implícitamente en un diagnóstico incorrecto de la naturaleza de la inflación y en particular del papel que en ésta ha jugado el aumento de los costos financieros de las empresas. En segundo lugar, se sobreestimaron implícitamente los

efectos que la devaluación tendría sobre la balanza comercial, dada: 1) la estructura de las exportaciones en la cual las exportaciones petroleras representaban más del 70 por ciento de la exportación total de mercancías; 2) la recesión internacional que pone límites a la expansión potencial de las exportaciones no petroleras; 3) el peso considerable que las importaciones complementarias de bienes de capital e intermedios tenían en la estructura de importaciones; y 4) se desconoció la magnitud de que el desequilibrio externo es de naturaleza financiera derivada del peso que el servicio de la deuda tiene en el déficit en cuenta corriente y de capital, y del papel que la especulación cambiaria estaba jugando en el endeudamiento público externo. Así, en la medida en que la devaluación de febrero fue por razones financieras, ello planteaba dos alternativas para el futuro: un enfoque más flexible en la determinación del tipo de cambio, o bien, el establecimiento de algún mecanismo de control de cambios. La introducción, en agosto de 1982, de un sistema de tipo de cambio dual resultó ser un compromiso entre esas dos opciones, compromiso que combinó, digámoslo así, una mayor flexibilidad en la determinación del tipo de cambio en el mercado libre junto con la presencia de un tipo de cambio preferencial que supone un cierto grado de control y racionalización de las divisas que el Estado percibe por concepto de las exportaciones petroleras y del crédito externo al sector público.

Por lo tanto, después de un corto e intenso periodo de auge, propiciado en gran medida por el flujo masivo de “petrodólares”, el país entró en 1982 en una de las más profundas crisis económicas de su historia. Los desajustes estructurales fueron magnificados por la coyuntura y el desorden financiero. En febrero, como ya se dijo, la intensificación de la fuga de divisas y la especulación contra la moneda mexicana condujeron a las autoridades financieras a decretar la devaluación del peso. A esa disposición se sumaron, en los meses siguientes, una serie de programas denominados de *ajuste*, cuyos propósitos fundamentales eran adecuar la economía a una menor disponibilidad de financiamiento. Por ese medio se pretendía abatir la inflación y corregir los desequilibrios externo y público, así como frenar el deterioro del peso y de la capacidad de pago externa. Las medidas adoptadas permitieron obtener un saldo positivo en la balanza comercial (179.7 mdd en el periodo enero-julio), producto fundamentalmente del menor dinamismo de la actividad económica y de la escasez de divisas, que se reflejaron en una reducción de las importaciones (véase gráfica 2 “Exportaciones e importaciones totales, 1981-01/1988-12”). Empero, la inflación y la debilidad de la moneda mexicana no pudieron corregirse. A la mitad del año, las expectativas inflacionarias fomentaron la probabilidad de un nuevo ajuste del tipo de cambio y propiciaron el repunte de las prácticas especulativas. Al mismo tiempo, el país se enfrentó a serias dificultades para conseguir créditos en el exterior. En condiciones de iliquidez y de un creciente flujo de capitales hacia el exterior o

hacia inversiones en pasivos líquidos y seguros, en agosto se dictaron otras medidas: el peso sufrió una nueva devaluación; se estableció un sistema de paridad dual; se cerró temporalmente el mercado cambiario; los depósitos denominados en dólares en la banca mexicana se comenzaron a pagar en pesos, para lo cual se creó una tercera paridad —los denominados *mexdólares*.

La especulación y la fuga de capitales continuaron, digamos, en forma incontenible. El primero de septiembre se decretó la nacionalización de la banca privada y se estableció el control integral de cambios. Con esta medida se dio fin a la especulación que empleaba las divisas obtenidas por el Estado, aunque no se impidió la salida de pesos, los cuales —al convertirse en dólares en las casas de cambio estadounidenses— fortalecieron el importante mercado negro. Junto con las medidas tomadas el primero de septiembre se dictaron disposiciones tendientes a combatir el proceso inflacionario por medio del manejo de la tasa de interés y de la estabilidad del tipo de cambio, más que por medio de la contención de la demanda agregada. Se pretendía, con ello, aislar a la economía mexicana de los efectos del mercado mundial sobre el tipo de cambio, así como atenuar en el corto plazo los problemas de iliquidez de las empresas, alentar la producción y evitar una contracción económica mayor y sus constantes costos sociales. El arribo de la nueva administración trajo consigo otros enfoques para combatir la crisis. Durante diciembre de 1982, con base en el programa de reordenamiento económico propuesto por Miguel De la Madrid, se dictaron, entre otras medidas, la supresión del control integral de cambios y el establecimiento de una política de cambio doble (uno controlado y otro libre), con lo cual las operaciones de divisas en el mercado estadounidense se empezaron a abatir.

El conjunto de fenómenos económicos que prevalecieron durante 1982 se expresó claramente en la evolución de la gran mayoría de los agregados económicos. El PIB registró un descenso real de 0.2 por ciento; las actividades más afectadas fueron la construcción (-4.2 por ciento), la industria manufacturera (-2.4 por ciento) y el transporte y las comunicaciones (-2.3 por ciento). También hubo resultados adversos en el comercio (-1.6 por ciento) y el sector agropecuario (-0.4 por ciento). Dentro de éste la rama más afectada fue la agricultura, que descendió 2.5 por ciento. De los sectores directamente productivos, sólo la minería y la electricidad, actividades donde la gestión estatal era muy relevante, registraron aumentos (9.6 y 6.8 por ciento, respectivamente). La caída de la producción se manifestó en un aumento del desempleo. Se estima que en 1982 el número promedio de puestos remunerados en la economía se redujo 0.8 por ciento.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Según el Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (CEESP), en 1982 cerca de un millón de personas perdieron su trabajo, a los que se sumaron 800 mil que se incorporaron a la edad de laborar (*Uno más Uno*, 23 de febrero de 1983, citado en CIDE 1982).

Durante todo 1982 la política económica se orientó a abatir el ritmo de crecimiento de los precios; no obstante, al final del año el INPC se elevó 98.8 por ciento (28.7 por ciento un año antes). Otros indicadores que registraron un comportamiento desfavorable fueron: 1) la inversión fija bruta descendió 16.8 por ciento a precios constantes de 1970 (-12.7 por ciento la pública y -20.0 por ciento la privada); 2) el déficit del sector público representó 16 por ciento del PIB, relación que expresa nítidamente el descontrol monetario y que explica, según una corriente de opinión, el elevado nivel inflacionario de la economía; 3) el sistema bancario registró un notable proceso de desintermediación financiera; y 4) el país padeció una aguda insuficiencia de divisas para encarar sus compromisos más urgentes, tanto financieros como los relacionados con el suministro de mercancías básicas para el funcionamiento adecuado de la estructura productiva, cuyo dinamismo, durante el periodo de auge, se había sustentado en gran medida en ramas con un alto contenido de importación. La menor disponibilidad de recursos se expresó, por lo demás, en un comportamiento “favorable” de algunas cuentas del sector externo (IABM 1983; CIDE 1982).

En síntesis, las manifestaciones de la crisis durante 1982 fueron el estancamiento, la inflación, el agudo desequilibrio externo, la fuga de capitales, la moratoria de la deuda externa y la devaluación del tipo de cambio (en 500 por ciento: de 25 a 150 pesos por dólar). También se caracterizó por la agudización de los desajustes económicos y financieros generados a finales del periodo de crecimiento.

El ajuste al desequilibrio externo fue recesivo e inflacionario, el crecimiento económico incluso presentó tasas negativas (-0.5 por ciento), la inflación alcanzó el 98.8 por ciento (nivel nunca antes alcanzado en la historia económica de México). Se contrajeron el gasto y el crédito, y la escasez de divisas originó el control de cambios y el control del 100 por ciento de la Tarifa del Impuesto General de Importación (en julio de 1982 el control era del 27 por ciento). México declaró la moratoria de la deuda externa, presentándose problemas de reversión en los flujos de capital (la transferencia neta de recursos en este año fue de 2 por ciento respecto al PIB) (Villarreal 1988).

Finalmente, en la óptica de las autoridades, la devaluación de 1982 se atribuyó básicamente a la “imposibilidad e inconveniencia de incurrir en un endeudamiento externo de la magnitud necesaria para cubrir el déficit” (Tello 1982). Por supuesto que toda devaluación provoca una elevación de los precios que es consecuencia, en primer lugar, del mayor costo en moneda nacional de los bienes y servicios de importación y, en segundo lugar, del mayor precio que en esta misma moneda adquieren los productos de exportación.

En la óptica oficial se concebía que una devaluación, para que sea exitosa, no podría ser de la magnitud estrictamente indispensable para restaurar el equilibrio del

tipo de cambio. Es decir, la devaluación debería ser de una magnitud mayor, a fin de crear un margen de subvaluación que permitiera absorber el aumento de precios que la propia devaluación crea. Ante la posibilidad de que el fenómeno inflacionario no se contuviera en un plazo breve, junto a la devaluación se implementó un proceso de deslizamiento del tipo de cambio —a un determinado ritmo—, con el propósito de evitar una nueva sobrevaluación de la moneda. Por lo tanto, la devaluación de febrero de 1982 al parecer proporcionó un “buen margen de subvaluación” y su duración se trató de prolongar mediante el desliz.

Además, se concebía que era factible lograr, para la época en que el margen de subvaluación hubiese desaparecido y el tipo de cambio se encontrase en equilibrio, que el ritmo de la inflación descendiera lo suficiente para que el desliz mantuviese la competitividad de la economía. También era previsible reducir la velocidad del desliz, hasta llegar a su desaparición, naturalmente, conforme la inflación fuera a la baja. La clave para alcanzar estos objetivos era la reducción del déficit fiscal a montos que se financiaran por medios no inflacionarios. Es fundamental enfatizar aquí que, por esta razón, el combate a la inflación se convirtió en un objetivo prioritario.

En consecuencia, en tanto la inflación no bajara lo suficiente, la autoridad monetaria se propuso como objetivo inmediato el “ajuste ordenado” —o “tan ordenado como fuese posible”— del tipo de cambio, a fin de restar incertidumbre a las decisiones de inversión.

Posteriormente, como resultado de presumibles “importantes avances derivados del programa de ajuste económico”, se decidió que el Banco de México interviniera nuevamente en el mercado cambiario “para dar estabilidad y nivel adecuado a las expectativas sobre el tipo de cambio”. Esta decisión no significaba “fijar el tipo de cambio, sino asegurarle la flexibilidad ordenada en el ajuste”, es decir, se pretendió adoptar un *deslizamiento* de la paridad al ritmo que el propio mercado determinara. Al mismo tiempo, se buscó que la moneda nacional no se sobrevaluara, combinando la “importante subvaluación” que resultó del ajuste cambiario de febrero con el ritmo de deslizamiento; ni generar condiciones de inestabilidad y desconfianza (Silva Herzog 1982). Se pensaba que, la postre, en el corto plazo, cuando la inflación fuera a la baja, el deslizamiento por sí mismo sería suficiente “para mantener niveles de equilibrio en la paridad”.

## IMPACTO DE LA DEVALUACIÓN DE 1982 SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA

El deterioro de las variables económicas, agudizado en 1981 por los factores externos aludidos, condujo al abandono progresivo del esquema inicialmente adoptado de política económica en el que cabe distinguir varias etapas. A mediados de 1981, cuando habían aparecido con claridad varios síntomas muy serios de desequilibrios que favorecían las tendencias especulativas de dolarización y fuga de capitales, la respuesta de política consistió en la integración de un paquete de medidas entre las que destacan: 1) la disminución de 4 por ciento en el gasto público para 1981; 2) el restablecimiento de controles a la importación; 3) el incremento de subsidios a la exportación; 4) el deslizamiento más acelerado del tipo de cambio; 5) el mantenimiento de la libre convertibilidad del peso; y 6) la continuación de la política de altas tasas de interés (CIDE 1982). Este conjunto de medidas tuvo resultados muy limitados: la inflación no disminuyó su ritmo y la reducción anunciada en el gasto público no pudo llevarse a cabo; asimismo, el déficit en cuenta corriente continuó creciendo y la deuda externa alcanzó, para finales del año, niveles sin precedentes.

Así, ante el relativo fracaso de las medidas adoptadas a mediados de 1981, se inició a principios de 1982 una segunda etapa marcada por dos opciones principales de política económica de corto plazo. La primera consistía en repetir el patrón tradicional de medidas que el Estado había utilizado siempre que se enfrentaba a problemas de desajuste financiero: intentar reducir los déficit externo y público por la vía de contener el gasto público y el crecimiento económico, e implantar otras medidas, tales como la devaluación, en un marco de libre convertibilidad de la moneda. Este paquete tendría asociados costos sociales en el corto plazo en la forma de recesión económica, mayor desempleo abierto y una redistribución regresiva del ingreso (asociada al impacto inflacionario de la devaluación), pero permitiría, en principio, romper con el círculo vicioso en que se encontraba la economía al aminorar las expectativas de devaluación, así como controlar el proceso inflacionario por la vía de controlar el gasto público y recuperar el control de la demanda agregada.

La segunda opción consistía en acompañar el restablecimiento de controles a la importación con algún mecanismo de control de cambios que permitieran recuperar un cierto grado de autonomía en la política monetaria y, por esta vía, romper el círculo vicioso de altas tasas de interés-inflación-especulación cambiaria-deslizamiento del peso-alza en las tasas de interés. En esta opción, los costos asociados a las dificultades administrativas del establecimiento de un control de cambios se verían compensados por las ventajas derivadas de la recuperación del control de la política monetaria, la racionalización en el uso de las divisas, una menor tasa de inflación y una menor

desaceleración económica que en la opción asociada a la contracción fiscal y monetaria con una fuerte devaluación (CIDE 1982).

Como ya se mencionó en la sección 2.1, ante la renuncia a adoptar esta segunda opción, la nueva caída en el precio internacional del petróleo y el aceleramiento de la inflación en enero de 1982, la crisis cambiaria sobrevino. El gobierno elaboró días después de la devaluación, otro paquete de medidas entre las que se incluía una reducción del gasto público del 3 por ciento. En el mes de abril se añadieron medidas adicionales, entre las cuales destaca una reducción del gasto público del orden de 5 por ciento, lo cual implicaría una reducción en el déficit público del orden de 150 mil mdp. Más adelante (a principios de agosto), se planteó el reajuste de los precios de los energéticos que vende el sector público (derivados del petróleo y la electricidad) y la reducción de los subsidios al consumo de ciertos bienes básicos. El conjunto de medidas reseñado significó optar por la primera opción: devaluación con contracción monetaria y fiscal. Las consecuencias de esta política fueron una agudización del proceso inflacionario y de las tendencias recesivas de la economía.

Como puede inferirse, las perspectivas de corto plazo estuvieron dominadas por los efectos de las políticas de devaluación y estabilización adoptadas a lo largo de 1982. Ahora bien, es pertinente reiterar que del establecimiento de un sistema de cambio dual se derivan varias ventajas, tales como la recuperación de un cierto grado de control sobre la política monetaria, la racionalización en el uso de las divisas y un menor impacto inflacionario de la devaluación del tipo de cambio.

No obstante, entre los problemas más relevantes de la política económica a principios del periodo que en este capítulo se analiza destacan: 1) la erosión de los instrumentos tradicionales de la política monetaria y 2) el reto que le planteó a la política fiscal el deterioro creciente de las finanzas públicas, así como el rezago del consumo social y la desigualdad en la distribución del ingreso. La política económica tuvo como eje central y exclusivo a la política monetaria (Vázquez 1982).<sup>7</sup> Empero, la efectividad de esta última, en el contexto de mercados financieros subdesarrollados, depende de varias condiciones: 1) un manejo del gasto público subordinado a los objetivos de la política monetaria, dada la reducida carga fiscal prevaleciente; 2) la ausencia de presiones inflacionarias significativas ya que, de otra manera, se pierde el control de la política monetaria tanto por las presiones derivadas de la expansión del crédito al sector privado como por la expansión del déficit y crédito al sector público (derivada del mismo proceso inflacionario),<sup>8</sup> y 3) una relativa autonomía

---

<sup>7</sup> Para un análisis de la política monetaria y sus limitaciones en el caso de México, véase: Vázquez (1982).

<sup>8</sup> Para un análisis de la relación entre inflación y déficit del sector público, véase: Aceituno y Ruprah (1982).

de los mercados financieros locales con respecto a los del exterior a fin de desligar la expansión monetaria interna del estado de la balanza de pagos.<sup>9</sup>

La devaluación del tipo de cambio en 1982 —y la consiguiente crisis económica que trajo consigo— provocó cambios drásticos en la concepción y diseño de la política económica a partir del inicio de la administración de Miguel De la Madrid. Como se registra en ciertos escritos de la época, el país pasó de la “administración de la abundancia” al enfrentamiento de la crisis, y del “populismo” al realismo económico y la austeridad (*v. gr.*, Bueno 1983).

Conforme al documento<sup>10</sup> básico en el que se propuso el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), los principales elementos que caracterizaron a la crisis económica del país fueron los siguientes: aumento del desempleo abierto y disfrazado; nulo crecimiento de la economía; la inflación (que durante 1982 llegó a alrededor de 100%); insuficiencia del ahorro interno, tanto público como privado; descenso en el ritmo de aumento de la productividad de la economía, y un excesivo déficit del sector público (16 por ciento del PIB en 1982).<sup>11</sup>

Asimismo, en el diagnóstico se precisó también —en fuerte contraste con el punto de vista de la administración anterior— que “esta situación de la economía nacional no es de carácter meramente coyuntural” y que “su recurrencia y cada vez mayor intensidad confirman la persistencia y enraizamiento de deficiencias de la estructura económica” (De la Madrid 1982). Es decir, ahora se concibe que los elementos que “precipitaron” —y no que detonaron, determinaron o provocaron— la crisis fueron “los cambios bruscos del contexto internacional”. En contraste al periodo previo, el origen y magnitud de la crisis obedecen en lo esencial a factores internos, es decir, por un lado, “son resultado de las contradicciones que se han

---

<sup>9</sup> Durante la década de los años 1970, estas tres condiciones para la efectividad de la política monetaria y los instrumentos tradicionales de control desaparecen o se erosionan ante la reaparición de presiones inflacionarias significativas, el deterioro creciente de las finanzas públicas, el nivel tan alto a que llega el encaje legal y la liberalización y reformas del sistema financiero que integra, en mayor medida que en el pasado, a los mercados locales con los del exterior (Vázquez 1982).

<sup>10</sup> Los documentos que aquí estamos considerando consisten básicamente en los siguientes: 1) Criterios generales de política económica para la Iniciativa de Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para 1983; 2) Iniciativa de Ley de Ingresos de la Federación y su correspondiente exposición de motivos; 3) Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación y, de nueva cuenta, su correspondiente exposición de motivos, y 4) Decreto sobre Control de Cambios. Una lista completa de los documentos principales y de las diferentes iniciativas puede verse en *Comercio Exterior* (diciembre de 1982 y enero y febrero de 1983).

<sup>11</sup> Cabe aclarar que parte importante del déficit fiscal de los últimos meses de 1982 fue atribuido a la disposición de pagar los depósitos del público en *mexdólares* a 70 pesos y recuperar los créditos en *mexdólares*, la mayor parte, a cargo de los grandes usuarios, a razón de 50 pesos por dólar. Este subsidio al sector de empresas industriales y comerciales, usuarios de crédito del sistema bancario, fue asumido por el gobierno federal para que no se reflejara en los balances y solvencia de las instituciones bancarias.

generado o han quedado sin solución en el proceso de desarrollo” y, por otro, se explican por “la inflexibilidad de la política económica para reaccionar con oportunidad ante el cambio adverso.”

En otros términos, los desequilibrios estructurales de la economía mexicana pudieron ser sobrellevados gracias al *boom* del petróleo, lo que redujo la necesidad de ser enfrentados más firmemente por la política económica. Además, el acelerado deterioro económico de los últimos meses de 1982 hizo aflorar y puso de manifiesto la fragilidad y vulnerabilidad del esquema de financiamiento del desarrollo adoptado en las últimas décadas, apoyado en el uso de deuda y, a partir de 1977-1978, también en los recursos del petróleo.

En la concepción de los nuevas estrategias de política económica del periodo que se analiza, la crisis económica de 1982 demostró la necesidad de realizar ajustes importantes al aparato productivo y distributivo para resolver los desequilibrios fundamentales de ineficiencia y baja productividad, escasez crónica de divisas e insuficiencia del ahorro interno. Estos elementos constituían los prerequisites para lograr un proceso sostenido de desarrollo. Así, por ejemplo, en lo que respecta a la ineficiencia del aparato productivo, sus múltiples manifestaciones comprenden la incapacidad para enfrentar la competencia externa, gran dependencia de insumos y bienes de capital importados, desequilibrios entre sectores, disparidades en la productividad dentro de cada rama económica y, entre ellas, tecnologías que no usan adecuadamente los abundantes recursos humanos y naturales del país, economías de escalas inapropiadas al tamaño del mercado interno, deficiente capacitación de la mano de obra, escasa difusión tecnológica y concentración de la actividad económica.

El programa económico propuso avanzar en tres reformas económicas clave. Entre ellas, para nuestros fines, es importante destacar la relativa al *cambio estructural* en el proceso de industrialización del país que permitiría “la modernización de la industria paraestatal, privada y social, evitando desperdicios, elevando la productividad y manteniendo esquemas precisos y claros de prioridades”. No obstante, no se definió con claridad el objetivo básico consistente en continuar con la política de desarrollo industrial basada en la estrategia sustitutiva de importaciones o, mejor aún, en una que se basara más en la promoción de las exportaciones (Casar 1983). En contraste, sí había claridad en las políticas y acciones con las que se pretendía “dar sustento al programa inmediato de reordenación de la economía nacional”, que fueron agrupadas así: 1) aumentar el ahorro interno; 2) estabilizar el mercado cambiario y reducir la escasez de divisas; 3) promover el empleo y proteger la planta productiva, y 4) combatir la inflación. El programa planteaba, pues, la austeridad del gasto público y la reorientación del programa de inversiones, así como un nuevo esquema cambiario y de política comercial. Es fundamental considerar también que el uso del financiamiento

inflacionario ahora se concibe como “insostenible e incompatible con el propósito de mantener la estabilidad en los precios.”

El primer objetivo fundamental de la estrategia económica de corto plazo consistió en recuperar la confianza en el peso que, en la versión oficial, implicaría una vuelta gradual a la libertad de cambios. Para lograr un “tipo de cambio realista y relativamente estable” resultaría indispensable, a su vez, controlar la inflación. Nótese que en la formulación del primero de los objetivos se refleja explícitamente la concepción que sobre el funcionamiento de la economía tenían los nuevos estrategas de política económica. La renuncia del control directo del mercado cambiario —en un contexto en que el costo político de su introducción había sido ya pagado, y teniendo en cuenta, además, la experiencia de 1981 y el primer semestre de 1982, en que se puso de manifiesto el nivel de volatilidad de la demanda especulativa por divisas—<sup>12</sup> revela una confianza ciega en el mecanismo de precios como regulador del sistema económico o, por lo menos, una concepción de lo que debe ser el funcionamiento “normal” de la economía en la que los controles, por parte del Estado, se consideran excepcionales.<sup>13</sup>

La estrategia económica de corto plazo puede considerarse también como una auténtica política de *shock*. Por ejemplo, en lo relativo al ahorro del sector público, para ampliar su volumen se planteó un presupuesto austero, la reestructuración de las finanzas del sector y el fortalecimiento de sus ingresos. En el trienio 1978-1980 el déficit público fluctuó alrededor del 7 por ciento del PIB, y esta tasa se duplicó en los años 1981-1982. Por lo tanto, el saneamiento de las finanzas públicas requería, a su vez, reducir el déficit fiscal como proporción del PIB —se inicia la aplicación de la “ley de la mitad”: del 15 por ciento en 1982 a 8.5 por ciento en 1983. En este sentido, también la política de precios y tarifas tendría que ser “flexible”, a fin de evitar, por una parte, los rezagos que generó en años anteriores y, por otra, el crecimiento “indiscriminado” y “sin direccionalidad” de los subsidios.

Por su parte, para fomentar el ahorro privado, se planteó que la política de tasas de interés sería flexible, y que su manejo se orientaría a generar un volumen

---

<sup>12</sup> Esta afirmación puede ilustrarse por el hecho de que un aumento en el precio del dólar de más de 140 por ciento en seis meses a partir de febrero de 1982, fue incapaz de revertir las expectativas devaluatorias, y la demanda continuó superando a la oferta, obligando a la posterior introducción del control generalizado de cambios el primero de septiembre de 1982... y a la declaración: “defenderé el peso como un perro”.

<sup>13</sup> Considero que en esta concepción subyace que el control de cambios fue un fracaso total durante los tres meses en que estuvo vigente. No obstante, según Casar (1983), para esto sería necesario probar que el mercado negro, que efectivamente se desarrolló en esos meses —sobre todo en la frontera norte del país—, representó o podía llegar a representar un costo para la economía, en términos de desintermediación financiera y fuga de capitales.

adecuado de ahorro doméstico para satisfacer las necesidades internas y usar sólo complementariamente el ahorro externo. Asimismo, se pretendía retener en el país el ahorro generado y evitar la emisión primaria como fuente de financiamiento del déficit del sector público. Es por ello que para absorber el exceso de liquidez que se presentó al inicio del año y promover el ahorro financiero, se buscó pagar tasas de interés atractivas con relación a otros activos, y financiar el déficit público principalmente con la emisión de valores gubernamentales. La reducción de la liquidez —se pensaba— constituiría un apoyo importante para la estabilidad cambiaria. Es decir, en la medida que la inflación fuera cediendo, las tasas de interés se irían ajustando. Por otra parte, también se intentó reducir los diferenciales entre tasas activas y tasas pasivas, dejando un margen razonable para cubrir los costos de administración de la banca y lograr un nivel adecuado de utilidades que permitiría financiar su crecimiento, sin encarecer excesivamente el crédito.

La estrategia antiinflacionaria se orientó, por una parte, en el fortalecimiento de la oferta y, por la otra, en la adecuación del ritmo de expansión de la demanda con el potencial de respuesta de la producción a las condiciones imperantes en la época. El esfuerzo dirigido a corregir el desequilibrio financiero del sector público, la revisión de las tasas de interés para fomentar el ahorro y las decisiones fiscales que penalizan el consumo, así como las de precios y tarifas, se constituirían en los elementos centrales que permitirían adecuar el crecimiento de la demanda a la capacidad de la oferta. En la concepción de los nuevos estrategias de política prevalecía la noción que subvaluar los precios ficticiamente, traspasaría el efecto inflacionario al déficit vía su financiamiento y se trasladaría a toda la sociedad indiscriminadamente. Adicionalmente, se pensaba que las acciones contempladas para lograr una mayor estabilidad cambiaria contribuirán a disminuir las presiones inflacionarias. Asimismo, se pretendió que las políticas de control de precios y de abasto se concentraran en aquellos productos con mayor impacto en el bienestar de las clases trabajadoras, lo que implicó la “flexibilización” de los controles de precios del resto de los productos.

Por lo tanto, durante el periodo que se analiza (1982-1988), uno de los impactos clave de la devaluación y la ulterior crisis económica sobre el comportamiento de la política económica consistió en aplicar simultáneamente una política de ajuste del desequilibrio externo y una política de estabilización antiinflacionaria. Como quedó establecido en la sección 2.1, la crisis de 1982 fue precedida y fomentada en buena medida por los desequilibrios en el sector externo y las finanzas públicas. En un intento por corregir los desajustes macroeconómicos, la política financiera del país produjo un alto grado de incertidumbre que se reflejó en el comportamiento de los agentes económicos. Se registró una creciente fuga de capitales (alrededor de 7 mil 800 mdd) y, con ello, el agotamiento de las reservas internacionales, hecho que se

reflejó finalmente en la suspensión de pagos de la amortización de la deuda pública externa en agosto de 1982. Dada la escasez de divisas imperante, la devaluación impactó también en el endurecimiento de la política de protección comercial: la relación de fracciones controladas a totales para las importaciones pasó de 27.6 por ciento en junio de 1982 a 100 por ciento en septiembre de este año, a la vez que la media arancelaria se incrementó de 24.9 por ciento en 1981 a 27.0 por ciento en 1982.

En lo relativo al impacto de la devaluación en la orientación de la política económica, en el periodo aludido podemos distinguir dos etapas: 1) reordenación financiera, y 2) reactivación del crecimiento económico. Al inicio de 1983, el desajuste de las principales variables financieras se debió al desequilibrio en los mercados cambiario y monetario. Este desequilibrio se reflejaba en el déficit de la balanza de cuenta corriente, en el repunte de la inflación y en el déficit financiero del sector público. Este periodo de ajuste continuó hasta la mitad de 1984, cuando se inició el proceso de crecimiento de la economía.

La preocupación inmediata se centró en abatir la inflación, la inestabilidad cambiaria y la especulación. En el Plan Nacional de Desarrollo 1982-1988 (PND) se proponían dos líneas fundamentales de acción: una de reordenación económica (PIRE) y otra de cambio estructural. En el aspecto financiero, los esfuerzos del ajuste se dirigieron al saneamiento de la cuenta pública, lo que incluía el abatimiento parcial del déficit público tanto a través de la disminución del gasto y del aumento de los ingresos.

En lo relativo a la corrección del desequilibrio externo, se establecieron medidas tendientes a estabilizar y recuperar el control del mercado cambiario para el sistema financiero nacional, ya que en 1982 la gran mayoría de las operaciones con divisas se realizó “extrafronteras”, así como “mantener un tipo de cambio realista” que alentara las exportaciones y propiciara la captación de divisas necesarias para el abastecimiento de bienes y servicios de la planta productiva. La anterior estrategia, conjuntamente con la “racionalización gradual” de la protección comercial, significó presumiblemente una nueva orientación del crecimiento económico vinculándolo al dinamismo de las exportaciones no petroleras.

La intención de “mantener un tipo de cambio realista” se reflejó en la consolidación de un margen subvaluatorio de la moneda, lo que redundó en un superávit comercial de 13 mil 800 mdd. En este contexto se puede afirmar que el principal logro fue el dinamismo de las exportaciones no petroleras y, dentro de estas, las manufactureras.

El ajuste en la paridad cambiaria se dio en “forma ordenada y bajo reglas claras”, lo que contribuyó a fomentar la estabilidad y las expectativas favorables. Si bien durante 1983 la totalidad de las importaciones estuvo sujeta al requisito de permiso previo,

desde principios del año se inició un proceso de flexibilización en el otorgamiento de estos permisos.

Se ha destacado que uno de los logros importantes de 1983 fue una mayor apertura comercial, dado que el arancel promedio del total de fracciones disminuyó a la mitad del vigente en 1982 (*v. gr.*, Villarreal 1988). Los costos que la política de ajuste trajo en 1983 sobre las variables reales de la economía se pueden sintetizar así: 1) la actividad productiva (PIB) disminuyó sensiblemente (el sector industrial fue el más afectado, y dentro de éste, la construcción, las manufacturas y la minería); 2) caída de la inversión fija bruta (por sector institucional y por sus componentes); 3) disminución de la demanda interna, resultado del drástico decremento de la inversión y de los menores niveles del gasto de consumo, lo que no fue compensado por el incremento de las exportaciones (5.1 por ciento); y 4) decreció el empleo y el poder adquisitivo del salario medio.

Esta política de ajuste se mantuvo hasta mediados de 1984, cuando las correcciones en los desequilibrios externo, financiero y cambiario permitieron pasar a la etapa de crecimiento económico. Una vez superado el periodo de ajuste financiero, en 1984 se decidió tomar el camino de la reactivación económica, basado principalmente en la expansión del gasto público y en la desaceleración del deslizamiento del tipo de cambio. Esto se hizo con la finalidad de iniciar una expansión moderada de la demanda interna que sirviera de estímulo a la producción; además, un menor ritmo de depreciación de la moneda permitiría suavizar las presiones inflacionarias al tiempo que facilitaba la adquisición de bienes del exterior, esenciales para el funcionamiento de la planta productiva.

En 1984 la política comercial se orientó a promover la reactivación económica mediante una reducción en el grado del control cuantitativo a las importaciones: la proporción de fracciones controladas pasó del 100 por ciento a fines de 1983 a 64.7 por ciento en diciembre de 1984.

No obstante, la estrategia de crecimiento económico —que se centró en la utilización de las finanzas públicas, el desaceleramiento del desliz del tipo de cambio y la reducción de las tasas de interés— llevó a un nuevo desequilibrio financiero de la economía hacia mediados de 1985: 1) en el mes de julio el déficit financiero del sector público rebasó la meta anual propuesta; 2) desde principios de 1985 se empezó a observar un margen de sobrevaluación de la moneda; y 3) las tasas nominales de interés ofrecieron un rendimiento menor que el obtenido por la tenencia de activos en el exterior, incluso en algunos meses fueron inferiores a la inflación.

Por otra parte, la captación del sistema bancario comenzó a mostrar tasas negativas de variación anual y, como consecuencia, el financiamiento a las empresas se desaceleró. Ello a su vez incidió en la pérdida de competitividad y en una baja de las

exportaciones no petroleras. El aceleramiento del gasto público presionó a las finanzas del sector, obligando a introducir nuevos ajustes en la economía que consistieron en: 1) una reducción del gasto corriente de la administración pública; 2) un aumento del encaje legal a niveles del 90 por ciento; 3) nuevos incrementos a las tasas pasivas de interés, y 4) se retomó la política de un “tipo de cambio realista” congruente con la intención de fomentar las exportaciones industriales no petroleras. Los problemas de 1985, desde la óptica gubernamental, se originaron por “errores de instrumentación de la política económica”.

En síntesis, en respuesta a la crisis de 1982 México entró —*v. gr.*, en la terminología de Villarreal (1988)— en la “etapa de ajuste prolongado y recesivo con fases de paro y arranque” que culminó el 15 de diciembre de 1987 con el programa de estabilización denominado Pacto de Solidaridad Económica (PSE). En este periodo se inicia también el despegue del modelo industrial sustitutivo de exportaciones.<sup>14</sup> Durante el periodo 1983-1988 el modelo económico se caracterizó por ser de ajuste recesivo. En forma esquemática, comprendió las etapas siguientes:

- 1.- La fase del ajuste recesivo con crecimiento (1983-primer semestre 1985), Programa Inmediato de Reordenación económica (PIRE I). Esta fase estuvo enmarcada dentro de los lineamientos de política económica establecidos en el PIRE y cuyos puntos fundamentales fueron el combate a la inflación, la defensa de la planta productiva y del empleo, el saneamiento de las finanzas públicas, la estabilización y recuperación del control en el mercado cambiario y la reducción del déficit del sector externo.
- 2.- El *shock* interno por errores de “instrumentación” y el PIRE II. Los éxitos en la disminución tanto de la inflación como del déficit del sector externo, sentaron las bases para que las autoridades decidieran en 1984 que era el momento de implantar una política que reactivara el crecimiento económico a través de la expansión del gasto público y la desaceleración del tipo de cambio, buscando con esto una expansión moderada de la actividad económica interna. El mayor gasto público fue posible gracias a una reducción en las tasas de interés. Pero esta política empezó a mostrar sus limitaciones a mediados de 1985 al rebasarse la meta anual establecida para el déficit público (la meta anual era de 2.2 miles de millones de pesos, y al final del año llegó a 4.5 miles de millones de pesos). A este aumento del déficit público se sumaron las

---

<sup>14</sup> El modelo de sustitución de exportaciones —también denominado *modelo de desarrollo hacia afuera*— consiste en que las exportaciones de manufacturas sustituyen en términos relativos la preponderancia de las exportaciones de petróleo y productos primarios en el conjunto total de las exportaciones.

presiones alcistas de la inflación, la pérdida del margen de subvaluación que afectó la competitividad de las exportaciones, la disminución de las reservas internacionales y el deterioro de la cuenta corriente. Este marco macroeconómico —que Villarreal (1988) llama “*shock* interno”— fue bautizado por los responsables de la política económica como un problema de “errores de instrumentación”, debido a una reactivación muy rápida de la economía, el florecimiento del déficit en las finanzas públicas y la lentitud en la liberación comercial. La respuesta se encaminó a contraer el crédito con una política monetaria restrictiva que aumentó el encaje legal, se llevó a cabo una fuerte contracción del gasto corriente del sector público, se estableció un ajuste al tipo de cambio y se profundizó la liberación comercial, reduciendo las tasas arancelarias y los controles cuantitativos a las importaciones.

- 3.- El *shock* externo por la caída del precio del petróleo y el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC). En el primer semestre de 1986 se experimentó una drástica caída en los precios internacionales del petróleo, que significó una pérdida de divisas por 8 mil 500 mdd. Prácticamente no entró al país ningún dólar fresco que compensara la pérdida por exportaciones petroleras. El *shock* fue absorbido por completo internamente a través de un ajuste recesivo que se manifestó en la contracción de la demanda agregada, la devaluación de la moneda y el aumento en las tasas de interés. El resultado fue el desplome del PIB real en -3.8 por ciento; la devaluación del tipo de cambio en 140 por ciento y la inflación alcanzó un nivel de 106 por ciento; el déficit financiero del sector público llegó a 16.3 por ciento del PIB y el déficit de la balanza en cuenta corriente fue de 1,270 mdd. En síntesis, el *shock* externo se absorbió con una recesión, mayor inflación y una devaluación real de más de 30 por ciento.

En junio de 1986 se inició la aplicación del PAC, cuyo objetivo era reactivar la economía en un marco de estabilidad de precios. Asimismo, se firmó un acuerdo con el FMI. Durante los primeros meses de 1987 la Bolsa Mexicana de Valores experimentó un vertiginoso crecimiento.

- 4.- El *shock* externo por la fuga de capitales (noviembre 1987 y el PSE). La baja en la bolsa de valores se inició en octubre de 1987 y alcanzó su punto más bajo en el mes de noviembre; se combinó con una tasa de interés real negativa y un desfase en el ajuste de tipo de cambio controlado, dando como resultado una alta demanda de dólares (como resultado de la inexistencia de mecanismos de control). Así, en noviembre de 1987 se da otro *shock* externo, pero ahora no por una baja en el precio del petróleo, sino por una fuga de capitales que alcanzó en éste mes la cifra de 3 mil 500 mdd.

Ante la magnitud de la presión en el mercado cambiario, y con el fin de proteger las reservas internacionales (que se habían reducido a un nivel de 10 mil a 11 mil mdd) las autoridades decidieron salirse del mercado de divisas, dándose en consecuencia una devaluación en el tipo de cambio. Esta devaluación en un primer momento fue en el tipo de cambio libre (40 por ciento), extendiéndose posteriormente al controlado (22 por ciento). Estos movimientos en la cotización del dólar alimentaron las expectativas de una mayor devaluación, incrementándose la dolarización, las perspectivas inflacionarias y la reetiquetación generalizada de los precios.

- 5.- PSE: Fase I. En el contexto de una alta presión inflacionaria que apuntaba hacia una hiperinflación (la inflación en 1987 creció a 159 por ciento), se elaboró un programa de estabilización antiinflacionario (o programa de ajuste deflacionario) llamado Pacto de Solidaridad Económica (PSE). La primera fase, compuesta por una realineación de los precios relativos de la economía, consistió en el aumento del 55 al 85 por ciento en los precios de la gasolina, electricidad, teléfonos, fertilizantes, transportes y otros bienes y servicios del sector público, y el ajuste de los salarios mínimos. También se realizó una reducción del gasto público del 3 por ciento del PIB y la aceleración de la liberalización comercial. El tipo de cambio controlado se devaluó en diciembre en 22 por ciento.
- 6.- PSE: Fase II. En marzo de 1988 se cambió la estrategia de deflación gradual por una estrategia que hiciera frente al carácter inercial de la inflación a través de una congelación de los precios líderes de la economía. Estas medidas significaron una congelación en los precios y salarios, en el tipo de cambio, en los precios y tarifas del sector público y, en consecuencia, en una baja de las tasas de interés.
- 7.- PSE: Fase III y IV. El 22 de mayo se anunció la prórroga de este instrumento de concertación para los meses de junio-agosto; la estrategia consistiría en mantener sin alzas los salarios, los precios y la paridad cambiaria. En esta fase se hizo mayor énfasis en la necesidad de revertir la tendencia alcista de algunos precios; se adoptó la medida de libre importación de maquinaria, implementos agrícolas y equipo de transporte usado, se anunció también la congelación de los precios y tarifas de los bienes y servicios del sector público, entre otras medidas. Las autoridades mantuvieron fijo el tipo de cambio del peso respecto al dólar.

La concertación del PSE en su fase IV se firmó el 14 de agosto para los tres últimos meses de la administración de Miguel de la Madrid. Destacan entre los principales puntos del acuerdo los siguientes: la fijación de los precios

y tarifas del sector público y el tipo de cambio del peso respecto al dólar, la eliminación del Impuesto al Valor Agregado (IVA) a los alimentos procesados y a los alimentos sujetos hasta el 31 de agosto a una tasa impositiva del 6 por ciento, así como una desgravación del 30 por ciento al pago del impuesto sobre la renta a las personas físicas con ingresos hasta cuatro veces el salario mínimo. Los salarios mínimos vigentes se mantendrían en su nivel hasta el 30 de noviembre de 1988.

El escenario de la última fase del PSE al parecer permitió una mejor perspectiva en la lucha contra la inflación. Destacan un mercado interno cada vez más deprimido; mayor escasez del crédito interno y pérdida de la captación financiera al desacelerar el proceso productivo; apertura comercial agresiva, acompañada de una mayor importación de bienes intermedios y de consumo final; reducción aún más drástica que en los años anteriores de la inversión productiva; un control de precios cada vez más riguroso, mayor pérdida del poder adquisitivo del salario y, por último, distorsiones en los precios relativos internos y externos a causa de la prolongada fijación del tipo de cambio, precios y tarifas públicas y desgravación selectiva del IVA.

### EVOLUCIÓN Y ESTRUCTURA DE LA BALANZA COMERCIAL

México ha enfrentado históricamente una restricción fundamental al crecimiento económico: el desequilibrio externo. En 1981 este desequilibrio se agudizó no obstante el incremento de los recursos disponibles que representaron las exportaciones de petróleo, los cuales contribuyeron en forma determinante a mantener una alta tasa de crecimiento del producto. Sin embargo, debido al vacío de cambios cualitativos inherentes a la estructura productiva, a la insuficiencia del aumento en la eficiencia económica de las empresas —públicas y privadas—, a la canalización de los recursos al consumo suntuario o a la adquisición de activos en el exterior, y a la acentuada dependencia tecnológica, entre otros factores —que se podrían resumir como la permanencia de las características estructurales de la economía mexicana— los ingresos petroleros no sólo resultaron insuficientes, sino que fue necesario complementarlos con endeudamiento externo para asegurar la continuidad del proceso de crecimiento económico.

Durante 1981 el déficit comercial representó el 41.1 por ciento del déficit corriente total. En este año, el déficit comercial, incluyendo seguros y fletes, por 4 mil 814 mdd (el cual representó un deterioro de 16.7 por ciento respecto a 1980) incidió en

forma determinante en el déficit de la cuenta corriente.<sup>15</sup> Las exportaciones sumaron 19 mil 379 mdd, en tanto que las importaciones totalizaron 24 mil 193 mdd (véase gráfica 2 “Exportaciones e importaciones totales, 1981-01/1988-12”). Estos agregados presentaron comportamientos menos dinámicos respecto a 1980, año en el que las exportaciones aumentaron 73.6 por ciento y las importaciones 54.3 por ciento. El menor dinamismo en las exportaciones de mercancías en 1981 se debió principalmente a la baja en el ritmo de expansión de los ingresos petroleros. A su vez, la disminución en la tasa de crecimiento de las importaciones se debió básicamente a los dos factores siguientes: 1) la notable expansión de la planta productiva —a fines del llamado *periodo populista*— que amplió las posibilidades de sustitución de importaciones, y 2) durante 1981 la política comercial actuó para restituir, al menos en parte, la protección efectiva real que la producción doméstica había venido perdiendo como consecuencia de la mayor inflación interna.

Asimismo, las elevadas tasas internacionales de interés causaron en 1981 una fuerte erogación por el servicio de la deuda externa. Los egresos relacionados con inversiones sumaron 8 mil 936 mdd (50.6 por ciento más que en 1980). De este total, 719 mdd correspondieron a las utilidades remitidas por empresas extranjeras, 5 mil 507 mdd a los intereses de la deuda pública externa, y 2 mil 710 mdd a intereses de la deuda privada. Así, las remuneraciones al capital extranjero como porcentaje de las exportaciones totales pasaron de 23.7 por ciento en 1980 a 29.2 puntos porcentuales en 1981 (IABM 1981).

El déficit en la cuenta corriente fue excedido considerablemente por las entradas netas de capital, que representaron 18 mil 153 mdd, magnitud 85.3 por ciento superior a la registrada en 1980. Es importante citar que el 82.1 por ciento de los recursos financieros netos fueron contratados a través de la deuda pública externa (14 mil 900 mdd), con lo que 1981 abre para México lo que se conoce en la literatura como la *década perdida*.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> En la determinación del déficit de la cuenta corriente hay que tomar en cuenta también, por supuesto, el déficit en la balanza de servicios financieros por 7 mil 601 mdd (un deterioro de 53.5 por ciento respecto a 1981), y un saldo positivo en servicios no financieros de 711 mdd (saldo favorable que se redujo 69.3 por ciento respecto a 1981) (IABM 1981).

<sup>16</sup> Además, en 1981 el sector privado —vía endeudamiento— generó un flujo neto de divisas de 4 mil 157 mdd, monto inferior al de 1980 (5 mil 608 mdd). Por inversión directa se observó un flujo neto hacia el país de 1,142 mdd, similar al del año previo. Se concedieron, en forma neta, 390 mdd por créditos al exterior, principalmente por parte del sector público. Los activos conocidos de mexicanos en bancos de otros países aumentaron en 1,604 mdd, y otros flujos netos de capital registrados en la balanza de pagos indican 52 mdd de salida neta de divisas. En el rubro de errores y omisiones se registró un egreso neto de divisas (fugas de capital) por 5 mil 506 mdd. El resultado final de las transacciones con el exterior, medido a través de la variación de la reserva del Banco de México, indica un aumento en este agregado por 1,012 mdd (IABM 1981).

En 1981 el valor total de las exportaciones de mercancías (19 mil 379 mdd) superó en 26.6 por ciento a la registrada un año antes. Sin embargo —al igual que en 1979 y 1980— el incremento en el valor de estas exportaciones se explica fundamentalmente por las del sector petrolero. Dado que estas exportaciones aumentaron casi 40 por ciento y sumaron 14 mil 563 mdd, representando el 75 por ciento de los ingresos de la balanza comercial, ello ilustra claramente lo que se ha dado en llamar la *petrolización* de la economía nacional.<sup>17</sup> Por su parte, las exportaciones no petroleras alcanzaron un monto nominal similar al del año anterior, algo más de 4 mil 800 mdd (en términos reales, una disminución de aproximadamente 11 por ciento). En general, todos los grupos que conforman las exportaciones de manufacturas evolucionaron desfavorablemente durante 1981.

En lo que concierne a las importaciones, por cuarto año consecutivo su tasa de crecimiento real excedió notablemente a la de la producción interna. No obstante, su tasa de crecimiento anual fue negativa durante 1982 y el primer semestre de 1983, recuperándose casi hasta mediados del segundo semestre de este último año (véase gráfica 2 “Exportaciones e importaciones totales, 1981-01/1988-12”). El valor de las importaciones de mercancías, excluyendo fletes y seguros, creció en 25 por ciento, lo que equivale aproximadamente a una tasa real de 13.5 por ciento. Sin embargo, cito sólo como referencia que este incremento fue sensiblemente menor a los que se registraron en el trienio 1978-1980. Tanto las importaciones del sector público como las del privado disminuyeron su ritmo de aumento. Las primeras pasaron de una tasa de crecimiento (nominal) de 69.1 por ciento en 1980 a una de 21.1 por ciento en 1981. En las segundas, durante el mismo lapso, la disminución fue de 46.9 a 27.2 puntos porcentuales. En lo relativo a la estructura de las importaciones, el hecho más destacado es que las adquisiciones de bienes de capital continuaron aumentando rápidamente; por lo tanto, el ajuste en la tasa de crecimiento de las importaciones se dio en los bienes intermedios, pero sobre todo en los de consumo.<sup>18</sup>

En consecuencia, durante 1981 el déficit en la cuenta corriente se amplió en forma notable (11 mil 704 mdd), monto superior en 73.1 por ciento al registrado en el año previo, el cual representó el 4.9 por ciento del PIB (proporción que fue de 3.6 por ciento en 1980). En síntesis, este deterioro en el sector externo —reitero:

---

<sup>17</sup> Puntualizo también que el petróleo crudo fue el componente predominante entre las exportaciones petroleras: se exportaron en promedio 1.1 millones de barriles diarios (mbd), con un valor unitario medio de 33.20 dólares, lo que significó un ingreso total de 13 mil 305 mdd. Así, en relación a 1980 el volumen exportado aumentó 32.2 por ciento y el precio promedio 6.7 por ciento (IABM 1981).

<sup>18</sup> La disminución en el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo e intermedios fue más o menos generalizada en todos los grupos de mercancías. Sin embargo, quizá el caso más destacado de sustitución de importaciones se dio en algunos productos agrícolas. El total de compras externas de mercancías agrícolas creció en sólo 15.8 por ciento en 1981, tasa que contrasta con la de 131 por ciento observada un año antes (IABM 1981).

no obstante una baja significativa en la tasa de crecimiento de las importaciones de mercancías— se explica por la conjunción de determinados factores, entre los que cabe destacar, en primer lugar, las condiciones adversas en el mercado internacional del petróleo, concretamente la caída en el precio real del hidrocarburo que, según el Banco de México, provocó que el país dejara de percibir casi 5 mil mdd (IABM 1981). En segundo término, la notable diferencia entre el elevado crecimiento económico interno y el observado en los países que constituyen los mercados tradicionales de México (es decir, la recesión económica internacional), la cual fue, en parte, causa de que las exportaciones no petroleras siguieran contrayéndose en términos reales y de que las importaciones continuasen aumentando a tasas notables. En tercer lugar, el ensanchamiento en el diferencial entre la inflación interna y externa.<sup>19</sup> Además, la situación competitiva de las exportaciones de México en Europa y Japón fueron agravadas por la fuerte revaluación que experimentó durante 1981 el dólar norteamericano respecto a las *divisas clave* de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Finalmente, hay que destacar también, por supuesto, la persistencia de los niveles sin precedente en las tasas de interés en los mercados internacionales de capital, mismas que tuvieron un efecto muy desfavorable sobre los egresos por servicio de la deuda externa (IABM 1981, CIDE 1982).

En cambio, para 1982 la balanza comercial tuvo un saldo anual positivo (por primera vez en 39 años), el cual se explica por la reducción de 9 mil 508 mdd en las importaciones de mercancías y el aumento de 1,904 mdd en las ventas de petróleo crudo y derivados, ya que las exportaciones no petroleras sufrieron una disminución de casi 7 por ciento respecto a 1981. Dicho entre paréntesis, el aumento neto de servicios financieros se debió en buena medida al notable incremento que tuvo la deuda pública externa, a partir del segundo semestre de 1981, ya que las tasas internacionales de interés se mantuvieron en niveles relativamente altos.

Asimismo, el ajuste de la economía mexicana a una menor disponibilidad de financiamiento externo durante 1982, se tradujo en una contracción significativa en el déficit en cuenta corriente, el cual sumó 2 mil 684 mdd. La recesión de la economía internacional, aunada a las “difíciles condiciones internas” experimentadas a lo largo de 1982, impidió que las alteraciones en la paridad del peso se reflejaran favorablemente en las exportaciones de la economía. Así, el total de las exportaciones de mercancías no petroleras y servicios no financieros sufrieron una baja real —la baja real más grande registrada en varios años.

El saldo favorable de la balanza comercial, excluyendo fletes y seguros, por 6 mil 584 mdd (que contrasta con el déficit corregido de 4 mil 510 mdd observado en

---

<sup>19</sup> Estas afectaron particularmente el turismo y las transacciones fronterizas (IABM 1981).

1981) incidió en el resultado de la cuenta corriente en 1982, además de un egreso neto de 10 mil 158 mdd por concepto de servicios financieros (superior en 34.6 por ciento al de un año antes) (IABM 1982).

Durante 1982 las exportaciones de mercancías representaron un valor de 21 mil 6.1 mdd, cantidad mayor en 8.2 por ciento a la observada en 1981. Este aumento se explica por el incremento de 13 por ciento en el valor de las exportaciones de crudo y sus derivados, puesto que las ventas no petroleras retrocedieron 6.5 por ciento.<sup>20</sup>

Por su parte, las importaciones de mercancías fueron el agregado macroeconómico que se ajustó con mayor rapidez a las condiciones adversas experimentadas por la economía mexicana durante 1982. El valor nominal de este agregado, que sumó 14 mil 421.6 mdd al cierre del año, experimentó una disminución de casi 40 por ciento en relación al de 1981. Se estima que la contracción en términos reales fue de 43 por ciento.<sup>21</sup>

Por sector institucional de transacción, durante 1982 las importaciones del sector privado y las del sector público se contrajeron en proporciones similares. Las importaciones privadas sumaron 9 mil 112 mdd, 39.7 por ciento menos que en 1981. Las del sector público representaron 5 mil 309 mdd, equivalentes a una contracción de 39.8 por ciento.

El análisis de las importaciones totales por tipo de bien indica que fueron las destinadas al consumo las que sufrieron la baja relativa más importante (45.9 por ciento, para totalizar 1,519.5 mdd), seguidas por las de bienes de capital (que sumaron 4 mil 502 mdd, contrayéndose en 40.6 por ciento). Las importaciones de bienes intermedios, que son las más cuantiosas dentro del total, llegaron en 1982 a 8 mil 400 mdd, lo que implica una caída de 38 por ciento respecto al año anterior.<sup>22</sup>

---

<sup>20</sup> Por otra parte, hay que señalar que la mejora en las ventas al exterior de productos manufacturados no fue general puesto que buena parte de las mercancías comprendidas en este grupo sufrieron caídas en su exportación que fueron más que compensadas por los aumentos observados en unos cuantos productos. Asimismo, la contracción de las exportaciones no petroleras por un valor de 4 mil 529 mdd es atribuible a la caída observada en las ventas de productos primarios, tanto del sector agrícola como de las industrias extractivas, ya que las provenientes del sector manufacturero tuvieron un ligero crecimiento nominal de 4 por ciento (IABM 1982).

<sup>21</sup> Quizá sea apropiado comentar aquí que la tendencia de crecimiento acelerado que habían observado las importaciones de mercancías desde 1978, comenzó a modificarse en el segundo trimestre de 1981, ya que la tasa de aumento anual de las importaciones, medida a precios corrientes, se tornó decreciente, reduciéndose al 8.4 por ciento durante el último trimestre de 1981. Este dato contrasta con la tasa promedio de 54 por ciento registrada de 1978 a 1980. En el primer trimestre de 1982, el valor absoluto de las importaciones comenzó a presentar disminuciones respecto a las cantidades comparables del año anterior, fenómeno que no ocurría desde 1977. La caída fue sistemática a lo largo del año, pero se agudizó en el tercero y cuarto trimestres. En este último lapso, el valor de las mercancías importadas fue 66 por ciento inferior al registrado en los últimos tres meses de 1981 (IABM 1982).

<sup>22</sup> Por sector económico de origen de las importaciones, el grupo que sufrió la caída más considerable fue el de los productos agrícolas y silvícolas, cuyo valor disminuyó en 58 por ciento (IABM 1982).

En síntesis, la contracción en el nivel de las importaciones de mercancías durante 1982 se explica básicamente por la conjugación de los siguientes factores: el virtual estancamiento de la economía nacional, las modificaciones en la paridad cambiaria, y el agudo proceso de racionamiento de divisas que prevaleció en los últimos cinco meses del año.

En 1983, por segundo año consecutivo la balanza comercial mostró un notable saldo positivo (13 mil 678.3 mdd, lo que significa 101.4 por ciento superior al registrado en 1982), el cual fue resultado de una reducción de 6 mil 716.5 mdd en la importación de mercancías (-46.5 por ciento en relación a 1982) y de un aumento de 169.1 mdd en las exportaciones totales (IABM 1983). Este último, a su vez, fue resultado de una reducción en el valor de las exportaciones de petróleo que fue compensado por incrementos sustanciales de las exportaciones manufactureras y, en menor medida, de las agropecuarias.

El comportamiento de la balanza comercial y, en general, de la balanza de pagos durante 1983 se explica por la combinación de diversos factores: un aumento sustancial en el ahorro interno como consecuencia principalmente de la corrección en las finanzas públicas, la subvaluación del peso, el control de cambios, la recesión económica, la reestructuración de la deuda externa pública y privada, y las disminuciones en las tasas de interés internacionales y en el precio mundial del petróleo crudo.

El ajuste en la paridad peso-dólar efectuado durante 1982 fue de 5.7 veces en el mercado libre y 3.7 en el controlado. Por supuesto, sus efectos sobre las balanzas comercial y de pagos fueron decisivos. Uno de los objetivos principales de la “nueva política cambiaria” en 1983 fue desalentar las importaciones y promover las exportaciones. La carga de la deuda externa y la dificultad de contratar financiamiento externo adicional hicieron imprescindible un superávit en la balanza comercial.

Asimismo, la regulación del mercado de cambios, sujeto por primera vez a normas y controles, y la escasa disponibilidad de divisas a fines de 1982 y principios de 1983, produjeron niveles excepcionalmente bajos de importaciones (sobre todo en los primeros dos meses de 1983). La recesión económica, por su parte, contribuyó a reducir los requerimientos de importaciones. Presumiblemente se vieron abatidas, además, por un vigoroso proceso de sustitución de importaciones inducido por las dificultades iniciales para obtener divisas y por el nivel del tipo de cambio. Las exportaciones no petroleras también respondieron al mayor tipo de cambio, así como a la necesidad de generar más divisas para cumplir con algunas obligaciones y suplir el flujo de efectivo, resultado de la caída en el mercado interno.

Es conveniente citar también otros elementos importantes para aliviar —o bien, aminorar o mitigar— las presiones sobre el mercado de divisas: la reestructuración de la deuda pública a finales de 1982, la obtención de recursos adicionales de la banca

internacional, y el anuncio y puesta en marcha del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA).<sup>23</sup>

Así, los factores aludidos en los párrafos precedentes contribuyeron a un superávit de 5 mil 545.7 mdd en la cuenta corriente de 1983, mientras que en 1982 hubo un déficit por 4 mil 878.5 mdd. El paso de uno a otro representa un ajuste anual sin precedente de 10 mil 400 mdd. El superávit en cuenta corriente de 5 mil 545.7 mdd se explica por un saldo en la balanza comercial de 13 mil 678.3 mdd (superior en 101.4 por ciento al registrado en 1982), un egreso neto por 8 mil 980.1 mdd por concepto de servicios financieros (inferior en 15.1 por ciento al obtenido en 1982), y un superávit en servicios no financieros por 847.6 mdd (que se compara favorablemente con el déficit de 1,090.2 mdd en 1982) (IABM 1983).

Durante 1983 las exportaciones de mercancías ascendieron a 21 mil 398.8 mdd, monto que representa un magro crecimiento de 0.8 por ciento en relación al de 1982.<sup>24</sup> La contracción de la demanda interna, la devaluación del peso y la recuperación de la economía de Estados Unidos se combinaron para estimular las exportaciones de productos no petroleros, que en su conjunto crecieron 13.6 por ciento y llegaron a 5 mil 397.1 mdd. Durante 1983 el país vendió al exterior productos manufacturados no petroleros por 3 mil 665.5 mdd, cantidad que es 21.5 por ciento mayor a la de 1982, lo que representó el crecimiento más alto de los últimos seis años. La participación de estas exportaciones en el total pasó de 14.2 por ciento en 1982 a 17.1 por ciento.<sup>25</sup>

Por lo que respecta a las importaciones (que en 1982 se redujeron 40 por ciento) registraron una contracción adicional de 47 por ciento durante 1983, alcanzando un monto de 7 mil 720.5 mdd. Si se deducen de las compras externas los productos básicos (maíz, trigo, sorgo, semilla de soya, azúcar y leche), la tasa de descenso de 1983 se sitúa en 56 por ciento.

En cuanto a la composición de las importaciones por tipo de bien, las compras de artículos de consumo fueron las que registraron el descenso relativo más pronunciado (63.4 por ciento respecto a los niveles de 1982). Dentro de este grupo,

---

<sup>23</sup> Además, la disminución en las tasas de interés internacionales más que compensó los aumentos en las comisiones bancarias y representó un ahorro de mil 403 mdd (IABM 1983).

<sup>24</sup> Este aumento fue consecuencia de las exportaciones de manufacturas, ya que el valor de las exportaciones de crudo, que representó 69.1 por ciento del total, cayó 5.3 por ciento en relación a 1982. Este comportamiento, a su vez, fue resultado de un aumento de 2.8 por ciento en el volumen de barriles diarios (1.534 mdb) y de una disminución en el precio promedio de exportación de 7.9 por ciento (IABM 1983).

<sup>25</sup> Las exportaciones manufactureras más dinámicas fueron, por lo general, las producidas en instalaciones que desde su inicio estaban orientadas a surtir el mercado externo (entre las que destacan los motores de automóviles, que forman parte de la rama de "productos metálicos, maquinaria y equipo", que registraron ventas por 20.6 por ciento más que en 1982) (IABM 1983).

la importación de bienes de consumo no alimenticios cayó 85.3 por ciento. Por su parte, la importación de bienes de capital, que sumó 1,818.9 mdd, se redujo 59.6 por ciento, en tanto que la de artículos de consumo intermedio lo hizo en 36.5 por ciento y llegó a 5 mil 346.8 mdd.

En relación a la clasificación por sectores institucionales, las importaciones del sector privado se redujeron 61.5 por ciento respecto a 1982, y alcanzaron un monto de 3 mil 477.3 mdd, mientras que las del sector público disminuyeron 21.4 por ciento y sumaron 4 mil 158.8 mdd. La menor caída en las importaciones del sector público obedece a que éstas incluyen las de granos.

Con base al sector económico de origen, las importaciones de productos agrícolas y silvícolas fueron las únicas que registraron un aumento en relación a 1982, de 74.6 por ciento, para llegar a un monto total de mil 619 mdd<sup>26</sup> (IABM 1983).

En 1984 la balanza comercial arrojó un superávit de 12 mil 799 mdd y la balanza de servicios y transferencias tuvo un déficit de 8 mil 832 mdd. Ambos factores incidieron en forma decisiva en el superávit en la cuenta corriente de 3 mil 967 mdd, menor en 1,356 mdd al de 1983. Los resultados de la balanza comercial y de la balanza de servicios y transferencias representaron un ligero deterioro en relación a los de 1983, cuando estas cuentas arrojaron saldos superavitarario y deficitario, de 13 mil 761 y 8 mil 437 mdd, respectivamente (IABM 1984).

Durante 1984, por un lado, la recuperación de la producción interna elevó las importaciones y los egresos de ciertos rubros (turismo, transacciones fronterizas y otros servicios no factoriales) y, por otro, el crecimiento de los países desarrollados impulsó las exportaciones de bienes y servicios, compensando así los efectos de la reducción del tipo de cambio real y de otros factores adversos en la economía internacional (*v. gr.*, el aumento en las tasas de interés internacionales y las medidas proteccionistas de algunos países a los que México exporta). (ver gráficas 3 y 4, “Balanza comercial total, 1980-01/1988-12” e “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”).

No obstante, en marcado contraste con 1983, cuando el superávit comercial se derivó fundamentalmente de una reducción de 41 por ciento en las importaciones, en 1984 el saldo superavitarario resultó principalmente de un aumento de 18 por ciento en las exportaciones no petroleras (que en 1983 habían crecido ya 32 por ciento). Este incremento compensó el estancamiento de las exportaciones petroleras y permitió financiar la recuperación de las exportaciones (de 32 por ciento). Sin

---

<sup>26</sup> Al parecer, esto se debió a que 1982 fue un mal año agrícola. Destacan las compras externas de maíz por un valor casi 16 veces mayor al de 1982, de sorgo, y de semilla de soya. Por su parte, las importaciones de manufacturas fueron por 5 mil 831.6 mdd, cifra 7 mil 139.8 mdd inferior a la registrada en 1982, y más de 15 mil mdd a la de 1981. Casi todos los productos de esta clasificación se importaron en menores cantidades (IABM 1983).

embargo, según el Banco de México, el elevado nivel de la protección comercial, al favorecer la producción de artículos cuyos precios y calidad no son competitivos internacionalmente, impidió que la reasignación de recursos hacia el sector de bienes comerciables fuese más amplia. Hago notar también que conforme la actividad económica repuntó y el valor del tipo de cambio real se redujo (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”), el valor mensual de las exportaciones de manufacturas no petroleras se estancó en los niveles que había alcanzado a finales de 1983, y el saldo mensual de la balanza comercial, que desde agosto de 1983 había sido superior a los 1,000 mdd, se mantuvo por debajo de esta cifra en el segundo semestre del año (IABM 1984).

Por otra parte, el aumento de 5 por ciento en el déficit en la balanza de servicios y transferencias es atribuible al aumento de los egresos por servicios financieros provocado por el alza en las tasas internacionales de interés, ya que los demás ingresos por servicios aumentaron. Así, el rubro de servicios factoriales (compuesto fundamentalmente por los financieros) registró salidas netas por 10 mil 218 mdd, en tanto que en el de servicios no factoriales y transferencias hubo un superávit de 1,386 mdd.

En 1984, no obstante que las exportaciones totalizaron 24 mil 54 mdd (un crecimiento de 8 por ciento respecto a 1983), el comportamiento de los diversos renglones de exportación fue muy diverso, ya que mientras las exportaciones petroleras crecieron 4 por ciento, las no petroleras sumaron 7 mil 452 mdd (contra 6 mil 295 mdd en 1983).<sup>27</sup> Por su parte, las exportaciones de la industria manufacturera no petrolera registraron durante 1994 una tasa elevada de crecimiento de 19 por ciento.

Por lo que toca a las importaciones, sin considerar fletes y seguros, que en 1983 disminuyeron 41 por ciento, aumentaron 32 por ciento en 1984, representando así un egreso total de 11 mil 254 mdd. Este repunte se debió principalmente a la reactivación de algunos sectores industriales y al crecimiento de las compras de insumos para productos destinados a la exportación, habiendo sido las importaciones del sector privado, tanto de bienes de uso intermedio como de bienes de capital, las que mostraron los mayores incrementos (57 y 42 por ciento, respectivamente). En 1983, estos dos rubros habían registrado caídas de 45 y 60 por ciento, respectivamente. Se estima que las importaciones privadas relacionadas directamente con la exportación sumaron 1,123 mdd en 1984, lo que representó el 17 por ciento de sus exportaciones.

---

<sup>27</sup> El volumen promedio de la exportación diaria de crudo durante 1984 fue de 1,524.7 mdb, cifra ligeramente inferior a la de 1983 (1,534 mdb). Esta reducción se debió a que México disminuyó en 100 mil barriles diarios su exportación de crudo ligero a partir de noviembre, con el fin de reducir el desequilibrio que en el último trimestre del año se observó en los mercados internacionales del crudo. Toda vez que el precio del crudo tipo *maya* registró cierta elevación durante el año, tanto el precio promedio del crudo exportado como los ingresos totales por exportación aumentaron ligeramente respecto a sus niveles de 1983, pasando el primero de 26.42 dólares por barril en el año anterior a 26.82 dólares en 1984, y los ingresos de 14 mil 793 a 14 mil 968 mdd (IABM 1984).

Las importaciones de bienes de consumo significaron un egreso de divisas de 848 mdd, cifra superior en 38 por ciento a la del año anterior, que fue de 614 mdd.<sup>28</sup> Por su parte, las compras en el exterior de bienes de uso intermedio representaron egresos por 7 mil 833 mdd (37 por ciento más que en el año anterior).<sup>29</sup> Las importaciones de bienes de capital aumentaron 17 por ciento durante 1984, elevándose a 2 mil 573 mdd. Este crecimiento se debió exclusivamente al aumento de 42 por ciento en las importaciones del sector privado, que ascendieron a 1,666 mdd, ya que las del sector público, que totalizaron 907 mdd, se redujeron 12 por ciento respecto a las de 1983.

Durante 1985 la balanza comercial experimentó un deterioro que impactó en el superávit de la cuenta corriente, el cual tuvo una reducción importante al sumar 541 mdd, contra 4 mil 238 mdd en 1984, descenso que se produjo no obstante que el déficit de servicios y transferencias disminuyó en 838 mdd. El deterioro de la balanza comercial fue de 64.95 por ciento respecto al año previo: su excedente de 8 mil 406 mdd se ubicó por debajo de los 12 mil 942 mdd de 1984 (IABM 1985). Asimismo, el crecimiento de la economía y la caída del tipo de cambio real controlado (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”) durante la primera mitad del año estimularon las importaciones y los egresos por servicios no factoriales, fenómeno que a su vez deterioró el saldo comercial del sector privado. En la segunda mitad del año, el aumento del tipo de cambio controlado mejoró la competitividad externa de la economía, lo cual afectó positivamente la balanza comercial. Entre los factores externos adversos destacan la caída en el precio internacional del petróleo y el proteccionismo comercial de algunos países que dificultó el acceso de los productos del país a los mercados externos. Estas circunstancias negativas se vieron parcialmente compensadas por el crecimiento de las principales economías industrializadas y por el descenso de las tasas internacionales de interés.

La reducción en el superávit comercial resultó de la combinación de menores exportaciones y mayores importaciones. Las exportaciones de mercancías sumaron 21 mil 866 mdd, 10 por ciento menos que el año anterior. Este descenso, el primero en quince años, fue general. Las exportaciones del sector petrolero (14 mil 767

---

<sup>28</sup> De este total, las importaciones realizadas por el sector público ascendieron a 529 mdd, lo que significa un incremento de 33 por ciento respecto a las de 1983, explicable por el aumento de las importaciones de frijol y gas butano y propano, y por la reducción de las de azúcar y leche en polvo (61 y 23 por ciento). Por su parte, las compras de este tipo de bienes del sector privado totalizaron 319 mdd (47 por ciento más que en 1983) (IABM 1984).

<sup>29</sup> El sector público adquirió insumos por 3 mil 353 mdd, monto superior en 16 por ciento al del periodo anterior. Las importaciones de bienes de uso intermedio del sector privado mostraron un mayor dinamismo, sumando un total de 4 mil 480 mdd, que representa un incremento de 57 por ciento respecto al de 1983 (IABM 1984).

mdd), cayeron 11 por ciento por las dificultades para colocar el petróleo crudo y por la caída en su precio internacional.<sup>30</sup> Por su parte, las exportaciones no petroleras cayeron 7 por ciento. El descenso en la exportación de manufacturas no petroleras fue de 6 por ciento.

Por lo que respecta a las importaciones, estas se incrementaron por segundo año consecutivo. El total de las importaciones aumentaron 20 por ciento, llegando a 13 mil 460 mdd. Este aumento reflejó el crecimiento de la economía, especialmente del sector privado. Las importaciones de este sector aumentaron 41 por ciento, contra una caída de 9 por ciento en las del sector público. Por importaciones de bienes de consumo se erogaron 1,075 mdd, 27 por ciento más que en 1984. Las importaciones de bienes intermedios —como siempre, las de mayor participación en el total— crecieron 17 por ciento al adquirirse 9 mil 162 mdd. Las importaciones públicas de insumos por 2 mil 916 mdd representaron 32 por ciento del total, frente a 43 por ciento en 1984 y 50 por ciento en 1983. La importación de insumos por parte del sector privado fue de 6 mil 247 mdd, mayor en 39 por ciento que la de 1984. Por su parte, la importación de bienes de capital creció 25 por ciento en el año, al sumar 3 mil 223 mdd. Este incremento se debió al sector privado, cuyas compras ascendieron a 2 mil 319 mdd (39 por ciento mayores), en tanto que en el sector público erogó 904 mdd, cifra que significa un descenso de menos de uno por ciento (IABM 1985).

Es importante destacar que en 1985 se adoptaron medidas de política comercial que representaron la primera etapa en el proceso de liberalización del comercio internacional del país. En el mes de julio “se aceleró el programa de sustitución de los permisos previos de importación por un sistema arancelario moderno y eficaz” (IABM 1985). Se partió de dos consideraciones: 1) que la excesiva protección y discrecionalidad que se derivan de un sistema comercial que se apoya en los permisos había generado situaciones injustificadas de privilegio en perjuicio del consumidor, de la productividad del aparato productivo, de la generación de exportaciones y del empleo; y 2) que el sistema de permisos también había contribuido a evitar el abatimiento de la inflación. En función de ello, el porcentaje de las fracciones de la tarifa sujetas a permiso pasó de 56 por ciento (75 por ciento del valor de las importaciones totales) a 11 por ciento (39 por ciento del valor de las importaciones).

Asimismo, la sustitución de los permisos previos por aranceles se acompañó por aumentos arancelarios; el arancel promedio ponderado de toda la tarifa de importación pasó de 8.6 a 12.4 por ciento. Así también, se redujo de 8.6 a 4.5 por ciento el arancel

---

<sup>30</sup> El precio promedio de la mezcla istmo-maya disminuyó casi dos dólares en el año, al pasar de 26.34 dólares por barril en el primer semestre a 24.50 dólares en el segundo. Por las dificultades aludidas, se llegó a una plataforma de exportación de 1.438 mbd de petróleo crudo, en lugar de 1.5 mbd programados (IABM 1985).

promedio correspondiente a fracciones que aún requieren permiso, y se aumentó de 8.9 a 17.4 por ciento el de los productos liberalizados (IABM 1985).<sup>31</sup>

La reducción en el superávit comercial en 1986, el cual pasó de 8 mil 452 mdd en 1985 a 4 mil 599 mdd en 1986, coadyuvó a que la cuenta corriente, que a partir de 1983 había tenido saldos positivos, arrojara un déficit de 1,270 mdd. Este deterioro del superávit comercial fue compensado en parte por la disminución de 1,346 mdd en el déficit de servicios y transferencias (IABM 1986).

La caída en el superávit de la balanza comercial se debió a un descenso de 8 mil 460 mdd en la exportación petrolera, que fue parcialmente compensado por una reducción de mil 780 mdd en las importaciones y un incremento de 2 mil 827 mdd en las ventas no petroleras. Por otra parte, en la disminución por segundo año consecutivo del déficit de la balanza de servicios y transferencias (19 por ciento), influyó en gran medida el ahorro en el pago de intereses. Así, el déficit de servicios factoriales, que es el principal componente de esta balanza, disminuyó 16 por ciento, mientras que el superávit de servicios no factoriales y transferencias se redujo 6 por ciento.

En 1986 la evolución de la balanza de comercial estuvo determinada por la conjunción de factores internos y externos. El entorno internacional fue adverso tanto por la abrupta caída de los precios internacionales del petróleo, que implicó una pérdida de ingresos sin precedente para el país, y por la dificultad —que se agudizó en los primeros siete meses del año— para obtener recursos en los mercados internacionales de capital. En contrapartida, las tasas internacionales de interés disminuyeron y, aunque en términos reales continuaron siendo altas, en términos nominales se ubicaron a niveles similares a los de 1976. La economía nacional, por otra parte, se caracterizó por la caída de la producción, el aumento del tipo de cambio real (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”) y la restricción crediticia.

Como resultado de los factores aludidos y de una importante amortización de pasivos, en el primer semestre el mercado cambiario estuvo sujeto a fuertes presiones. En los últimos cinco meses del año esta situación se revirtió en cierta medida, como resultado del acuerdo con la comunidad bancaria internacional y de la restricción crediticia.

La caída del precio internacional del crudo significó una pérdida de ingresos para el país por 8 mil 460 mdd. No obstante, la reserva de activos internacionales creció en 985 mdd como resultado del aumento a las exportaciones no petroleras (2 mil 827 mdd), de la caída de las importaciones (1,780 mdd), del efecto combinado de

---

<sup>31</sup> Durante el primer semestre se eliminaron 578 precios oficiales que correspondían a fracciones genéricas, de negativa automática y de las que mostraban muy bajos niveles de importación, pero a partir de julio se impusieron 437. A fines de 1985 existían alrededor de 1,200 precios oficiales que se aplicaban a cerca de 15 por ciento del valor de las importaciones (IABM 1985).

la última reestructuración de la deuda pública externa y de la reducción de las tasas internacionales de interés (1,813 mdd), de la disminución de los activos de mexicanos en el exterior (1,115 mdd) y del aumento en el financiamiento neto del exterior (250 mdd) (IABM 1986).

Las exportaciones de mercancías totalizaron 16 mil 31 mdd (26 por ciento menos que en 1985). Esta disminución se debió a la caída de 57 por ciento en las exportaciones petroleras,<sup>32</sup> toda vez que las no petroleras aumentaron 41 por ciento y totalizaron 9 mil 724 mdd.<sup>33</sup>

La dinámica de las exportaciones de manufacturas (7 mil 116 mdd) se mantuvo a lo largo del año y permitió que este renglón aumentara 2 mil 138 mdd respecto al año anterior. Dicho incremento representó 76 por ciento de las divisas adicionales generadas en 1986 por la exportación no petrolera y determinó la desaparición del saldo comercial negativo del sector privado. El crecimiento de las exportaciones se dio en muchas ramas, y se explica tanto por el aumento del tipo de cambio real (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”), como por la contracción de la demanda interna y la política comercial, fenómenos todos ellos que estimularon a las empresas a canalizar una mayor proporción de su producción a los mercados de exportación.

Es importante destacar que, sobre todo para la exportación de manufacturas, se utilizó con gran dinamismo el régimen de importación temporal. Las ventas externas de productos cuyos insumos entraron al país bajo este mecanismo se incrementaron 96 por ciento, en tanto que las que utilizaron el sistema definitivo aumentaron 29 por ciento. En consecuencia, la participación de las primeras en el total exportado de manufacturas pasó de 21 por ciento en 1985 a 29 por ciento en 1986.

Las importaciones de mercancías sumaron 11 mil 432 mdd, lo que representa un descenso de 14 por ciento. Las importaciones del sector público disminuyeron 24 por ciento, en tanto que las del sector privado se redujeron 8 por ciento. Como resultado de las medidas de política comercial iniciadas en julio de 1985, las importaciones de algunos bienes que con anterioridad estaban sujetos al requisito de

---

<sup>32</sup> Desde los primeros meses del año se observó un debilitamiento del mercado internacional del petróleo, el cual se agudizó progresivamente hasta julio. A partir de agosto los precios repuntaron ligeramente como resultado del acuerdo de los principales productores para reducir sus cuotas de producción en un intento por estabilizar el mercado. No obstante, el precio promedio anual de la mezcla istmo-maya disminuyó 13.48 dólares al pasar de 25.35 dólares por barril en 1985 a 11.87 dólares en 1986. El volumen de exportación se redujo 10 por ciento para llegar a 1.288 mbd, y el valor de las ventas, que en 1986 sumó 5 mil 580 mdd, cayó 58 por ciento (IABM 1986).

<sup>33</sup> Entre los conceptos que integran las exportaciones no petroleras destacan las ventas externas del sector agropecuario, las cuales crecieron 49 por ciento, primordialmente como resultado de una mejoría en los precios de los principales productos de este rubro (IABM 1986).

permiso previo, aumentaron. No obstante, las importaciones hechas bajo el régimen definitivo disminuyeron 19 por ciento, mientras que las operaciones bajo el régimen temporal —que en su mayoría corresponden a insumos para exportaciones de manufacturas— crecieron 43 por ciento.

Las importaciones de bienes de consumo totalizaron 846 mdd, lo que representó una disminución de 22 por ciento respecto al año anterior. En lo que respecta a las importaciones de bienes intermedios, se adquirieron mercancías por 7 mil 632 mdd, cifra 15 por ciento menor a la de 1985.<sup>34</sup> Finalmente, las importaciones de bienes de capital (2 mil 954 mdd) decrecieron 7 por ciento respecto a 1985.<sup>35</sup>

Durante 1986 continuó el proceso de racionalización de la protección mediante la sustitución de permisos previos de importación por aranceles. Al uso más intensivo del arancel se añadió el inicio de un programa de desgravación, la eliminación de algunos precios oficiales y la reglamentación contra prácticas desleales en el comercio exterior. No obstante, el porcentaje del valor de la producción que gozaba de protección aún se consideraba alto.

En lo que se refiere al permiso previo de importación, al inicio de 1986 había 839 fracciones controladas que representaban 10.4 por ciento del número total de fracciones, y 35.1 por ciento de las importaciones realizadas en 1985. En el transcurso de 1986 el número de fracciones controladas se redujo a 638. Por lo que respecta a los aranceles, se puso en marcha un programa de desgravación que contempló la convergencia de las tasas arancelarias a sólo cinco niveles, entre cero y 30 por ciento, hasta finales de 1988. Al ponerse en marcha el programa existían 10 tasas arancelarias con una máxima de 100 por ciento.

Las medidas adoptadas en materia de aranceles durante 1986 disminuyeron tanto la media arancelaria (de 25.5 a 22.6 por ciento) como su dispersión (la cual, medida por el coeficiente de variación se redujo de 18.8 a 14.1 por ciento), niveles ligeramente inferiores a los observados al inicio de 1985. En ese año, tanto la media como la dispersión arancelaria aumentaron a consecuencia de la elevación de aranceles con que se compensó la eliminación de los permisos previos.

En lo relativo al uso del mecanismo de precios oficiales, el número de fracciones con precio oficial disminuyó de 1,191 a principios de 1986 a 960 al 31 de diciembre

---

<sup>34</sup> Las compras de insumos del sector público cayeron 31 por ciento. Por su parte, el sector privado importó insumos por 5 mil 621 mdd (7 por ciento menos que en 1985). Esta disminución se debió a una caída de 17 por ciento en las operaciones de régimen definitivo, toda vez que las compras sujetas al régimen de importación temporal aumentaron 67 por ciento (IABM 1986).

<sup>35</sup> Las compras del sector público aumentaron 2 por ciento, en tanto que el sector privado disminuyó en 10 por ciento sus compras externas de bienes de capital que así totalizaron 2 mil 22 mdd, cifra que representa 25 por ciento de las importaciones del sector privado (IABM 1986).

del mismo año, y su participación en el valor importado descendió de 9.1 a 7.6 por ciento; quedaron pendientes para principios de 1987 la derogación de 238 precios oficiales. Se preveía que los precios oficiales desaparecerían a fines de 1987, y se sustituirían por impuestos compensatorios provisionales y definitivos.

En 1987 el incremento en el superávit comercial (3 mil 800 mdd) y la mejoría observada por tercer año consecutivo en el déficit de servicios y transferencias (1,800 mdd) incidieron en forma determinante en el superávit de la cuenta corriente de 3 mil 900 mdd (que contrasta con el déficit de 1,700 mdd en 1986) (IABM 1987).

El saldo superavitario de la balanza comercial fue resultado de un crecimiento de 4 mil 600 mdd en las exportaciones y de 800 mdd en las importaciones. En 1987 las exportaciones sumaron 20 mil 700 mdd y crecieron 29 por ciento en relación a 1986, después de que en ese año habían disminuido 26 puntos porcentuales con respecto a 1985. En este resultado influyeron tanto la notable recuperación de las exportaciones petroleras,<sup>36</sup> que aumentaron 37 por ciento, como de las manufacturas, cuyas exportaciones crecieron 39 por ciento.

Las exportaciones de productos no petroleros crecieron por segundo año consecutivo y alcanzaron un monto sin precedente de 12 mil mdd, cifra 24 por ciento superior a la del año anterior. En este incremento fue determinante el comportamiento de las exportaciones de productos manufacturados. Efectivamente, las exportaciones de manufacturas, que desde 1986 mostraron un notable dinamismo, crecieron 39 por ciento en valor durante 1987 y sumaron 9 mil 900 mdd. La participación de este rubro en la exportación total, a pesar de la importante recuperación de las exportaciones petroleras, pasó de 44 por ciento en 1986 a 48 por ciento en 1987. El incremento en la exportación manufacturera resultó significativo porque se dio sobre los ya elevados niveles de 1986 y porque aumentó no obstante la recuperación de la demanda interna. Presumiblemente esta expansión tuvo apoyo determinante en la apertura comercial, en el sentido que permitió a las empresas mexicanas el acceso a insumos, precios y calidad internacionales.

Después de una caída de 14 por ciento en 1986, durante 1987 las importaciones crecieron 7 por ciento y alcanzaron la suma de 12 mil 200 mdd. Las importaciones del sector privado sumaron 9 mil 400 mdd y registraron un crecimiento de 17 por

---

<sup>36</sup> El repunte de los precios del petróleo en agosto de 1986, resultado del acuerdo entre los países de la OPEP —del que México no es miembro— para mantener sus cuotas de producción y exportación continuó hasta julio de 1987 cuando alcanzó su nivel más alto (18.04 dólares por barril). Posteriormente los precios del petróleo mostraron una tendencia errática a la baja. Como resultado, el precio de la mezcla mexicana alcanzó un promedio de 16.04 dólares en el año, 35 por ciento superior (4.20 dólares) al de 1986. El volumen exportado aumentó 4.4 por ciento, al pasar de 1.288 mbd en 1986 a 1.345 en 1987. La combinación del aumento en precio y volumen resultó en un incremento de 41 por ciento en el valor de las ventas, que sumaron 7 mil 900 mdd (IABM 1987).

ciento a tasa anual. Por su parte, las importaciones del sector público (2 mil 800 mdd), mostraron un descenso de 17 por ciento.

El aumento registrado en la importación privada respondió en orden de importancia a los siguientes factores: a la orientación de una mayor parte de la producción manufacturera hacia el mercado externo, al proceso de apertura comercial y a la reactivación a partir de abril de la demanda interna. El aumento de las exportaciones propició un uso más intensivo del régimen de importación temporal, bajo el cual ingresaron al país 2 mil 500 mdd de mercancías, cifra que representa un crecimiento de cerca de 60 por ciento en relación a 1986.

Las importaciones de bienes de consumo descendieron 9 por ciento. Esta baja se debió a una disminución en las compras del sector público (29 por ciento). Por su parte, las importaciones de bienes intermedios aumentaron 16 por ciento; comportamiento que se explica por las compras del sector privado (7 mil 100 mdd), que representó un incremento anual del 26 por ciento. Dentro de un panorama de aumentos generalizados en las compras privadas, conviene señalar que el sector privado realizó una parte de las compras que normalmente realizaba el sector público. El aumento en las compras externas privadas obedeció, ante todo, al uso del régimen temporal de importación que se utiliza con fines de reexportación. Así, bajo este régimen las compras aumentaron 74 por ciento y mostraron dinamismo durante todo el año, en tanto que las importaciones de carácter definitivo mostraron tasas negativas en el primer semestre, y positivas en el segundo, para registrar en su total anual, un incremento de 14 por ciento. Por lo que hace a las compras de bienes intermedios del sector público, éstas descendieron 14 por ciento y sumaron 1,700 mdd (IABM 1987). Respecto a la adquisición de bienes de capital del exterior, esta representó una erogación de 2 mil 600 mdd, cantidad 11 por ciento menor que la que correspondiente al año previo.

En síntesis, el aumento en el superávit primario del sector público, relacionado en parte con la favorable evolución de los precios del petróleo y el alto nivel de competitividad del país —en términos de costos— propiciaron un desempeño favorable de la balanza de pagos en 1987. Adicionalmente, los resultados de la exportación, la maquila, el turismo, el financiamiento neto del exterior al sector público, y la inversión extranjera, influyeron para que las reservas internacionales del Banco de México registrara un aumento sin precedente de 6 mil 924 mdd. Lo anterior fue posible no obstante el incremento de las importaciones, la fuerte liquidación de deuda privada, y el aumento del financiamiento a las exportaciones.

En 1987 la política comercial continuó con el proceso de racionalización de la protección. Así, se intensificó la desgravación arancelaria. El 15 de diciembre de 1987 se estableció un arancel máximo de 20 por ciento; se eliminaron la totalidad de los

960 precios oficiales vigentes al 31 de diciembre de 1986; se eximió del requisito de permiso de importación a 334 fracciones, y se impuso el mismo a otras 25, por lo que a fines de 1987 sólo quedaban 329 fracciones sujetas a control. Estas fracciones representaron únicamente el 23 por ciento de las importaciones, en comparación con la proporción de 31 por ciento que regía al cierre de 1986.

El proceso de eliminación de precios oficiales concluyó durante 1987. Los 960 precios oficiales que existían a principios de 1987 fueron derogados en el transcurso del año. Respecto al proceso de desgravación, en marzo se cumplió la segunda etapa del programa de reducción de aranceles iniciado en abril de 1986; se modificaron los aranceles a 4 mil 254 fracciones, lo que implicó que la tasa media arancelaria disminuyese de 22.6 por ciento en diciembre de 1986 a 20.9 en marzo de 1987. Como parte del paquete de medidas del PSE, el 15 de diciembre se redujeron todos los aranceles. Se estableció un arancel máximo de 20 por ciento para bienes de consumo de producción nacional suficiente y 10 por ciento para bienes de producción nacional parcial o con bajo valor agregado. Los bienes que no se producían en el país quedaron con una tasa de 5 por ciento y se declararon exentos productos prioritarios que no se producían en el país. Al final del año subsistían cinco niveles arancelarios. Debe señalarse que la mitad de las importaciones no pagaron arancel en 1987 por estar exentas. La media arancelaria descendió de 20.9 por ciento en marzo a 10 por ciento en diciembre (IABM 1987).

En 1988 se redujo el superávit de la balanza comercial de 8 mil 433 mdd en 1987 a mil 754 mdd en 1988. Este resultado se debió principalmente a la baja en el valor de las exportaciones petroleras y al aumento de las importaciones privadas. En contraste, el déficit de la balanza de servicios y transferencias se incrementó en tan sólo 4 por ciento, debido a un aumento de 7 por ciento en el saldo negativo de la balanza de servicios factoriales, rubro que totalizó 7 mil 568 mdd. El resultado superavitario de la balanza de servicios no factoriales y transferencias aumentó 12 por ciento, gracias particularmente al dinámico comportamiento de los ingresos por servicios de transformación.

La reducción en el superávit de la balanza comercial fue un factor decisivo para que en 1988 la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojara un déficit de 2 mil 901 mdd, el cual contrasta con el superávit de 3 mil 967 mdd registrado el año anterior. El saldo de las operaciones del país con el exterior durante 1988 sufrió un deterioro en comparación con las cifras de 1987, pues además de que la cuenta corriente arrojó el déficit citado, la cuenta de capital registró un egreso neto de divisas por 3 mil 361 mdd (IABM 1988). Entre los factores externos que propiciaron este deterioro cabe citar el aumento de casi un punto porcentual en el nivel promedio de las tasas internacionales de interés pagadas sobre los pasivos externos del país. Por

otra parte, los términos de intercambio cayeron 9.6 por ciento, fundamentalmente como consecuencia de una baja de 23 por ciento en el precio del petróleo crudo de exportación y de alzas en los precios de ciertos bienes de importación.

Por lo que respecta a los factores internos, cabe destacar los efectos resultantes de la intensificación del proceso de apertura comercial iniciado en 1985. Hasta 1987 éste había consistido primordialmente en la sustitución de los permisos de importación por aranceles, sin que el nivel global de protección disminuyera en forma generalizada. No obstante, en diciembre de 1987, y con objeto de propiciar una mayor disciplina de los precios internos como resultado de la competencia con el exterior, el nivel arancelario promedio (ponderado por el valor de las importaciones) se redujo a 5.6 por ciento, es decir, casi la mitad del imperante anteriormente. Ello fue resultado de la reducción de la tasa arancelaria máxima de 40 a 20 por ciento, y de una importante disminución en las tasas intermedias. Asimismo, se eliminaron todos los precios oficiales y los permisos de importación que aún quedaban vigentes, con la excepción, en el caso de estos últimos, de los correspondientes a granos básicos, farmoquímicos, petrolíferos, armas, automóviles, camiones, y partes comprendidas en la llamada “regla octava”.

Las medidas anteriores, en combinación con varios otros factores, entre los que pueden mencionarse la expansión de las exportaciones no petroleras, la caída del tipo de cambio real (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”) y el crecimiento de la inversión, contribuyeron a propiciar un importante incremento de las importaciones.

En 1988 las exportaciones de mercancías totalizaron 20 mil 658 mdd, monto similar al de 1987. Este estancamiento fue producto de la caída de las exportaciones petroleras, las cuales disminuyeron 1,921 mdd, para alcanzar así un nivel de 6 mil 709 mdd. En cambio, las exportaciones no petroleras totalizaron 13 mil 948 mdd, cifra que representa un incremento de 16 por ciento respecto al año anterior y que, según el Banco de México (IABM 1988), “[reflejó] una consolidación de la capacidad exportadora del país, principalmente de su industria manufacturera”.<sup>37</sup>

Las exportaciones de la industria manufacturera alcanzaron en 1988 los niveles

---

<sup>37</sup> El precio promedio de las ventas externas de petróleo crudo en 1988 fue de 12.30 dólares por barril, es decir, 23 por ciento menor que en 1987. Esta caída fue la causa principal de que el ingreso total por este concepto se redujera de 7 mil 877 mdd en 1987 a 5 mil 883 mdd en 1988, pues el volumen diario promedio de exportación (1.307 mbd) fue apenas 3 por ciento inferior al del año anterior. El precio promedio de exportación alcanzó su nivel más bajo en octubre (9.88 dólares por barril), en tanto que el menor volumen exportado se registró en septiembre, cuando únicamente se vendieron al exterior un promedio de un millón de barriles diarios. A partir de marzo se ofrecieron cantidades crecientes del llamado crudo *olmeca*, variedad más ligera y de mayor precio que el *istmo*. No obstante, los volúmenes vendidos fueron aún relativamente reducidos, por lo que la exportación de este producto sólo significó ingresos por 376 mdd en 1988 (IABM 1988).

más altos de la historia. Así, los ingresos de divisas por este concepto totalizaron 11 mil 616 mdd y su participación en el total exportado aumentó de 48 por ciento en 1987 a 56 por ciento en 1988. La industria ensambladora de automóviles y motores conservó su liderazgo como la más importante de las manufacturas mexicanas de exportación.

Por su parte, el valor de las importaciones de mercancías se incrementó 55 por ciento, al pasar de 12 mil 223 mdd en 1987 a 18 mil 903 mdd. El aumento en las importaciones del sector privado absorbió 88 por ciento del incremento de las importaciones totales. La evolución de las importaciones estuvo determinada por la influencia de diversos factores.<sup>38</sup>

Las importaciones de artículos de consumo final sumaron 1,921 mdd, cifra que representó un aumento de 150 por ciento respecto al año anterior. No obstante este elevado incremento porcentual, el monto de este rubro de importación representó sólo la décima parte de las importaciones de mercancías. Los egresos por importación de bienes de uso intermedio fueron los de mayor importancia relativa en el total importado, aunque su tasa de crecimiento (47 por ciento) fue menor a la de los bienes de consumo y de inversión. El sector privado importó insumos por 10 mil 623 mdd, es decir, 3 mil 518 mdd más que el año anterior. Por su parte, las importaciones de bienes de uso intermedio del sector público totalizaron 2 mil 327 mdd, lo que equivale a 35 por ciento de incremento respecto al año anterior.

En 1988 las importaciones de bienes de capital totalizaron 4 mil 31 mdd, esto es, 53 por ciento más que en el año anterior. Este incremento respondió a factores tales como a la eliminación de los permisos de importación y a la desgravación arancelaria; a las expectativas empresariales de un repunte futuro en la actividad económica; a la disminución del tipo de cambio real (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”); y a la necesidad de adecuar la planta productiva para mejorar las condiciones de competitividad de muchas empresas.

Las importaciones de bienes de capital del sector privado se incrementaron 73 por ciento, para alcanzar así un monto de 3 mil 203 mdd. Por su parte, también el sector público incrementó sus compras de bienes de capital, aunque sólo en un 7 por ciento.

---

<sup>38</sup> Entre ellos destacan los importantes aumentos en los precios de productos de importación como los granos, el desabasto interno de bienes como la carne, la expansión de la exportación manufacturera, la disminución arancelaria y la eliminación de permisos de importación. Casi tres cuartas partes del aumento en el valor de las importaciones correspondió a fracciones arancelarias que se clasifican en cualesquiera de los siguientes cuatro casos: *a*) liberadas del requisito de permiso de importación, *b*) cuyos aranceles disminuyeron, *c*) correspondientes a insumos incorporados a la exportación o, *d*) de productos que se importaron en cantidades extraordinarias para normalizar el abasto interno. En general, los precios a los que se efectuaron estas últimas importaciones fueron mucho más altos que los de 1987 (por ejemplo, leche y granos) (IABM 1988).

En 1988 se redujo el superávit de la balanza comercial de 8 mil 433 mdd en 1987 a 1,754 mdd en 1988. Esta drástica reducción se debió principalmente a la baja en el valor de las exportaciones petroleras y al aumento de las importaciones privadas.<sup>39</sup> Como consecuencia, la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un déficit de 2 mil 901 mdd, el cual contrastó con el superávit de 3 mil 967 mdd registrado en 1987.

## POLÍTICA CAMBIARIA, 1982-1988

En el transcurso de 1982 la política cambiaria trató de adaptarse a los factores adversos de carácter interno y externo, por lo que fue, digamos, errática, lo mismo en sus objetivos como en sus instrumentos. En este año se adoptaron diferentes esquemas cambiarios —deslizamiento cambiario, sistema cambiario múltiple y control generalizado de cambios— con el objeto de hacer frente al sensible deterioro de la posición de pagos del país. A los factores internos tales como la caída de los ingresos por exportaciones y la elevación de las tasas de interés internacionales, hay que agregar ahora el acortamiento de los plazos de pago para créditos nuevos al país y, en lo relativo a los factores de orden interno, sobresale el persistente desequilibrio en las finanzas públicas que se tradujo en una aceleración del ritmo inflacionario, y que además puso en tela de juicio la posibilidad de mantener el deslizamiento gradual del peso frente al dólar que había caracterizado la política cambiaria durante 1981. La conjunción de estos elementos provocó una reducción en la oferta de divisas y una expansión en su demanda; además, indujo movimientos especulativos que se intensificaron en el transcurso del año.

## DESLIZAMIENTO CAMBIARIO

Durante los últimos meses de 1981 el tipo de cambio del peso frente al dólar mantuvo un deslizamiento controlado de 2 centavos diarios. En las primeras semanas de 1982

---

<sup>39</sup> En contraste, el déficit de la balanza de servicios y transferencias se incrementó en tan sólo 4 por ciento, debido a un aumento de 7 por ciento en el saldo negativo de la balanza de servicios factoriales, rubro que totalizó 7,568 mdd. El resultado superavitario de la balanza de servicios no factoriales y transferencias aumentó 12 por ciento, gracias particularmente al dinámico comportamiento de los ingresos por servicios de transformación (IABM 1988).

se continuó con este deslizamiento controlado, y se mantuvieron los diferenciales de 20 y 50 centavos entre la compra y la venta del dólar en documentos y en billetes, respectivamente. Así, al 17 de febrero la cotización del dólar era de 26.86 pesos a la venta en documentos y de 27.01 pesos a la venta en billetes, para las transacciones realizadas a través del sistema bancario.

Sin embargo, desde los últimos meses de 1981 la economía mexicana resintió la estocada de los efectos combinados de una crítica coyuntura externa y de condiciones internas que propiciaron importantes movimientos especulativos en el mercado cambiario. Ello se confirma al observar que el denominado “coeficiente de dolarización global”<sup>40</sup> prácticamente se duplicó: se elevó de 13.1 a 25.6 por ciento entre el primero y el segundo semestres de 1981. Para hacer frente a esta situación, y buscando que la cotización del peso frente al dólar y otras monedas extranjeras encontrara libremente su nivel, el Banco de México anunció el 17 de febrero su retiro temporal del mercado de cambios, manteniendo no obstante el régimen de libertad cambiaria. Como consecuencia, los tipos de cambio subieron el 18 de febrero a 38.10 y 38.35 pesos por dólar a la venta en documentos y en billetes, respectivamente, y alcanzaron sus máximos el 26 de febrero, con cotizaciones de 47.00 y 47.25 pesos para las mismas transacciones. Estos ajustes —que equivalen a depreciaciones de 42 y 75 por ciento, respectivamente, respecto a las cotizaciones del 17 de febrero— fueron acompañados con aumentos a 1.00 y 1.50 pesos en los diferenciales entre compra y venta de dólares en documentos y en billetes, respectivamente.

Los primeros indicios de que el mercado cambiario había encontrado su nivel comenzaron a observarse durante las tres primeras semanas del mes de marzo. En este lapso, los tipos de cambio aplicables a las diversas transacciones se movieron a la baja, con diferenciales no uniformes y también descendentes. Así, para el día 24 de este mes los tipos de cambio vigentes a la venta eran de 45.50 pesos por dólar en documentos y 45.75 pesos en billetes, con diferenciales sobre el precio de compra de 60 centavos en el primer caso, y de un peso en el segundo. A partir de esa fecha, los tipos de cambio iniciaron un desliz de 4 centavos diarios que habría de prolongarse hasta los primeros días de agosto, conservando siempre los diferenciales entre compra y venta que regían el 24 de marzo.

---

<sup>40</sup> Este se define como el cociente de la colocación en el público de instrumentos denominados en moneda extranjera respecto al total de colocación de deuda durante el periodo respectivo, en términos porcentuales.

## SISTEMA CAMBIARIO MÚLTIPLE

A fines del mes de julio, el desliz cambiario auspiciado por el Banco de México, se tornó cada vez más difícil de sostener ante la presión especulativa. En esas circunstancias, y buscando prevenir una escasez de divisas para atender las necesidades más urgentes, el día 5 de agosto se anunció el establecimiento de un nuevo sistema que habría de regir el mercado de cambios. Este sistema introdujo dos tipos de cambio distintos entre el peso y el dólar de Estados Unidos. El primero, denominado “preferencial”, se fijó inicialmente en 49.13 pesos por dólar: se destinó a atender las necesidades de divisas relacionadas con operaciones de “alta prioridad”. Se dispuso, asimismo, que este tipo de cambio continuara registrando el mismo ritmo de desliz de 4 centavos diarios. El segundo tipo de cambio, designado como “general”, se aplicaría a toda transacción no señalada explícitamente como prioritaria, y estaría determinado por la libre interacción entre la oferta y la demanda de la *divisa clave* de Estados Unidos. Por último, se eliminaba la distinción entre dólares en billetes y en documentos, y se mantenía plena libertad cambiaria en el mercado general.

Posteriormente, al entrar en vigor este sistema cambiario, el día 6 de agosto las instituciones de crédito iniciaron operaciones de compra-venta de divisas en el mercado libre, actuando por su propia cuenta y determinando cada una el tipo aplicable según su propia disponibilidad de dólares. Por otra parte, las mismas instituciones podrían vender divisas por cuenta del banco central y al tipo preferencial para el pago de importaciones prioritarias y de intereses ordinarios derivados de obligaciones en moneda extranjera a favor de residentes del exterior, siempre y cuando estas obligaciones hubieran sido contraídas antes del 5 de agosto. Las cotizaciones del dólar que prevalecieron en esa primera jornada cambiaria dentro del nuevo sistema, fueron de 49.13 pesos en el “mercado preferencial” y de 75.33 pesos como promedio al cierre de las operaciones del “mercado general”. Este último tipo representó una depreciación de 54.4 por ciento respecto a la cotización del dólar (en billete) hasta el día anterior.

La reacción del público ante las modalidades del *sistema dual* fue de incertidumbre respecto a la evolución futura del mercado de divisas. Así, en los días subsiguientes al anuncio del nuevo régimen cambiario, la cotización que se registró en el mercado libre se movió al alza conforme se expandía la demanda de dólares. Para que esta situación no se agravara, el 12 de agosto las autoridades financieras resolvieron cerrar el mercado de cambios y metales, y se reglamentó la convertibilidad a pesos de los depósitos denominados en moneda extranjera al tipo de cambio vigente en esa fecha (69.50 pesos por dólar). Se prohibió, además, que los bancos liquidaran esos depósitos mediante situaciones de moneda extranjera del país. Como un indicador

de la demanda existente de la divisa estadounidense al cerrarse el mercado, es justo señalar que inmediatamente surgió un mercado paralelo en que una unidad de dólar llegó a cotizarse hasta en 150 pesos.

Al anunciarse la reapertura del mercado de cambios en los bancos a partir del 19 de agosto, se introdujo la operación de una tercera paridad entre el peso y el dólar. Esta paridad, fijada en 69.50 pesos, debería usarse para liquidar obligaciones denominadas en moneda extranjera, pagaderas en el país. Estas obligaciones se conocerían en adelante como “mexdólares”. Por otra parte, subsistirían en el nuevo esquema el tipo de cambio preferencial —con su tasa de deslizamiento de 4 centavos diarios y los mismos usos que a principios del mes— y el general o libre. Los niveles alcanzados por estas dos paridades al reabrirse las operaciones fueron de 49.49 y un promedio de 114.78 pesos por dólar, respectivamente; esta última cifra significaba una depreciación de 65 por ciento en relación a las cotizaciones alcanzadas antes del cierre del mercado. Además, en esa misma fecha se confirmó a los bancos la autorización otorgada para que recibieran depósitos a plazo denominados en moneda extranjera sin importe mínimo, así como depósitos retirables en días preestablecidos denominados en mexdólares, con la facilidad de entregar a la institución no sólo dólares sino el equivalente en moneda nacional. Esta última facilidad respondía al objetivo de incrementar la captación de recursos del público por el sistema bancario.

No obstante estas medidas de regulación cambiaria, durante los últimos días de agosto se observaron importantes movimientos especulativos en el mercado de divisas, acelerando la erosión de las reservas internacionales del banco central. La protección de estas reservas se convirtió en el objetivo central de la política cambiaria a partir del mes de septiembre.

## CONTROL DE CAMBIOS

El primero de septiembre se anunció el establecimiento del control generalizado de cambios por primera vez en la historia moderna del país. Se prohibió a las instituciones de crédito la venta de divisas y metales en cualesquiera de sus formas, autorizándoles únicamente operaciones de compra en que actuaran por cuenta y orden del Banco de México, quien determinó dos tipos de cambio para todo el país, uno “preferencial” y otro “ordinario”, de 50 pesos y 70 pesos por unidad de dólar, respectivamente.

El tipo de cambio “preferencial” se aplicó a la venta de divisas requeridas para la importación de bienes específicamente autorizados y el pago de intereses correspondientes a créditos denominados en moneda extranjera a cargo de empresas residentes

y a favor de instituciones de crédito del país o del extranjero. El tipo de cambio “ordinario” se usó en operaciones denominadas en moneda extranjera distintas a las mencionadas, como la restitución en moneda nacional de los depósitos bancarios constituidos en moneda extranjera (mexdólares), los pagos de encaje legal y operaciones de depósito-crédito dentro del Programa Especial de Financiamiento.

Las instituciones de crédito cotizaron el dólar preferencial de 50 pesos a la venta y el dólar ordinario de 70 pesos a la compra hasta el 19 de diciembre de 1982. Sin embargo, las restricciones para la disponibilidad de divisas derivadas de la aplicación del control generalizado de cambios a partir del primero de septiembre, condujeron al resurgimiento del mercado ilegal desde los primeros días del mes, y provocaron entre otros efectos una seria distorsión en las transacciones corrientes de la zona fronteriza norte, cuya economía se encuentra estrechamente vinculada al área del dólar. Casas de cambio instaladas del lado estadounidense iniciaron desde principios de octubre operaciones libres de compra-venta de dólares y pesos, llegando a cotizar el dólar a la compra en un promedio de 138.33 pesos, es decir, 68.33 pesos (97.6 por ciento) por arriba del precio oficial, y el dólar a la venta en 144.00 pesos, en promedio, el día 16 de diciembre. Considerando los promedios mensuales de cotizaciones fijadas por las citadas casas de cambio, se operaron tipos de cambio a la compra entre 103.50 y 130.50 pesos por dólar del 6 de octubre al 19 de diciembre, superiores en 47.9 por ciento y 86.4 por ciento al tipo de cambio ordinario. Esta situación significó de hecho un traslado del mercado cambiario al otro lado de la frontera, lo que no sólo impidió la entrada de divisas al país, que indujo salidas importantes de pesos, sino cuya colocación en el extranjero había quedado expresamente prohibida en la reglamentación derivada del control generalizado de cambios.<sup>41</sup>

Las paridades de compra y de venta en las casas de cambio autorizadas, se fijaron atendiendo a las condiciones del mercado local, y se dieron a conocer por conducto de las sucursales del Banco Nacional de México, funcionando paralelamente a los tipos de cambio ordinario y preferencial que siguieron manejando las demás instituciones de crédito en las franjas y zonas libres. Sin embargo, ya para entonces las casas de cambio del lado estadounidense tenían prácticamente controlado el mercado de dólares, por lo que la operación de las casas de cambio mexicanas no presentó mayor alivio para la escasez de divisas que se venía experimentando en el país.

Con el cambio de administración el primero de diciembre y como parte de la

---

<sup>41</sup> Con el propósito de subsanar dichas distorsiones en la zona fronteriza norte, el 3 de noviembre de 1982 se autorizó la operación de casas de cambio y de bolsa mexicanas en la franja fronteriza norte del país —y en las zonas libres de los Estados de Baja California, Baja California Sur y parte de Sonora para que pudieran comprar y vender dólares en billetes, monedas o cheques de viajero, por cuenta del Banco de México (*Diario Oficial de la Federación*, 13/diciembre/1982).

estrategia derivada del PIRE, el 10 de diciembre se anunció el establecimiento de un nuevo sistema de control de cambios a fin de recuperar el mercado de divisas para el sistema financiero nacional, mantener una paridad consistente con una mayor captación de divisas, y evitar los subsidios que originaba el sistema anterior. El nuevo sistema sustituyó el control generalizado por un nuevo mecanismo que cubriría sólo aquellos conceptos que “razonablemente” podrían estar sujetos a control, manteniéndose la segmentación del mercado cambiario. De acuerdo con las disposiciones anunciadas entonces, el Banco de México fijaría dos tipos de cambio, uno “controlado” y otro “especial”, cada uno con aplicaciones claramente especificadas. Por otra parte, se anunciaba el restablecimiento de un segmento libre en el mercado de cambios.

Al ponerse en operación este sistema, el tipo cambio controlado se fijó el día 20 de diciembre en 95.00 y 95.10 pesos, sujeto a un deslizamiento diario de 13 centavos. Esta cotización debía ser aplicada a conceptos tales como exportaciones e importaciones autorizadas, gastos en México de empresas maquiladoras, pagos de principal e intereses de financiamientos en divisas a cargo de empresas públicas o privadas residentes, así como a favor de instituciones de crédito nacionales o extranjeras, y en operaciones con divisas provenientes del Programa Especial de Financiamiento. Para las obligaciones de pago en mexdólares contraídas antes del 20 de diciembre, el Banco de México señaló un tipo de cambio “especial” con el propósito de solventar el equivalente en moneda nacional. Este tipo de cambio especial se fijó a partir del día 20 de diciembre en 70 pesos por dólar, sujeto a un desliz de 14 centavos diarios. En el mercado libre quedaron comprendidas las transacciones con divisas no sujetas al mercado controlado; las operaciones se realizaron a los tipos de cambios convenidos entre las partes contratantes.

El 20 de diciembre las cotizaciones del dólar en el mercado libre de México abrieron a 148.50 pesos a la compra y 150.00 pesos a la venta, con margen de 1.50 pesos. Estas cotizaciones se mantuvieron hasta el 31 de diciembre. Estos tipos de cambio se establecieron para desalentar el mercado paralelo de divisas, evitar salidas de capital y estimular la repatriación de capitales, compitiendo ventajosamente con los ofrecidos por las casas de cambio del lado estadounidense, que el mismo día cotizaron el dólar en un promedio de 138.75 pesos a la compra y 156.25 pesos a la venta, con un diferencial de 17.50 pesos. La reapertura de un segmento libre en el mercado cambiario se tradujo de inmediato en una reducción del referido diferencial, situándose las cotizaciones al 30 de diciembre, en 149.00 y 152.25 pesos a la compra y a la venta, respectivamente. Así, puede decirse que el nuevo esquema cambiario permitió que el país recuperara el control de su mercado de divisas (IABM 1982).

## ¿NUEVA POLÍTICA CAMBIARIA?

La política cambiaria bajo la administración de Miguel De la Madrid se fijó como objetivos principales “normalizar las operaciones cambiarias, reconstituir las reservas internacionales del Banco de México, y lograr un tipo de cambio realista que permitiera recuperar la competitividad internacional de la planta productiva del país”. Por supuesto, la crisis de 1982 se reflejó en el mercado cambiario, el cual, dentro de un ambiente de creciente incertidumbre, registró salidas importantes de capital así como modificaciones drásticas del tipo de cambio. La escasez de divisas, a la cual contribuyó la virtual suspensión del crédito externo, obligó a las empresas mexicanas a interrumpir el servicio de su deuda externa. El establecimiento del control integral de cambios con el propósito de proteger las reservas internacionales, además de que resultó ineficaz para detener los movimientos especulativos de capital, tuvo por resultado el traslado de la mayor parte de las operaciones con divisas a las casas de cambio y a los bancos del lado estadounidense de la frontera norte. En diciembre de 1982 los activos internacionales brutos del Banco de México habían llegado a 1,832.3 mdd, nivel insuficiente para mantener las operaciones comerciales y financieras del país con el exterior.

Así, ante esta grave distorsión en el mercado cambiario, para contar con una “política cambiaria eficaz” se hacía imprescindible la “ordenación del mercado cambiario”, así como “simplificar y agilizar su operación”. Pero había limitantes derivadas de la crisis económica de 1982. Entre las más importantes destacan: la escasez de reservas internacionales, la falta de competitividad internacional de la planta productiva, la carga de la deuda externa y la virtual suspensión del crédito externo. La difícil situación del mercado crediticio internacional y la escasez de reservas internacionales, que sólo podría aliviarse gradualmente, impidieron liberar por completo el mercado de divisas en el corto plazo. Por lo tanto, el 10 de diciembre de 1982 se estableció un *régimen cambiario dual* que comprendería un mercado controlado y otro libre. En el primero se incluyeron aquellas transacciones en divisas que sería viable controlar, permitiendo que el resto de las operaciones se realizaran libremente en el segundo mercado. Este esquema sustituyó al control generalizado de cambios que había entrado en vigor en el mes de septiembre anterior.

La fijación del tipo de cambio en ambos mercados se hizo estableciendo un margen de subvaluación inicial suficientemente amplio para absorber el ajuste de los precios internos, que por necesidad sigue a cualquier devaluación, y para dar oportunidad a que otros instrumentos del programa de estabilización emprendido por la nueva administración pudieran inducir una trayectoria de inflación descendente, compatible con la estabilidad del mercado de cambios.

Asimismo, la insuficiencia de divisas para cubrir los vencimientos de corto plazo de la deuda externa hizo necesario continuar el proceso de renegociación de la deuda pública y privada, y estructurar un mecanismo de cobertura de riesgos cambiarios.

En síntesis, el esquema cambiario vigente durante 1983 entró en vigor el 10 de diciembre de 1982. Se anunció la eliminación del control de cambios integral que mantenía dos tipos de cambio: el preferencial a 50 pesos por dólar, y el ordinario a 70 pesos por dólar. A partir del 20 de diciembre se estableció un esquema dual que operaría a través de un mercado controlado y otro libre.

### MERCADO CONTROLADO

En este mercado se establecieron dos cotizaciones. Por una parte el tipo de cambio “controlado” incluyó las operaciones derivadas de exportaciones e importaciones autorizadas, gastos en México de empresas maquiladoras, pagos de principal e intereses de financiamiento en divisas a cargo de empresas públicas o privadas residentes, así como a favor de instituciones de crédito nacionales y extranjeras, y en operaciones con divisa provenientes de mecanismos creados por el Banco de México para dichos efectos. La cotización inicial en este mercado se fijó en 95.00 y 95.10 pesos por dólar a la compra y a la venta, respectivamente; ambas cotizaciones quedaron sujetas a un desliz de 13 centavos diarios que se mantuvo constante a lo largo de 1983.

Por otra parte se fijó un tipo de cambio “especial” para liquidar obligaciones de pago en mexdólares contraídas antes del 20 de diciembre de ese año. La cotización inicial en esa fecha fue de 70 pesos por dólar, sujeta a un desliz de 14 centavos diarios.

El 16 de marzo de 1983 el Banco de México decidió igualar el tipo de cambio especial con el tipo de venta del controlado, que en esa fecha era de 106.28 pesos por dólar, y mantener el mismo desliz de 13 centavos diarios. Con esta medida se pretendió contribuir a simplificar el sistema cambiario.

Habiéndose deslizado 13 centavos diarios a lo largo de 1983, al final del año el tipo de cambio controlado alcanzó un nivel de 143.88 pesos por dólar a la compra y 143.98 pesos por dólar a la venta; esta última cifra resultaba igual al tipo de cambio especial. La depreciación acumulada en el año fue de 49 por ciento.

En relación con el deslizamiento del tipo de cambio, conviene destacar algunas consideraciones sobre el diferencial entre la inflación en México y en el exterior durante 1983. El margen de subvaluación era muy amplio hacia finales de 1982. Por una parte, considerando 1978 como periodo base y usando los índices de precios al

consumidor de México y de sus 21 socios comerciales más importantes, el Banco de México (IABM 1983) calculó el margen de subvaluación en el mercado controlado, según el criterio de la paridad de poder de compra, en 28.3 por ciento a fines de 1982, y de 15.3 por ciento al término de 1983. Por otra parte, al hacer la comparación únicamente frente al dólar de Estados Unidos, y tomando otra vez 1978 como periodo base, el margen de subvaluación resulta mayor. Ello obedece a la revaluación en esa época de la divisa norteamericana frente a diversas monedas, luego de haberse depreciado previamente. A su vez, esto último explica por qué, si el año base considerado es 1970, la comparación peso-dólar arroja una menor subvaluación a fines de 1983 que la obtenida comparando al peso con una canasta de divisas.

La reducción del margen de subvaluación en el mercado controlado durante 1983 dio lugar a objeciones por parte de algunos exportadores potenciales. Con la amplia subvaluación que se alcanzó en diciembre de 1982, numerosas empresas que en otras circunstancias no habrían estado en posibilidades de exportar, se habían convertido en “exportadores marginales”. Presumiblemente es lógico que, al erosionarse el margen de subvaluación, algunas de estas empresas viesan reducida la competitividad internacional de sus productos y manifestaran su preocupación por una supuesta “sobreevaluación” del peso.

Cabe destacar, sin embargo, que frente a la inflación en México y en el extranjero, el ritmo de desliz en el mercado cambiario permitió conservar hacia el final de 1983 un margen significativo de subvaluación. Este ritmo de desliz contribuyó quizá, además, a modificar favorablemente las expectativas del público respecto a la trayectoria de la propia inflación y del tipo de cambio en 1984.

Asimismo, quizá un criterio más adecuado para medir la idoneidad del tipo de cambio es el comportamiento de la balanza de pagos. Esta incorpora, además de la comparación entre los niveles de precios internos y externos, los factores que influyen sobre los flujos internacionales de capital.<sup>42</sup>

## MERCADO LIBRE

Las operaciones del “mercado libre” se iniciaron el 20 de diciembre de 1982, con una cotización de 148.50 pesos por dólar a la compra y 150.00 pesos por dólar a la venta. Este nivel, que era similar al prevaleciente en el mercado de pesos en Estados

---

<sup>42</sup> Líneas adelante se intenta presentar algunas consideraciones sobre los efectos de la política cambiaria en la balanza de pagos.

Unidos, permitiría recuperar aquellas operaciones cambiarias que injustificadamente se estaban llevando a cabo fuera del país.

El tipo de cambio libre se apreció ligeramente en enero (60 centavos), en junio (20 centavos más), y otra vez en julio (10 centavos). Por ello el tipo de cambio libre pasó de 148.50 y 150.00 pesos por dólar, a la compra y a la venta, respectivamente, a 147.60 y 149.10 pesos por dólar al finalizar julio. En esos niveles se mantuvo hasta el 22 de septiembre, fecha en la cual el Banco de México dio a conocer el inicio de un desliz de 13 centavos diarios para esta cotización. La razón para deslizar el tipo de cambio en el mercado libre al mismo ritmo de 13 centavos diarios que en el mercado controlado, fue disminuir la velocidad de convergencia en términos porcentuales de las cotizaciones entre ambos mercados.

La segmentación del mercado cambiario, a pesar de los inconvenientes que plantea su administración y de los incentivos que otorga a la evasión del control, permitió restaurar el comercio internacional del país y cumplir con el servicio de la deuda externa evitando, al mismo tiempo, presiones desestabilizadoras en dicho mercado. En particular, la existencia de un diferencial significativo —como lo era el 14 por ciento al inicio del desliz en el tipo de cambio libre— apoyaría el proceso de reestructuración de la deuda externa de las empresas mexicanas, ya que su pago se haría al tipo de cambio controlado. La reestructuración de la deuda, por lo tanto, restringiría la demanda de divisas en el corto plazo.

La suavidad con que se ajustó la cotización del peso en el mercado libre, permitió al Banco de México contrarrestar movimientos especulativos que se suscitaron a lo largo del año e influir favorablemente sobre las expectativas del público. Así, por ejemplo, la baja en el precio internacional del petróleo en marzo de 1983 había generado por espacio de algunas semanas especulación sobre el tipo de cambio; sin embargo, una vez fijado el nuevo precio del petróleo y ante la estabilidad en la cotización del peso, pronto se restableció la confianza en el mercado cambiario.

De igual forma, la confianza en este mercado se reflejó en una convergencia de la cotización del peso en el mercado estadounidense y en México, así como en una reducción de la tasa de descuento en el mercado de futuros. El 31 de diciembre de 1983, el tipo de cambio libre fue de 160.60 pesos por dólar a la compra y de 162.10 pesos por dólar a la venta. Ello representó una depreciación acumulada en 1983 de 8.1 por ciento. A lo largo del año, el diferencial entre la cotización en el mercado libre y en el controlado se redujo de 54.5 a 12.1 por ciento.

## MANEJO DE LA DEUDA EXTERNA, DEUDA PÚBLICA Y DEUDA DE LAS EMPRESAS

Respecto a la deuda externa, la reordenación del mercado cambiario requirió —además de que se fijara el tipo de cambio en los mercados libre y controlado— su reestructuración. Como se sabe, a fines del llamado *periodo populista*, la deuda externa de corto plazo se incrementó, en tanto que la disponibilidad de recursos prestables en los mercados financieros internacionales se redujo. Por lo tanto, ante la dificultad para contratar nuevos financiamientos con los cuales cubrir el servicio de la deuda, el mercado cambiario estuvo cada vez más sujeto a fuertes presiones. La reestructuración de la deuda externa permitiría posponer pagos por montos importantes mientras la economía pudiera reconstituir sus reservas internacionales y generar un superávit en la cuenta corriente con el cual se pudiese hacer frente a los compromisos financieros con el exterior.

Por otra parte, a partir de agosto de 1982 se inició una negociación con la banca internacional para reestructurar la deuda externa del sector público que vencía entre esa fecha y diciembre de 1984. Durante 1983 se concluyeron negociaciones que afectaron a un monto cercano a 23 mil mdd; se obtuvo un periodo de gracia de cuatro años y el pago del principal se distribuyó durante los siguientes cuatro años.<sup>43</sup>

Asimismo, las sucesivas depreciaciones del peso a lo largo de 1982 elevaron sustancialmente el costo que representaba el servicio de la deuda externa para las empresas. La virtual suspensión de dicho servicio hacia finales de 1982 planteaba serias dificultades para regularizar el crédito externo al país, así como para continuar la operación de las empresas. Con el fin de solucionar los problemas que representaba la deuda externa de las empresas, las autoridades crearon el Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA) el 11 de marzo de 1983.<sup>44</sup>

---

<sup>43</sup> Además de la holgura para el mercado cambiario que representó la reestructuración de la deuda externa, el saldo de la cuenta de capital del sector público, es decir, los recursos frescos que ingresó el sector público durante 1983, ascendieron a 4 mil 486.8 mdd. Ello se explica fundamentalmente por un nuevo préstamo suscrito el 3 de marzo de 1983 por un total de 5 mil mdd con 530 bancos internacionales (IABM 1983).

<sup>44</sup> A este fideicomiso se le encomendó la administración del Programa para la Cobertura de Riesgos Cambiarios Derivados de Endeudamientos Externos. También se le asignó la administración de dos programas para el pago de adeudos vencidos a favor de proveedores del extranjero (los programas del 28 de febrero y del 3 de agosto de 1983). Mediante estos programas, el Banco de México dispuso que las empresas deudoras pudieran constituir depósitos denominados en dólares, mediante pago en pesos al tipo de cambio controlado, por un monto igual al de sus adeudos vencidos con proveedores extranjeros y que hubiesen sido debidamente registrados en la Secretaría de Comercio y Fomento Industrial. Los derechos sobre estos depósitos se transmitieron en pago a los acreedores respectivos. Fueron algo más de 800 mdd adeudados a proveedores del extranjero los solventados a través de dichos mecanismos.

El objetivo del Programa para la Cobertura de Riesgos Cambiarios consistió en lograr la reestructuración

Así, la reestructuración de una parte importante de la deuda externa pública y privada, sobre todo la de corto plazo, contribuyó de manera preponderante en la ordenación de los flujos de capital. De esta forma, a su vez, se evitaron presiones sobre el mercado cambiario, pero aun así el saldo de la cuenta de capital de la balanza de pagos registró una salida neta por 852.8 mdd, y el rubro de errores y omisiones probablemente reflejó pagos a acreedores extranjeros no incluidos en los programas del FICORCA.

### EFFECTOS DE LA POLÍTICA CAMBIARIA SOBRE LOS MERCADOS EXTERNO Y FINANCIERO

Los efectos de la política cambiaria adoptada al iniciarse la administración del *cambio estructural* pueden observarse en la evolución de la economía durante 1983, y particularmente en lo que se refiere a la balanza de pagos y a las reservas internacionales.

En cuanto a la balanza de pagos, destaca el superávit de 5 mil 546 mdd alcanzado en la cuenta corriente. Como se asentó en la sección 2.3, este superávit reflejó un saldo positivo de 13 mil 678 mdd en la cuenta de mercancías, explicado por una fuerte contracción de las importaciones (46.5 por ciento) y un aumento en las exportaciones (0.8 por ciento); entre éstas sobresale el aumento en las exportaciones manufactureras (21.5 por ciento). La autoridad monetaria sostiene que estas cifras sugieren que la economía nacional avanzó en la sustitución de importaciones y comenzó a aprovechar en 1983 la competitividad que le brindó el tipo de cambio real entonces prevaleciente (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”) (IABM 1983).

Además, la política cambiaria coadyuvó a lograr un avance importante en la reconstitución de las reservas brutas internacionales del Banco de México, que durante 1983 se incrementaron en 3 mil 100.8 mdd.

La reducción en el ritmo inflacionario que se logró en 1983 sugiere que la política cambiaria seguida durante el año no se tradujo en mayores presiones sobre el nivel de precios y, además, contribuyó a modificar favorablemente las expectativas del público respecto a la trayectoria de la propia inflación y del tipo de cambio para 1984. Estos elementos permitieron seguir una política de reducciones en las tasas de interés nominales, conservando, al mismo tiempo, rendimientos reales positivos. Ello, a su vez, contribuyó al saneamiento del sistema financiero (IABM 1983).

En el transcurso de 1984, la política cambiaria mantuvo como objetivos prio-

---

a largo plazo de la deuda externa de las empresas; el cierre del plazo de participación fue el 25 de octubre de 1983 (IABM 1983).

ritarios la normalización de las transacciones con el exterior y la reconstitución de las reservas internacionales. Igualmente, el régimen cambiario dual se mantuvo vigente, con un desliz de la paridad en ambos mercados de 13 centavos diarios hasta el 6 de diciembre, cuando se aumentó a 17 centavos. El incremento en el ritmo del desliz coincidió con un desempeño favorable de la balanza de pagos, lo que indujo la acumulación de reservas internacionales. Estas medidas tuvieron como resultado que la tasa anual de depreciación de los tipos de cambio libre y controlado fuese de 30.1 y 33.8 por ciento, respectivamente (IABM 1984). El propósito del aumento en el ritmo de desliz a 17 centavos diarios consistió en mantener la competitividad de los productos nacionales en el exterior ante la creciente apreciación del dólar norteamericano en los mercados internacionales. Esta decisión estuvo acompañada de medidas tendientes a reducir el sesgo antiexportador que se deriva de la protección comercial. Asimismo, la magnitud del incremento en el ritmo de desliz evitaría la necesidad de elevar la tasa de interés doméstica.<sup>45</sup>

En 1985 la política cambiaria dual “se adaptó con flexibilidad a las condiciones del sector externo” (IABM 1985). Como se mencionó en el párrafo precedente, a partir de diciembre de 1984 los tipos de cambio controlado y libre bancario tuvieron un desliz diario de 17 centavos, lo cual implicó una tasa anualizada de depreciación de 32.2 y 29.6 por ciento, respectivamente. En el mes de marzo, al observarse que el aumento en los requerimientos financieros del sector público se traducían en una pérdida de activos internacionales del Banco e México, y que el dólar de Estados Unidos se había revaluado 13 por ciento frente a las principales monedas, el desliz diario se incrementó a 21 centavos en ambos mercados cambiarios. Sin embargo, hacia mediados del año, la incertidumbre respecto a la evolución del mercado internacional de petróleo, así como la presión derivada del aumento en los requerimientos financieros dieron lugar a un creciente diferencial entre la cotización libre bancaria y la extrabancaria. En la primera semana de julio, el diferencial entre la cotización de las casas de cam-

---

<sup>45</sup> La acumulación de reservas que resultó de la política cambiaria seguida en 1983 permitió, desde principios de 1984, autorizar que todas las importaciones incluidas en la Tarifa del Impuesto General de Importación (TIGI) se realizaran al tipo de cambio controlado, y que desde junio se incluyeran también entre las operaciones autorizadas en el mercado controlado los pagos al exterior por concepto de transferencia de tecnología, y por el uso y explotación de patentes y marcas. Asimismo, se amplió primero a 75 y luego a 90 días naturales el plazo para que los exportadores vendan al sistema bancario las divisas que generen, y se les permitió aplicar la totalidad de dichas divisas al pago de los compromisos a favor de proveedores del extranjero que hubiesen contraído antes del 20 de diciembre de 1982. A partir del 7 de noviembre también se permitió el uso de dichas divisas para la liquidación del principal e intereses de créditos dispuestos posteriormente al 20 de diciembre de 1982 a favor de entidades financieras del exterior e instituciones de crédito mexicanas, así como los intereses de adeudos a favor de las entidades mencionadas, contraídos antes del 20 de diciembre de 1982. Finalmente, se simplificó el régimen para la comprobación de los gastos asociados con la importación y exportación de mercancías, y se amplió a 300 días el plazo para comprobar la internación al país de bienes de capital importados (IABM 1984).

bio ubicadas en la frontera norte del país y la libre bancaria alcanzó 33.4 por ciento, provocando que el sistema bancario quedara prácticamente marginado del mercado cambiario. El 11 de julio se suspendió el régimen de desliz uniforme en el mercado libre, dejando que la cotización fuese determinada por el propio mercado. Por su parte, el 25 de julio, la paridad del mercado controlado se devaluó 20 por ciento respecto al nivel que había registrado un día antes, anunciándose simultáneamente la entrada en vigor, a partir del 5 de agosto, de un *sistema de flotación regulada*.<sup>46</sup>

El diferencial entre la cotización en el mercado controlado y el extrabancario, que alcanzó 58.8 por ciento el día 23 de julio, se redujo al final del año a 21.1 por ciento. La paridad en el mercado controlado se depreció 31.7 por ciento entre el 5 de agosto y el 31 de diciembre, fecha en que se registró un valor de 371.70 pesos por dólar. La depreciación acumulada en el año para el tipo controlado fue de 93 por ciento.

La paridad en el mercado libre registró una elevada volatilidad a partir del 11 de julio, observándose una tendencia creciente hasta el 18 de septiembre, cuando el tipo de cambio libre en la frontera fue de 387.50 pesos por dólar. A partir de entonces, se inició un periodo de apreciación en el valor del peso. Así, al finalizar el año, el tipo de cambio libre de venta fue igual a 450.00 pesos por dólar, lo cual significó una depreciación de 32.30 por ciento respecto a su valor del 11 de julio (de 113.60 por ciento en relación al cierre de 1984). Durante el segundo semestre de 1985 se adoptaron medidas complementarias con el propósito de hacer más efectivo y eficiente el control cambiario.

Durante los primeros siete meses de 1986, la caída en el precio internacional del petróleo y la falta de financiamiento externo, determinó una disminución importante en los ingresos del sector público, y significó una presión adicional sobre el crédito disponible en la economía. Por esta razón, durante el primer semestre del año se prolongó la vigencia de las medidas de restricción crediticia adoptadas en noviembre de 1985. Asimismo, con el fin de estabilizar el sistema financiero interno y el mercado cambiario, “se procuró el manejo flexible y realista de la política cambiaria y de tasas de interés, para asegurar al ahorro interno un rendimiento competitivo y estimular una mejor utilización de los recursos financieros” (IABM 1986). En este contexto, durante 1986 el sistema de “flotación regulada” tuvo que adaptarse a las circunstancias extraordinarias creadas por la drástica caída en los ingresos petroleros y por la virtual ausencia de crédito externo. Así, el deslizamiento del tipo de cambio se aceleró des-

---

<sup>46</sup> Los participantes en el sistema de flotación regulada cuentan con tres opciones: 1) Pactar de inmediato con su banco un tipo de cambio determinado por el banco de su elección; 2) Contratar la operación con su banco al tipo de cambio que resulte de las sesiones que se celebran diariamente en el Banco de México, y 3) Sujetarse al tipo de cambio que resulte de dichas sesiones, siempre y cuando no sea mayor o menor, según se trate de compradores o vendedores, del nivel que señale el interesado (IABM 1985).

de el inicio del año, y el tipo de cambio controlado de ventanilla, que en el último trimestre de 1985 había aumentado 21.8 por ciento, durante el primer trimestre de 1986 se depreció 27.4 por ciento, mientras que la cotización en el mercado libre se incrementó 8.4 por ciento. En consecuencia, el diferencial entre las cotizaciones en el mercado libre bancario y el controlado, que el 31 de diciembre de 1985 había sido 20.5 por ciento, se redujo a 2.5 por ciento al final del primer trimestre.

Durante el segundo trimestre, la paridad en el mercado libre se depreció 32.9 por ciento, mientras que el tipo de cambio controlado aumentó 21.6 por ciento, para alcanzar un valor de 575.3 pesos por dólar. De esta manera, el diferencial entre las cotizaciones libre y controlada aumentó 9.5 puntos porcentuales, alcanzando al término de junio su nivel más alto de 1986 (12 por ciento). En el tercer trimestre del año el desliz promedio mensual del tipo de cambio controlado de ventanilla fue de 9.32 por ciento, mientras que el tipo de cambio libre se depreció a un ritmo mensual promedio de 5.78 por ciento, por lo que al finalizar septiembre la brecha entre los tipos de cambio libre y controlado se redujo a 2.5 por ciento, margen similar al observado en el mes de marzo. Al finalizar 1986 el tipo de cambio controlado llegó a 923 pesos por dólar, lo que representó una depreciación anual de 148.50 por ciento. El tipo de cambio libre, por otra parte registró una depreciación de 18.69 por ciento durante el último trimestre del año, alcanzando así un valor de 914.50 pesos por dólar.

Por su parte, el índice del tipo de cambio real aumentó 34.90 por ciento en 1986<sup>47</sup> (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”). En el transcurso de 1986 también se emitieron diversas resoluciones de control de cambios.<sup>48</sup>

El mejoramiento en las cuentas externas obligó a manejar con “flexibilidad” la

---

<sup>47</sup> En la metodología empleada por el Banco de México (*vr gr.*, IABM 1986) para el cálculo del índice de tipo de cambio real, éste se define como el cociente del índice mundial de precios al consumidor en pesos de 133 países, dividido por el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC). A su vez, el índice mundial de precios al consumidor en pesos lo calcula como un promedio geométrico de los índices nacionales correspondientes, ponderados por la participación del PIB en dólares de cada país en el PIB mundial en dólares.

Por su parte, el tipo de cambio real se define como el cociente de los precios internacionales (expresados en moneda doméstica) divididos entre los precios del país cuyo tipo de cambio real se está estimando. Por lo tanto, el cálculo del índice de tipo de cambio real involucra la elección de las siguientes variables: *a*) el índice de precios pertinente; *b*) los países que han de incluirse en el cálculo de los precios internacionales; *c*) el indicador de acuerdo al cual se han de ponderar los precios de diferentes países para construir el índice de precios internacionales (participación en el comercio mundial, participación en la producción mundial, participación en el comercio internacional del país en cuestión, entre otros); *d*) el período base de los índices de precios; y *e*) los tipos de cambio pertinentes para convertir los precios de los diferentes países a la moneda del país en cuestión.

<sup>48</sup> Por ejemplo, entre otras, el Banco de México autorizó a las instituciones de crédito que cuentan con sucursales en la franja de 20 kilómetros paralela a la frontera norte y en el estado de Baja California Norte abrir cuentas de cheques en dólares estadounidenses a sociedades mercantiles que cuenten con establecimientos en poblaciones localizadas en la mencionada zona, a fin de mejorar la posición de la banca mexicana frente a instituciones de Estados Unidos (IABM 1986).

política cambiaria en 1987. El ritmo de deslizamiento del tipo de cambio controlado de ventanilla bajó desde el inicio del año, al pasar de 22.8 por ciento en el último trimestre de 1986 a 21.4 por ciento en el primer trimestre de 1987. Mientras tanto, la paridad libre se incrementó 22.5 por ciento en el mismo lapso, por lo que el pequeño diferencial que existía entre las cotizaciones libre y controlada al término de 1986 prácticamente desapareció. Esta situación se mantuvo durante el segundo y tercer trimestres, de modo que al finalizar septiembre la brecha entre las citadas paridades se redujo a sólo 40 centavos.

El 18 de noviembre, ante las circunstancias adversas originadas por el desplome bursátil en octubre y por la amortización anticipada de deuda externa privada, el Banco de México decidió retirarse del mercado cambiario. Ese mismo día, el tipo de cambio libre bancario se depreció 32.8 por ciento, para alcanzar una cotización de 2 mil 258.00 pesos por dólar. El diferencial entre las paridades libre y controlada se amplió a 35.1 por ciento al finalizar noviembre.

El 14 de diciembre el tipo de cambio controlado se devaluó 21.8 por ciento. Al término de 1987 la paridad alcanzó un nivel de 2 mil 198.50 pesos por dólar, lo que significó una depreciación anual de 138.2 por ciento. El tipo de cambio libre bancario, por otra parte, se devaluó 143.3 por ciento durante 1987, situándose al finalizar el año en 2 mil 225.00 pesos por dólar. De esta manera, al 31 de diciembre el diferencial entre las cotizaciones mencionadas se redujo a 1.2 por ciento (IABM 1987).

Durante 1988 la política monetaria, crediticia y cambiaria se manejó con “gran flexibilidad” para apoyar al PSE y contribuir así al objetivo central de reducir rápidamente la inflación sin frenar, en la medida de lo posible, el ritmo de la actividad productiva. El ambiente que rodeó a la actividad financiera fue de fuerte incertidumbre, causada por diversos factores tanto internos como externos, a lo cual se sumó la nula disponibilidad de recursos externos adicionales. En estas condiciones, el Banco de México dictó una serie de medidas tendientes a adecuar la disponibilidad de recursos internos a las necesidades crediticias, así como a mantener un tipo de cambio congruente con los objetivos del PSE.

Los tipos de cambio controlado y libre bancario, una vez efectuados los ajustes derivados de la concertación del PSE en diciembre de 1987, solamente experimentaron pequeñas adecuaciones, durante enero y febrero de 1988. En apoyo a las medidas de estabilización sustentadas en las diversas etapas del PSE, a partir de marzo, los tipos de cambio permanecieron sin variación.

El tipo de cambio controlado de equilibrio se fijó en 2 mil 209.7 pesos por dólar al 31 de diciembre de 1987. Al 31 de enero de 1988 la paridad de equilibrio se modificó a 2 mil 221 pesos por dólar, con un desliz durante el mes de 11.3 pesos, lo cual representó una variación del 0.5 por ciento. Durante febrero, el tipo de cambio de

equilibrio se deslizó 2 pesos diarios en promedio, para situarse al final del mes en 2 mil 281 pesos por dólar, paridad que se conservó hasta el cierre del año. El incremento de 60 pesos observado en febrero implicó una devaluación de 2.7 por ciento.

Por otro lado, el comportamiento del tipo de cambio controlado de ventanilla fue como sigue: después de la devaluación de 22 por ciento el 14 de diciembre de 1987 (de 1,805.2 a 2 mil 200 pesos por dólar a la venta), entre el 15 y el 31 de diciembre de 1987 la cotización se mantuvo estable en el nivel de 2 mil 204 pesos por dólar. En enero de 1988, aumentó a 2 mil 213 pesos por dólar al final del mes, con un desliz de 9 pesos que implicó una tasa de devaluación de 0.4 por ciento. El primero de febrero la cotización pasó a 2 mil 216 a la venta deslizándose hasta 2 mil 273 pesos por dólar al día 29 de febrero, y permaneció estable en ese nivel hasta el cierre del año. El desliz de 60 pesos en febrero (2 pesos diarios en promedio), significó una tasa devaluatoria de 2.7 por ciento en el mes.

En cuanto al comportamiento del tipo de cambio libre bancario, éste se resume así: con posterioridad a la devaluación de 32.8 por ciento experimentada el 18 de noviembre de 1987, quedó al final de diciembre de 1987 en 2 mil 260 pesos por dólar a la venta. Al 31 de enero de 1988 la paridad libre se situó en 2 mil 270 pesos por dólar (un incremento de 0.4 por ciento respecto a diciembre). En febrero cerró en 2 mil 330 pesos por dólar, con una tasa de desliz para el mes de 2.6 por ciento. Esta paridad se mantuvo hasta diciembre (IABM 1988).



### CAPÍTULO III

# EL TIPO DE CAMBIO Y EL NUEVO MODELO DE CRECIMIENTO ECONÓMICO EN MÉXICO, 1988-1994

## PREFIJACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO Y LA REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN

DE ENTRADA PERMÍTANME SEÑALAR QUE en la literatura de las economías en desarrollo se distinguen básicamente dos tipos de programas de estabilización que fueron adoptados incluso desde fines de los años 1970 por los países de América Latina con inflación crónica. Los programas desinflacionarios que han confiado en una única ancla nominal para contener la inflación se conocen como programas ortodoxos, y pueden ser programas de estabilización basados en el tipo de cambio (ERBS)<sup>1</sup> o programas de estabilización basados en el dinero (MBS).<sup>2</sup> Por su parte, los programas de estabilización heterodoxos también han incluido el control de otras variables nominales, tales como los precios y los salarios.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Por sus siglas en inglés: Exchange Rate Based Stabilization.

<sup>2</sup> Por sus siglas en inglés: [Exchange Rate] Money Based Stabilization.

<sup>3</sup> Los programas de estabilización basados en el tipo de cambio más conocidos incluyeron las *tablitas* de los países del cono sur de fines de los años 1970, los planes Austral (1985) y de Convertibilidad (1991) de Argentina, los planes Cruzado (1985) y Real (1994) de Brasil, el programa de estabilización de Israel (1985) y el *pacto* de México (1987). Los programas de estabilización basados en el dinero han sido menos prominentes, y comprenden los programas de Chile (1973), Bolivia (1985), Perú (1990) y República Dominicana (1990) (Santaella y Vela 2005).

Asimismo, en la literatura de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio se identifican las tres regularidades empíricas siguientes. Primero, los programas de estabilización basados en el tipo de cambio logran una reducción significativa de las tasas de inflación. Sin embargo, la tasa de inflación converge en el tiempo sólo gradualmente a la tasa de depreciación cambiaria y, así, el tipo de cambio real se aprecia constantemente. La tasa de inflación alcanza un nuevo —y más bajo— nivel, aún en exceso de la inflación externa, y las reducciones adicionales en la tasa de inflación son difíciles de alcanzar.

Una segunda regularidad consiste en que, una vez que el tipo de cambio llega a ser el ancla nominal, la actividad económica inicia una fase de expansión —que usualmente sigue a una recesión antes del programa. La fase de expansión tiende a estar asociada con una oleada en el consumo, especialmente de bienes durables, y la inversión. Eventualmente, la actividad económica disminuye y entra a una nueva fase de recesión. El *boom* inicial en el ciclo económico de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio contrasta agudamente con el observado en los programas de estabilización basados en el dinero, los cuales han estado asociados con una recesión fuerte e inmediata.

Un tercer hecho estilizado de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio se refiere a los desarrollos del sector externo. Prácticamente todos los programas causan un deterioro de la cuenta corriente, financiada por entradas de capital externo.

Diversas hipótesis se han lanzado para explicar los hechos estilizados de la desinflación, particularmente el *boom* inicial asociado con los programas de estabilización basados en el tipo de cambio, y la apreciación del tipo de cambio real. Estas explicaciones teóricas caen en tres amplias categorías. La primera hipótesis se apoya en la rigidez o inercia de la tasa de inflación, lo cual puede interpretarse como evidencia de las “expectativas que miran hacia atrás” o de otras rigideces nominales. La segunda explicación sigue la idea —al parecer, avanzada primero por Calvo (1986)— relativa a la carencia de credibilidad del ancla cambiaria. Un tercer elemento de la literatura puede llamarse un punto de vista de “equilibrio”, el cual explica los hechos estilizados de estos programas de estabilización basándose en el del lado de la oferta y otros efectos riqueza sobre la estabilización.

En esta parte se pretende examinar la experiencia de estabilización durante 1988-1994, a la luz de los hechos estilizados de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. Específicamente, y en rigor, se tratarán dos temas principales. Primero, se discute en esta sección el papel del ancla cambiaria y su eficacia en bajar la inflación en México. Durante 1987-1994, el régimen cambiario en México evolucionó de un tipo de cambio fijo (1988) a un tipo de cambio *crawling peg* activo o *tablita* (1989-

1991) y, posteriormente, a una banda cambiaria (1992-1994) (ver cuadro “México: Regímenes cambiarios, 1988-1994”). Así, aunque el tipo de cambio retuvo su papel como ancla nominal durante todo el periodo, gradualmente se permitió un grado más grande de flexibilidad cambiaria. El segundo punto, que trata la naturaleza del ciclo económico en México, se aborda más adelante, en la sección 3.3.

Después de una expansión económica inicial durante los primeros años del programa, la desaceleración en 1992-1993 trajo la experiencia mexicana en línea con las etapas finales de los ciclos económicos típicamente observados en los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. El hecho es que la desaceleración llegó sólo cinco años después de ponerse en práctica el programa de estabilización.

En primer término, es preciso destacar que la adopción de diferentes regímenes cambiarios durante 1987-1994 modificó el papel del tipo de cambio como ancla nominal. En los términos en que está establecido en la literatura, la evidencia empírica sugiere que la estabilización de 1987 se ancló firmemente al tipo de cambio nominal y que, en tanto el tipo de cambio fue predeterminado, el grado de inercia inflacionaria se redujo. Sin embargo, la inercia inflacionaria no se erradicó completamente y la trayectoria seguida por los precios se aproximó al tipo de cambio sólo gradualmente, como en otros programas de estabilización basados en el tipo de cambio. A pesar de implicar una cierta “pérdida” del ancla nominal, la banda cambiaria permitió una reducción adicional de la inercia inflacionaria.

En segundo término, la expansión en la actividad económica se inició antes de la adopción del ancla cambiaria y se interrumpió con la introducción del programa de estabilización. El crecimiento económico fue modesto que difícilmente se puede decir que el ancla cambiaria creó un *boom* durante el periodo de estabilización. La evidencia muestra que el ciclo correspondiente a la desinflación de México se completó en 1993 (ver gráfica 5 “Inflación anual —INPC—, 1987-1994”). Mientras que la fase de expansión es cualitativamente consistente con los programas de estabilización basados en el tipo de cambio, la desaceleración en la actividad económica durante 1992-1993 parece estar más relacionada a otros factores, tales como un endurecimiento tanto de la política monetaria como de la política fiscal, o la continuación de los esfuerzos de la llamada “reforma estructural”.

A fines de 1987 la tasa de inflación anual en México excedió el 150 por ciento y todavía se estaba acelerando (ver gráfica 5 “Inflación anual —INPC—, 1987-1994”). La economía mexicana exhibía características de inflación crónica y se aproximaba hacia la hiperinflación. La tasa de inflación era muy persistente y volátil, se incrementó la frecuencia de las revisiones al salario mínimo, y las prácticas de indexación informal llegaron a ser amplias.<sup>4</sup> Para todo propósito práctico, México carecía de un ancla nominal.

Para hacer frente a esta grave situación, las autoridades lanzaron un nuevo programa de estabilización el 15 de diciembre de 1987 —una estrategia antiinflacionaria relativamente distinta de la que se había seguido— dentro del contexto de un acuerdo económico —el *pacto*— suscrito por el gobierno y los principales representantes de las organizaciones empresariales y del trabajo.<sup>5</sup> El anuncio del *pacto* se precedió en los días anteriores por una devaluación de 22 por ciento del tipo de cambio controlado, colocándolo al nivel del tipo de cambio libre, y por un considerable ajuste hacia arriba en los precios de los bienes y servicios públicos: los precios de los combustibles, de la electricidad y de los fertilizantes se incrementaron en 83-85 por ciento.<sup>6</sup> Así,

<sup>4</sup> Aspe (1993), Gil-Díaz y Ramos (1988) y Lustig (1992) discuten las políticas y el desarrollo económico durante los años 1980. Para un estudio de la inercia inflacionaria en el periodo 1985-1987, véase Alberro (1987) y Vela (1993).

<sup>5</sup> EL PSE ha sido señalado como un plan esencialmente antiinflacionario. En palabras del Secretario de Hacienda de ese tiempo: “[El PSE] persigue un fin fundamental: evitar que caigamos en una situación francamente inflacionaria”. Por su parte, el banco central lo definió así: “El PSE [tiene] el objetivo fundamental de abatir la inflación” (IABM 1988).

<sup>6</sup> Enseguida describo las características básicas del *pacto* en los términos en que se formuló originalmente:

1) La política fiscal tuvo una orientación decididamente restrictiva con el objetivo de aumentar el superávit primario del sector público como proporción del PIB, lo cual se lograría mediante la reducción del gasto y la elevación de la recaudación fiscal y de los precios de los bienes y servicios públicos.

2) En política comercial se aceleró la reducción de los aranceles máximos que pasó de 40 a 20 por ciento, y se anunció la desaparición de la sobretasa de 5 por ciento del impuesto general de importación.

3) Se enfatizó que la paridad cambiaria sería establecida con un doble objetivo: apoyar el abatimiento de la inflación y asegurar la competitividad internacional del aparato productivo nacional.

Además, no obstante que la restricción fiscal y la liberación comercial fueron pilares centrales de la estrategia económica de la administración 1982-1988, el carácter distintivo del PSE residió en el paquete de medidas relacionadas con la política de ingresos. Así, el PSE propuso un mecanismo de “indización hacia el futuro” en salarios, precios y tarifas públicas, que entraría en vigor a partir de marzo de 1988. Se efectuaría un aumento inmediato de 15 por ciento en los salarios mínimos extensibles a los contractuales, seguido de 20 por ciento adicional el 1 de enero, exclusivo para los salarios mínimos. Los precios y tarifas públicas permanecerían fijos durante enero y febrero. El PSE también establece que, a partir de marzo y en tanto la inflación mensual sea superior a 2 por ciento mensual, los salarios mínimos se incrementarían mensualmente. Otra medida importante en este grupo fue el compromiso explícito del gobierno de mantener los precios de garantía en sus niveles reales de 1987.

El 28 de febrero se firmó otro documento que transformó algunos puntos importantes del PSE. La modificación más importante fue en la instrumentación de la política de ingresos. Según este nuevo plan, en vez del proceso de indización “hacia adelante” que comenzaría a partir de marzo, se pondría en vigencia un esquema de congelamiento de precios. Como parte de este esquema el gobierno se comprometió a dejar fijos el tipo de cambio y los precios de los bienes y servicios públicos por determinado lapso. Finalmente, el 15 de noviembre se anunció que el PSE continuaría todavía vigente hasta el final del sexenio, permaneciendo constantes los precios de los bienes y servicios públicos, el tipo de cambio y los salarios mínimos. Se anunció también la adopción de las importantes medidas adicionales siguientes: la desaparición del IVA de 6 por ciento de alimentos procesados y medicamentos; la desgravación en 30 por ciento del impuesto sobre la renta a los sueldos de hasta cuatro veces el salario mínimo, y el compromiso de reducir en 3 por ciento en promedio el precio de los bienes producidos por el sector privado.

los precios y salarios, después de un ajuste inicial al alza, fueron congelados por un breve periodo. El *pacto* originalmente asumió que los salarios jugarían el papel de ancla nominal, lo cual no acarrearía alguna responsabilidad con el tipo de cambio. Sin embargo, en marzo de 1988 las autoridades explícitamente adoptaron un tipo de cambio fijo *vis-a-vis* con el dólar estadounidense.

Asimismo, el *pacto* incorporó muchas de las características de los programas heterodoxos. Sin embargo, dado que muchos de los controles de precios y salarios se levantaron gradualmente, el programa evolucionó hacia una estrategia más ortodoxa.<sup>7</sup> El ajuste fiscal —que pasó de un déficit de 16 por ciento del PIB en 1987 a un superávit de 2 por ciento en 1991— y el ancla cambiaria llegaron a ser los principales elementos de política, mientras que la política monetaria llegó a ser pasiva en el nuevo régimen cambiario. También se implementaron una amplia variedad de “medidas estructurales”: la liberalización comercial primero continuó unilateralmente y después dentro del contexto del TLCAN; muchas empresas del Estado se privatizaron; el sector financiero se liberalizó sustancialmente; y continuó la desregulación de una amplia gama de mercados, desde el transporte hasta la agricultura.

En otros términos, resulta claro que para esta época se adoptan ya un conjunto de políticas que principalmente los políticos denominan *neoliberales* —incluso con un sentido peyorativo—, pero que Williamsom (1989) denominó acertadamente el *Washington Consensus*, el cual consiste en un listado de políticas consideradas a fines de los años 1980 por los organismos financieros internacionales y centros económicos con sede en Washington como el mejor programa económico que los países de América Latina debían aplicar para impulsar el crecimiento económico, después de la

---

<sup>7</sup> El PSE en los hechos siguió dos fases. En la primera (diciembre de 1987-febrero de 1988), se empleó una estrategia antiinflacionaria convencional. Se recortó drásticamente el gasto público. Se elevaron los precios y tarifas públicas, se depreció el tipo de cambio y se otorgaron aumentos salariales que en la práctica constituyeron topes a la elevación de los salarios por debajo de la inflación para esos meses. El único elemento no estrictamente convencional fue el aviso que a partir de marzo de 1988 se aplicaría una política de indización “hacia adelante”. En palabras del Subsecretario de Ingresos de la Secretaría de Hacienda: El programa [PSE] tiene dos fases en el tiempo. La primera es una fase de corrección con costos inflacionarios inevitables y, la segunda, es una fase de desinflación concertada y sostenida (Serra 1987).

La segunda fase del PSE comenzó el primero de marzo. En ella, en vez del esquema de desinflación gradual y sincronizada originalmente proyectado, se optó por un congelamiento de precios que coincide con los esquemas de los planes heterodoxos ya citados. Parece evidente que ocurrió una modificación importante en la percepción del fenómeno inflacionario en las autoridades.

La instrumentación del PSE a partir de marzo muestra semejanzas con los planes heterodoxos. En primer lugar, se observa que la política de ingresos desempeña una función central para combatir el elemento inercial de la inflación. En los planes heterodoxos un elemento central de esta política cobra la forma de un esquema de congelamiento más o menos generalizado de los precios y salarios, así como del tipo de cambio. El PSE también coincide con los planes heterodoxos en el establecimiento de metas específicas para el presupuesto público (Moreno Brid 1987-1988).

crisis del modelo de industrialización por sustitución de importaciones.<sup>8</sup> El paquete de medidas de política son las siguientes: 1) disciplina fiscal; 2) reordenamiento de las prioridades del gasto público; 3) reforma impositiva; 4) liberalización de las tasas de interés; 5) tipo de cambio competitivo; 6) liberalización del comercio internacional; 7) liberalización de la entrada de inversiones extranjeras directas; 8) privatización; 9) desregulación y 10) derechos de propiedad.

Una característica importante de la experiencia mexicana en el contexto del programa de estabilización aplicado, basado en el tipo de cambio, es el hecho de que el régimen cambiario se modificó dos veces durante 1987-1994 (ver cuadro 1 “México: Regímenes cambiarios, 1988-1994”). El tipo de cambio fijo —o bien, pegado fijo: *peg fixed*, en la literatura en inglés— que se adoptó en marzo de 1988 se abandonó por el *crawl* —o *crawling*— en 1989, en una política tipo *tablita* que se concibió para evitar una posible sobrevaluación de la moneda. Posteriormente, en noviembre de 1991, se estableció una banda cambiaria amplia, en gran parte motivado por las presiones ocasionadas para que la moneda se apreciara inducido por las fuertes entradas de capital externo<sup>9</sup> (ver gráfica 6 “Inversión extranjera directa, 1989-1995”). Esta banda se abandonó durante la crisis cambiaria de diciembre de 1994, cuando se adoptó un régimen flotante.

La banda cambiaria tuvo importantes implicaciones en términos del papel jugado por el tipo de cambio como ancla nominal. Mientras que un tipo de cambio pegado (*peg*) —fijo o *crawling*— al dólar implicó un ancla nominal firme, la banda permitió al tipo de cambio fluctuar dentro de márgenes de intervención anunciados, permitiendo así que una política monetaria más independiente pudiera ser conducida en el corto plazo.<sup>10</sup> En este sentido, se esperó que este régimen cumpliera con las siguientes

---

<sup>8</sup> El *Washington Consensus* fue formulado originalmente por John Williamson en noviembre de 1989 en un documento titulado “What Washington Means by Policy Reform” (que podemos traducir como “Lo que Washington quiere decir por reformas políticas”). El documento de trabajo fue elaborado para una conferencia organizada por el Institute for International Economics, al que pertenece Williamson. Al respecto, sobre este histórico borrador, Williamson comenta lo siguiente: “[incluí] una lista de diez políticas que yo pensaba eran más o menos aceptadas por todo el mundo en Washington y lo titulé el *Washington Consensus*”.

Considero pertinente hacer aquí tres observaciones. 1) Este paquete de medidas de política económica originalmente estaba pensado para los países de América Latina, pero con los años se convirtió en un programa general. 2) Por “Washington”, Williamson entiende el complejo político, económico, financiero e intelectual que tiene su sede en Washington, es decir, los organismos financieros internacionales (FMI, BM), el congreso de Estados Unidos, la Reserva Federal (FED), los altos funcionarios de la administración pública de Estados Unidos y, como se dice en la literatura en inglés, los *think tanks* económicos. 3) Esta lista de políticas cobró autonomía y se constituyó en la base de lo que se llama *neoliberalismo* (Williamson 1989; véase también Williamson 2004).

<sup>9</sup> Helpman, Leiderman y Bufman (1994), Schwartz (1994) y Werner (1994), entre otros, estudian la banda cambiaria de México.

<sup>10</sup> Véase Helpman y Leiderman (1992), y Svensson (1994).

expectativas: 1) que diera cabida a la política monetaria a expensas de una “pérdida” de ancla nominal; 2) que aliviara las presiones que la esterilización de las entradas de capital ejercía sobre las tasas de interés; y 3) que evitara las excesivas fluctuaciones de corto plazo en el tipo de cambio. Conceptualmente, conforme el tipo de cambio *nominal* de equilibrio de corto plazo permaneció dentro de los límites de fluctuación de la banda, el control monetario llegó a ser el ancla nominal *efectivo* sobre una base diaria. Sin embargo, las fluctuaciones cambiarias fueron, en principio, limitadas por los márgenes de intervención predeterminados. Así, los límites creíbles impuestos por las bandas influirían en las expectativas de largo plazo y ayudarían al tipo de cambio a retener su papel ancla en un horizonte largo de tiempo.

Los resultados del pacto se asemejan mucho a los hechos estilizados de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. Después de un pico de casi 180 por ciento anual en febrero de 1988 —que refleja la devaluación inicial y el ajuste de precios— la tasa de inflación cayó bastante rápidamente durante los siguientes 18 meses (ver gráfica 5 “Inflación anual —INPC—, 1987-1994”). No obstante, a fines de 1989 la tasa de inflación “se clavó en forma obstinada” alrededor del 20 por ciento. A fines de 1990 se inició un nuevo programa desinflacionario que probó ser más prolongado y menos pronunciado. A fines de 1993 la economía mexicana alcanzó una tasa de inflación anual de un sólo dígito (8 por ciento), por primera vez en dos décadas.

Como se ha observado en otros episodios basados en los programas de estabilización basados en el tipo de cambio, la inflación se aproximó a la tasa de devaluación sólo gradualmente. En efecto, la tasa anual de inflación excedió la tasa de depreciación cambiaria durante el conjunto del periodo 1988-1993, dirigiendo a una apreciación significativa del tipo de cambio real. En 1993, el tipo de cambio real promedio se apreció casi en 40 por ciento con respecto a su valor en 1987.

El esfuerzo de estabilización inicial estuvo asociado con una reducción importante en las tasas de interés nominales, pero las reducciones adicionales sólo fueron graduales. Es digno de atención que las tasas de interés no cayeron *pari passu* con la inflación. En efecto, en los primeros 18 meses del programa (*ex-post*) el producto de la deuda gubernamental exhibió un sustancial rendimiento positivo. Por un lado, las altas tasas reales de interés (*ex-post*) pueden reflejar el hecho que la inflación “actual” cayó más rápidamente que la inflación esperada. Por otro lado, puede también explicarse por una política de esterilización parcial de las fuertes entradas de capital.

Así pues, la desinflación inicial se alcanzó rápidamente y en apariencia sin comprometer el nivel de actividad económica. Después de una pausa leve en 1988, el crecimiento del PIB se recuperó durante los siguientes tres años a una tasa promedio de casi 4 por ciento. Este periodo de expansión fue seguido por una desaceleración

gradual en la actividad económica en 1992-1993, el cual se revirtió parcialmente en 1994. Alentado por una fuerte expansión del crédito, el consumo privado creció rápidamente durante 1989-1990 (más del 6 por ciento anual). Este vigoroso crecimiento se moderó en 1991-1992, pero fue seguido después por un nivel bajo del consumo en 1993. La inversión también se expandió, especialmente en el periodo 1990-1992 cuando creció más del 10 por ciento en promedio, antes de caer en 1993 y recuperarse fuertemente en 1994.

### EL TIPO DE CAMBIO COMO ANCLA NOMINAL

Es pertinente señalar que diversos elementos son importantes cuando se analiza el papel que jugó el ancla cambiaria como estrategia desinflacionaria.<sup>11</sup> Primero, el tipo de cambio se selecciona como ancla nominal en economías con inflación crónica no sólo porque la tasa de inflación es alta, sino también porque el ruido producido por la inestabilidad nominal es muy grande. Segundo, se espera que el tipo de cambio tenga un impacto cualitativo sobre los precios. Tercero, para que sea eficaz en desinflacionar los precios, el tipo de cambio también debe tener un efecto cuantitativo importante sobre los precios. Por lo tanto, para evaluar el papel del tipo de cambio como ancla nominal en el caso de México, se debe enfocar el grado de inestabilidad nominal antes y después de la estabilización, la causalidad (o carencia de causalidad) del ancla nominal a los precios, y el grado del traspaso (*pass-through*) de los cambios del tipo de cambio a los precios del consumidor. En consecuencia, el análisis debe enfatizar el papel cambiante del tipo de cambio como ancla nominal a través de los regímenes cambiarios y compararlos con un ancla alternativa, a saber, la oferta monetaria.

Santaella y Vela (2005) hacen un análisis del comportamiento de las variables nominales, especialmente de las relaciones entre el ancla nominal y los precios, y el tema de la inercia inflacionaria, con una serie de modelos VAR de forma reducida, así como también con una ecuación de inflación estructural de forma semireducida. Siguiendo el análisis de Leiderman y Liviatan (1993) de regímenes diferentes, así como a Sims (1980), corren una serie de modelos VAR bivariantes, por un lado, para la tasa de inflación y, por otro, ya sea para el tipo de cambio o la oferta monetaria. La evidencia de los modelos VAR sobre el ancla nominal lo complementan con las pruebas tradicionales de causalidad de Granger. La muestra de la estimación la dividieron en

---

<sup>11</sup> Edwards (1993, 1996) discute el uso del tipo de cambio como ancla nominal y presenta un análisis empírico para el caso de México, entre otros países.

tres subperiodos de acuerdo con los diferentes regímenes cambiarios vigentes durante el periodo 1984-1994. El primer subperiodo corresponde al *flotante manejado* (*managed float*) del periodo de preestabilización (1984-1987). El segundo subperiodo es el régimen de la *tablita* (1988-1991) —incluyendo el tipo de cambio *pegado estricto*— y el tercer subperiodo (1991-1994) corresponde al régimen de *banda cambiaria*.

Los modelos VAR estimados se usaron para estimar el grado de inestabilidad nominal a través de los regímenes cambiarios. Los estadísticos que toman como medidas del grado de inestabilidad nominal de los regímenes son las desviaciones estándar de las innovaciones estimadas para los diferentes periodos de tiempo. La característica más sobresaliente de los resultados de la estimación es que el grado de inestabilidad nominal, medidos por los *shocks* de la inflación, declinaron constantemente del periodo de preestabilización de 1985-1987 —cuando la economía mexicana al parecer carecía de un ancla nominal— a los dos subperiodos postestabilización. En particular, el tamaño de los *shocks* para la tasa de inflación es aproximadamente la mitad durante el régimen de la tablita comparado con el periodo flotante manejado, y una declinación adicional se observa para el periodo de banda cambiaria. Una amplia disminución en los *shocks* del tipo de cambio y en los *shocks* de la oferta monetaria también ocurrió después de que se lanzó el programa de estabilización de 1987, pero su disminución no fue constante porque, como se esperaba, el tipo de cambio desplegó más variación con la adopción de una banda cambiaria, mientras que el M1 fue más volátil durante el periodo de la tablita (Santaella y Vela 2005).

Los modelos aludidos también suministran alguna evidencia sobre la importancia del tipo de cambio como ancla nominal. Los resultados de la contribución, ya sea del tipo de cambio o de la oferta monetaria, a la varianza de los precios son los siguientes. En el periodo 1984-1987 de preestabilización, consistente con el punto de vista de la inflación inercial, mucha de la varianza de la inflación correspondió a la contribución de las variaciones de precios, mientras que ni el tipo de cambio ni la oferta monetaria fueron capaces de explicar una proporción grande de la varianza de la tasa de inflación (sólo 12 y 6 por ciento, respectivamente, después de dos años). El poder explicativo del tipo de cambio y de la oferta monetaria se incrementó después del inicio del programa de estabilización. Más específicamente, durante el periodo de la *tablita* (1988-1991), la contribución del tipo de cambio se incrementó considerablemente (46 por ciento de la varianza de la inflación), más que la proporción explicada por la oferta monetaria (13 por ciento).

Sin embargo, los papeles del tipo de cambio y de la oferta monetaria se revierten para el periodo de banda cambiaria, puesto que ahora el M1 contribuye a explicar una proporción más grande (27 por ciento) de la varianza de la inflación que el tipo de cambio. Santaella y Vela (2005) complementan estos resultados con las pruebas

tradicionales de causalidad de Granger, las cuales corroboran tales resultados. Es decir, ni el tipo de cambio ni la oferta monetaria “causaron” los precios durante 1984-1987. Después, el tipo de cambio “causó” fuertemente la tasa de inflación en el periodo de la tablita, pero su poder explicativo disminuyó sustancialmente durante el periodo de la banda cambiaria, cuando la oferta monetaria jugó un papel más significativo en la determinación del nivel de precios. Esta última observación apoya la hipótesis de que una banda cambiaria implicó de algún modo una “pérdida” de ancla nominal respecto al tipo de cambio fijo o a un régimen *crawling peg* activo.

Un punto adicional lo constituye el análisis del *pass-through* de los *shocks* del tipo de cambio a la tasa de inflación. Aquí también aparecen algunas diferencias interesantes en los diferentes regímenes. Para el periodo de la *tablita*, cerca del 40 por ciento de una innovación a la tasa de depreciación cambiaria se transmitió a los precios (digamos, impactó a los precios), un *pass-through* que excede 60 por ciento un mes después. El efecto del *shock* del tipo de cambio sobre los precios desapareció muy rápidamente (en alrededor de ocho meses). Sin embargo, esta respuesta rezagada de la inflación confirma su convergencia gradual a la tasa de devaluación. Resulta interesante que el *pass-through* cambió sustancialmente durante el periodo de la banda cambiaria, cuando los *shocks* al tipo de cambio tuvieron un “efecto silencioso” sobre los precios (Santaella y Vela 2005).

Con respecto a los *shocks* de los precios, no obstante que según Santaella y Vela (2005) argumentan que es difícil medir con precisión el grado de inercia inflacionaria de las respuestas al impulso, por un lado, fueron sustancialmente más pequeños durante 1992-1994 que durante 1988-1991; por otro lado, las respuestas al impulso sugieren, un tanto cuanto lentamente y en forma oscilatoria, la convergencia de la inflación a la línea de fondo en el periodo de la banda.

### INERCIA INFLACIONARIA

Como se señaló líneas arriba, una de las hipótesis que explica la convergencia gradual de la inflación a la tasa de depreciación y el *boom* inicial en los programas de estabilización basados en el tipo de cambio descansa en la rigidez de la tasa de inflación. Los resultados que explican la posible inercia inflacionaria para el periodo 1984-1994 son los siguientes. Teniendo presente que con la introducción del programa de estabilización en diciembre de 1987 se dieron ciertos ajustes preparatorios a algunos precios clave y al tipo de cambio, durante el periodo previo 1985-1987, la economía

mexicana exhibió un grado significativo de inercia inflacionaria, una característica considerada típica de los países con inflación crónica. Además, en el periodo precedente a la estabilización, la inflación estuvo determinada en gran parte por los siguientes factores: monetario, salarial, fiscal y el tipo de cambio. Este quizá es un resultado interesante puesto que los episodios de inflación crónica algunas veces se piensa que se caracterizan tanto por una carencia de ancla nominal como por la ineficacia de la corrección fiscal en poner a la inflación bajo control.

Asimismo, el periodo de la tablita estuvo asociado con un cambio significativo en la inercia inflacionaria. Sin embargo, en el periodo de la tablita la economía mexicana estuvo todavía sujeta a un grado considerable de persistencia de la inflación. Por otro lado, para el régimen de banda cambiaria la inercia de la inflación se redujo adicionalmente, al grado de que el periodo de la banda podría haber estado asociado con una erradicación total del componente inercial de inflación.

Por lo que respecta al déficit fiscal, éste no fue una fuente de presiones inflacionarias durante toda la trayectoria de estabilización de 1988-1994. Además, los movimientos en el tipo de cambio continuaron para afectar la inflación durante el periodo de la tablita, pero menos que durante el periodo de la banda. Finalmente, la evidencia apoya la idea que los salarios también fueron un determinante significativo de la inflación durante todo el periodo. En general, con base en estos resultados se puede decir que las reducciones de la inflación durante el periodo de la banda resultaron de una caída sustancial de la inercia inflacionaria, junto con la carencia de presiones inflacionarias provenientes de los factores monetarios, fiscal, del tipo de cambio y salarial.

En síntesis, la evidencia sugiere que el comportamiento de la inflación durante el periodo de estabilización es compatible con los hechos estilizados de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. Antes del inicio del programa de 1987, México se asemejaba a una economía de inflación crónica. La inflación fue altamente persistente, el grado de inestabilidad nominal fue alto y el proceso inflacionario fue alentado por un crecimiento monetario excesivo, déficit fiscal, depreciación cambiaria e inflación salarial. Durante el periodo inicial de estabilización, la desinflación se ancló firmemente al tipo de cambio nominal, pero la trayectoria seguida por los precios se aproximó al tipo de cambio sólo gradualmente. El grado de inercia inflacionaria en cierto modo se redujo, pero no se eliminó, sugiriendo sólo un rompimiento parcial de los “hábitos de indexación pasados” y otras prácticas asociadas con el comportamiento que “mira hacia atrás”. Durante el periodo de la banda, la inercia inflacionaria se redujo adicionalmente a pesar de una “pérdida” en el ancla cambiaria. Finalmente, la desinflación estuvo apoyada por políticas fiscales y monetarias no inflacionarias.

En resumen, la experiencia de México de 1987-1994 con los hechos estilizados de su programa de estabilización basado en el tipo de cambio muestra que la inflación

cayó sólo gradualmente, hubo un ciclo económico, el tipo de cambio real se apreció y la cuenta corriente registró un déficit creciente. Sin embargo, también hay algunas diferencias y peculiaridades importantes de la experiencia de México, especialmente respecto al papel del ancla nominal y la naturaleza del ciclo económico.

En conclusión, la experiencia mexicana antes del pacto de diciembre de 1987 se asemejó típicamente a los episodios de inflación crónica. La inflación fue altamente persistente, el grado de inestabilidad nominal fue alto y el proceso inflacionario parece haber sido alentado por un crecimiento monetario excesivo, déficit fiscal, depreciación cambiaria e inflación salarial. Durante el periodo inicial del programa de estabilización lanzado en 1987, la desinflación estuvo anclada firmemente al tipo de cambio nominal, pero la trayectoria seguida por los precios se aproximó a la trayectoria del tipo de cambio sólo gradualmente. Sin embargo, el grado de inercia inflacionaria no se redujo considerablemente durante el periodo de la *tablita*, sugiriendo sólo un rompimiento parcial de los “hábitos de indexación pasados” y otras prácticas asociadas con el comportamiento que “mira hacia atrás”. Así también, durante el periodo de la banda cambiaria la inercia inflacionaria se redujo, incluso adicionalmente a pesar de una “pérdida” del ancla cambiaria. No obstante, la desinflación estuvo apoyada durante esta estabilización por la carencia de presiones inflacionarias provenientes de los factores monetario, fiscal, tipo de cambio y salarial.

### CRECIMIENTO ECONÓMICO Y DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE

En esta parte se examina la experiencia de estabilización de México durante 1987-1994, a la luz de lo que en la literatura sobre la materia se conoce como “hechos estilizados de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio”. También se pasa revista al déficit de la cuenta corriente para el periodo aludido. Respecto al primero, específicamente son dos los temas principales vinculados a este punto. El primero, relativo al papel del ancla cambiaria y su eficacia en bajar la inflación en México, se trató en la sección 3.1. Allí se dejó establecido que durante el periodo 1987-1994 el régimen cambiario en México evolucionó de un tipo de cambio fijo (1988) a un tipo de cambio *crawling peg* activo o *tablita* (1989-1991) y, posteriormente, a una banda cambiaria (1992-1994). También se estableció que, aunque el tipo de cambio retuvo su papel como ancla nominal durante todo el periodo, gradualmente se permitió un grado más grande de flexibilidad cambiaria. El segundo tema, relativo a la naturaleza del ciclo económico en México, se trata en esta parte.

Después de una expansión económica inicial durante los primeros años del programa, la desaceleración en 1992-1993 trajo la experiencia mexicana en línea con las etapas finales de los ciclos económicos típicamente observados en los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. El hecho es que la desaceleración llegó sólo cinco años después de ponerse en práctica el programa de estabilización.

Es preciso dejar establecido que la expansión de la actividad económica se inició antes de la adopción del ancla cambiaria y se interrumpió con la introducción del programa de estabilización. Como ya se señaló, el crecimiento económico fue modesto que difícilmente se puede decir que el ancla cambiaria creó un *boom* durante el periodo de estabilización. Parece que la evidencia muestra que el ciclo correspondiente a la desinflación de México se completó en 1993. Mientras que la fase de expansión es cualitativamente consistente con los programas de estabilización basados en el tipo de cambio, la desaceleración en la actividad económica durante 1992-1993 parece estar más relacionada a otros factores, tales como un endurecimiento tanto de la política monetaria como de la política fiscal, o la continuación de los esfuerzos de lo que en México desde 1983 se ha llamado *reforma estructural*.

Como se estableció en la sección anterior, después de una pausa leve en 1988, el crecimiento del PIB se recuperó durante los siguientes tres años a una tasa promedio de casi 4 por ciento. Este periodo de expansión fue seguido por una desaceleración gradual en la actividad económica en 1992-1993, el cual se revirtió parcialmente en 1994. Alentado por una fuerte expansión del crédito, el consumo privado creció rápidamente durante 1989-1990 (más del 6 por ciento anual). Este vigoroso crecimiento se moderó en 1991-1992, pero fue seguido después por un nivel bajo del consumo en 1993. La inversión también se expandió, especialmente en el periodo 1990-1992 cuando creció más del 10 por ciento en promedio, antes de caer en 1993 y recuperarse fuertemente en 1994.

## EL CICLO ECONÓMICO DE ESTABILIZACIÓN DE LA INFLACIÓN

Como se hizo notar en el apartado anterior, la evolución de las principales variables macroeconómicas durante la estabilización de 1988-1994 parece ser bastante consistente con los hechos estilizados de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. En particular, la expansión del PIB y del consumo privado en los primeros años del periodo de estabilización (1988-1991), y la desaceleración de estas variables en 1992-1993, trajo a la experiencia mexicana en línea con el ciclo económico predicho por los hechos estilizados de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio.

La economía mexicana experimentó un ciclo económico completo durante el periodo 1986-1993. La escala de las fluctuaciones fue diferente; como se esperaba, la inversión varió más que el producto, pero sorpresivamente el consumo también fue más variable que el producto doméstico real.

Es importante destacar algunas peculiaridades de este ciclo. La economía mexicana alcanzó un mínimo a fines de 1986, y experimentó una recuperación —en gran parte asociado con la inversión— en 1987. Después de la expansión de 1987, el producto declinó en 1988, especialmente en el primer trimestre. En este sentido, una desaceleración inicial en el nivel de actividad económica ocurrió con la introducción del *pacto*. Sin embargo, esta desaceleración fue de corta duración, y en la segunda mitad de 1988 la economía volvió a crecer nuevamente, alentada por una fuerte expansión del consumo privado. La formación de capital fijo aumentó de momento sólo en 1990. Como resultado, el PIB exhibió tasas de crecimiento cercanas al 4 por ciento durante el periodo 1989-1991. La economía alcanzó un pico a mediados de 1992 y después registró una baja pronunciada en la actividad económica y la demanda doméstica, especialmente en gastos en bienes de capital fijo y en bienes de consumo durables. Esta caída cíclica constante del PIB corresponde al periodo de banda cambiaria y de más altas tasas de interés reales. Nuevamente, se alcanzó un mínimo en la segunda mitad de 1993, después del cual la economía se recuperó vigorosamente en 1994 con un notable salto en la inversión.

Este patrón del ciclo económico de México en 1988-1993 es consistente con las predicciones teóricas y con las experiencias de otros episodios de los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. Sin embargo, ello plantea dos importantes cuestiones. Primero, si es correcto caracterizar la fase de expansión de 1988-1991 como uno de “crecimiento sin precedentes” o como uno de un “boom en el consumo”. Segundo, está pendiente de demostrarse que el ciclo económico, especialmente la desaceleración de 1992-1993, puede atribuirse al uso del ancla cambiaria. Algunas dudas sobre este punto surgen por el hecho de que la desaceleración de la actividad económica puede considerarse una recesión —debido a que el producto cayó dos trimestres consecutivos en 1993— y que además tuvo lugar casi cinco años después de la introducción del programa de estabilización. En efecto, en 1994 la economía mexicana exhibió nuevamente tasas significativas de crecimiento del PIB.

En relación a si el programa de estabilización basado en el tipo de cambio en México dirigió a un boom económico sin precedentes o a la contracción durante 1988-1994, podría afirmarse que la experiencia mexicana parece ser compatible con los hechos estilizados del ciclo económico asociado con los programas de estabilización basados en el tipo de cambio. La diferencia más importante en el caso de México es que el programa no fue precedido por una desaceleración, sino por una expansión

en 1987. Esta fase expansionista se interrumpió en la fase inicial del *pacto*, y sólo se reasumió seis meses después. La desaceleración tuvo lugar a fines del periodo de estabilización (1993), casi cinco años después de la introducción del *pacto*. Como se apuntó líneas arriba, la declinación de la actividad económica durante 1992-1993 parece no estar relacionado con el programa de estabilización basado en el tipo de cambio sino que está asociado a otros elementos, tales como los factores del lado de la oferta y altas tasas de interés real, entre los más relevantes.

En síntesis, respecto al ciclo económico en México, las diferencias residen en los siguientes elementos: 1) el programa de estabilización no fue precedido inmediatamente por un desaceleración en la actividad económica; 2) la expansión iniciada en 1987 fue interrumpida con la introducción del programa y sólo se reasumió seis meses después; y 3) la desaceleración tuvo lugar casi cinco años después, en el periodo final del programa. Sin embargo, la disminución de la actividad económica en 1992-1993 no parece estar relacionado con el programa de estabilización, sino a otros elementos, los cuales podrían ser factores del lado de la oferta, la incertidumbre, los factores financieros, y así sucesivamente. Así, parece que únicamente las etapas iniciales del ciclo estuvieron relacionadas a los programas basados en la estabilización del tipo de cambio.

## CUENTA CORRIENTE

En forma esquemática, en la literatura se distinguen dos enfoques sobre la cuenta corriente: el “punto de vista tradicional” y el “punto de vista moderno”. El punto de vista tradicional sostiene que la cuenta corriente es importante y que, en general, los así llamados desequilibrios en la cuenta corriente son indeseables y requieren medidas, en especial si es improbable que sean “sostenibles”. El punto de vista moderno considera que la cuenta corriente no tiene importancia alguna para la elaboración de la política económica.<sup>12</sup>

Según el punto de vista tradicional, bajo determinados supuestos,<sup>13</sup> un déficit de la cuenta corriente debe financiarse haciendo uso de las reservas de divisas que tiene

---

<sup>12</sup> Según Corden (1993), el siguiente artículo de hecho fue una de las primeras exposiciones del punto de vista moderno: Salop, Joanne y Erich Spittaller (1980), “Why Does the Current Account Matter?”, *Staff Papers*, Washington, Fondo Monetario Internacional, volumen 27, marzo, pp. 101-134. Comenta, además, que este tema se puede comparar con el viejo debate entre el libre comercio y el proteccionismo.

<sup>13</sup> Entre estos supuestos sobresalen los siguientes: mantenimiento de un régimen de tipo de cambio fijo, movilidad de capital muy reducida o nula, que la capacidad de endeudamiento en el extranjero del sector privado sea reducida o nula, y que el gobierno o el banco central no puedan endeudarse con el extranjero, excepto en el corto plazo para enfrentar una emergencia. Es decir, la situación que prevaleció en todos los países, aparte de Estados Unidos, durante los primeros años del sistema de Bretton Woods.

el propio país. Por lo tanto, en esta situación un país puede incurrir en un déficit de la cuenta corriente por un periodo limitado. Pero ningún déficit positivo es sostenible indefinidamente. Si continúa, es probable que, mucho antes de que se agoten las reservas de divisas, sobrevenga una crisis de divisas generada por la expectativa de una devaluación. Tal vez exista un flujo regular y predecible de inversión directa. Esto hace posible un prolongado déficit en la cuenta corriente, siempre y cuando no sea mayor que el flujo de capital. Así pues, el déficit sostenible puede no ser igual a cero.

La conclusión práctica es que debe vigilarse cuidadosamente la evolución de la cuenta corriente, para evitar una crisis repentina. Un aumento en el déficit de cuenta corriente, o al pasar de una posición superavitaria o de equilibrio a un déficit es motivo de preocupación, aun cuando el déficit sea visto como temporal y, por ende, autocorregible. Por otra parte, sus causas —por ejemplo, si su crecimiento es producto de la inversión privada, la baja del ahorro privado o el incremento del déficit presupuestal— son irrelevantes. Cualquier déficit en la cuenta corriente que, a falta de cambios en la política económica, se espera que se prolongue y que exceda los flujos de inversión directa predecibles es “preocupante” o “causa de inquietud”.

No obstante, el problema es que sí hay movilidad de capital y, además, los gobiernos que desean fijar su tipo de cambio pueden recurrir y recurren en forma directa a los mercados internacionales de capital para financiar su déficit.

Por su parte, el punto de vista moderno puede plantearse de la siguiente forma: la cuenta corriente es el resultado neto del ahorro y la inversión. Un incremento en el déficit de la cuenta corriente puede ser provocado por un aumento de la inversión o por una baja en el ahorro, o cualquier combinación de ambos.

Se desprende que un incremento en el déficit de la cuenta corriente deriva de la conducta del sector privado —un aumento en la inversión o la baja en el ahorro no debe ser causa de inquietud. Entre las causas del incremento del déficit sobresalen las siguientes: un auge en el consumo y la inversión privados, un endeudamiento masivo en el extranjero y un incremento en el déficit presupuestal (Corden 1993).

En 1988 la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un déficit de 2 mil 901 mdd, el cual contrasta con el superávit de 3 mil 967 mdd registrado en 1987. Este cambio de signo en el saldo de la cuenta corriente se atribuyó primordialmente a la evolución de la balanza comercial, cuyo superávit se redujo de 8 mil 433 mdd en 1987 a 1,754 mdd en 1988. Este resultado se debió principalmente a la baja en el valor de las exportaciones petroleras y al aumento de las importaciones privadas.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> En contraste, el déficit de la balanza de servicios y transferencias se incrementó en tan sólo 4 por ciento, debido a un aumento de 7 por ciento en el saldo negativo de la balanza de servicios factoriales, rubro que totalizó 7 mil 568 mdd. El resultado superavitario de la balanza de servicios no factoriales y transferencias aumentó 12 por ciento, gracias particularmente al dinámico comportamiento de los ingresos por servicios de transformación (IABM 1988).

Por su parte, la cuenta de capital registró un egreso neto de divisas por 3 mil 361 mdd. El resultado de este deterioro del saldo de las operaciones del país con el exterior durante 1988, en comparación con las cifras de 1987, se atribuyó tanto a factores externos como internos. Entre los factores externos destacan: el aumento de casi un punto porcentual en el nivel promedio de las tasas internacionales de interés pagadas sobre los pasivos externos del país; la caída en los términos de intercambio (9.6 por ciento), fundamentalmente como consecuencia de una baja de 23 por ciento en el precio del petróleo crudo de exportación, y de alzas en los precios de ciertos productos de importación. Por lo que respecta a los factores internos, sobresalen los “efectos resultantes de la intensificación del proceso de apertura comercial iniciado en 1985”. Hasta 1987 el proceso de apertura comercial había consistido primordialmente en la sustitución de los permisos de importación por aranceles, sin que el nivel global de protección disminuyera en forma generalizada. No obstante, en diciembre de 1987, y con objeto de “propiciar una mayor disciplina de los precios internos como resultado de la competencia del exterior”, el nivel arancelario promedio (ponderado por el valor de las importaciones) se redujo a 5.6 por ciento, es decir, casi la mitad del vigente anteriormente. Ello fue resultado de la reducción de la tasa arancelaria máxima de 40 a 20 por ciento, y de una importante disminución en las tasas intermedias. Asimismo, se eliminaron todos los precios oficiales y los permisos de importación que aún quedaban vigentes, con la excepción, en el caso de estos últimos, de los correspondientes a granos básicos, farmoquímicos y petrolíferos, entre otros productos. Estas medidas citadas, en combinación con otros factores, entre los que pueden mencionarse la expansión de las exportaciones no petroleras, la caída del tipo de cambio real (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”) y el crecimiento de la inversión, contribuyeron a propiciar un importante incremento de las compras externas (IABM 1988).

Durante 1989, la rápida expansión del gasto privado explica en buena medida los flujos de comercio de bienes y servicios con el exterior. El déficit en cuenta corriente durante este año fue de 5 mil 449 mdd, más de dos veces mayor que el del año anterior. El cambio de la balanza comercial de un saldo positivo de 1,667 mdd en 1988 a uno negativo por 645 mdd en 1989, equivale al 77 por ciento de la variación del déficit en cuenta corriente<sup>15</sup> (IABM 1989).

En particular, el déficit de la cuenta corriente durante 1989 fue consistente con

---

<sup>15</sup> También contribuyeron al incremento del déficit en cuenta corriente el saldo negativo de la cuenta de servicios factoriales, el cual aumentó 12.6 por ciento llegando a 8 mil 12 mdd, y el menor saldo positivo de la cuenta de viajeros, el cual se redujo de 1988 a 1989 en una tercera parte, al pasar de 799 a 547 mdd. En contraste, por concepto de servicios de transformación se tuvo un ingreso neto de 3 mil 52 mdd, 30.6 por ciento mayor que el del año anterior (IABM 1989).

la necesidad de recursos suficientes para lograr, en el mediano plazo, un ritmo sostenible de crecimiento económico con estabilidad de precios. Dicho déficit refleja la absorción de ahorro externo requerida para financiar el aumento del gasto privado, el cual superó al crecimiento de la oferta interna en 1989.

A su vez, el déficit en la cuenta corriente de 1990 sumó 5 mil 254 mdd, lo que representa una tasa de 2.2 por ciento del PIB, proporción similar a la observada en la década de los sesentas, que fueron años de crecimiento y estabilidad económica (IABM 1990).

Contrariamente a lo sucedido en otras épocas, en las que el déficit de la cuenta corriente requería de financiamiento externo por parte del sector público, en 1990 dicho déficit fue resultado del superávit en la cuenta de capital del sector privado. El saldo de la cuenta corriente reflejó las mejores expectativas de los inversionistas y ahorradores respecto del futuro de la economía, que condujeron a un aumento de la inversión y cuantiosas entradas de capital.

La cuenta de capital registró un importante saldo superavitario que sumó 8 mil 849 mdd. Esta entrada de recursos externos, no obstante tasas de interés internas más bajas, sólo fue posible por “el fortalecimiento de la confianza y las mejores perspectivas para la economía mexicana” (IABM 1990). Estos flujos externos se observaron en un marco de reducción neta del endeudamiento del sector público. El saldo de la cuenta de capital no sólo financió el déficit de la cuenta corriente sino también permitió lograr un incremento sustancial de las reservas internacionales por 3 mil 414 mdd. Los flujos privados de capital se observaron tanto por concepto de inversión extranjera —directa y de cartera— como por repatriación de capitales y por la gradual normalización del acceso de México a los mercados internacionales de capital.

Asimismo, el entorno económico mejoró sustancialmente una vez que concluyó el acuerdo con los acreedores externos y que se anunció la desestatización de la banca. El clima de confianza que se generó propició entradas de capital, así como una persistente acumulación de las reservas internacionales. Por su parte, el superávit de la cuenta de capital permitió aumentar considerablemente la capacidad de importación, lo que se reflejó en mayores compras de bienes requeridos para el dinámico proceso de inversión que se presentó, así como de ciertos productos en los que hubo problemas de abasto interno, y de insumos para atender la mayor producción de bienes para exportación.

Durante 1991, la evolución del sector externo de la economía se caracterizó por el aumento del déficit de la cuenta corriente, entradas de capital muy elevadas, y una importante acumulación de reservas internacionales. Al término del año, tales activos alcanzaron un saldo de 17 mil 546.6 mdd (IABM 1991). Al respecto, el Banco de México argumenta lo siguiente: “La instrumentación de una política económica

congruente al proporcionar un marco macroeconómico de estabilidad se tradujo en una mayor seguridad en cuanto a la obtención de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión. Una mayor productividad del capital, la credibilidad en la política económica y la expectativa de que la mejoría económica que se ha observado, se mantendrá en el mediano y largo plazos, provocaron las cuantiosas entradas de capital privado” (IABM 1991).

Estas entradas de capital más que duplicaron las cifras ya elevadas del año precedente a la vez que provocaron una ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Además, agrega: “Las entradas de capital y el déficit de la cuenta corriente fueron el reflejo del aumento de la inversión privada en relación al ahorro de ese sector” (IABM 1991).

Durante 1991 el valor total del intercambio de bienes y servicios con el exterior se incrementó 7.8 por ciento con respecto al monto de 1990, al sumar 104.9 mmdd. Los ingresos corrientes fueron de 45.8 mmdd, y los egresos de 59.1, resultando, por lo tanto, un déficit corriente de 13.3 mmdd, cantidad superior en 6.2 mmdd a la obtenida un año antes (IABM 1991).

El factor determinante del incremento del déficit de la cuenta corriente fue la balanza de mercancías. El déficit comercial, incluyendo el ingreso neto derivado de la actividad de la industria maquiladora, sumó 6.9 mmdd en 1991.<sup>16</sup>

En 1991 la cuenta de capital registró un superávit de 20.2 mmdd. El sector privado ingresó en términos netos 20.8 mmdd. Esta entrada de recursos propició y financió el déficit de la cuenta corriente, mientras que las reservas internacionales se incrementaron en 7.8 mmdd (IABM 1991).

En 1992 el principal rasgo característico del sector externo de la economía mexicana fueron las cuantiosas entradas de capitales del exterior que propiciaron una ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos y permitió una acumulación adicional de las reservas internacionales. Así, al 31 de diciembre de 1992 el saldo de la reserva internacional del Banco de México fue de 18 mil 554.2 mdd (IABM 1992).

Según el Banco de México, el influjo de capital: “fue una respuesta a la política económica aplicada, a las favorables expectativas respecto a la evolución de la economía en el mediano y largo plazos, y a las oportunidades de inversión física y financiera que se han abierto gracias al programa económico y a la reconversión de los acervos de capital” (IABM 1992).

---

<sup>16</sup> Por su parte, el saldo negativo de la cuenta de servicios factoriales llegó a 6.9 mmdd, mientras que el de la cuenta de servicios no factoriales, excluyendo los ingresos de los servicios por transformación, fue de 1.7 mmdd. Por último, el superávit de las transferencias fue de 2.2 mmdd (IABM 1991).

Por su parte, la cuenta de capital presentó una entrada neta total por 25 mil 955 mdd, cantidad superior en 1,821 mdd a la obtenida en 1991. La entrada de origen privado fue 27 mil 543 mdd —cantidad superior en 2 mil 769 mdd a la lograda un año antes—, mientras que el sector público registró un egreso neto de capital por 1,588 mdd (IABM 1992).

El desglose de las entradas de capital de origen privado fue como sigue: 13 mil 553 mdd de inversión de cartera, 5 mil 366 mdd de inversión directa, 5 mil 809 mdd por concepto de endeudamiento, 2 mil 340 mdd de capitales repatriados, una disminución de los depósitos en el exterior de la banca comercial mexicana por 475 mdd. Por su lado, la mayor parte del egreso neto de capital del sector público estuvo asociado a operaciones de deuda, entre las que destacaron cuantiosas cancelaciones.

Durante 1992 México realizó un intercambio de bienes y servicios con el exterior superior en 12.9 por ciento al del año anterior. Los ingresos corrientes sumaron 60 mil 854 mdd, frente a un total de egresos por 83 mil 663 mdd, de lo que resultó un déficit en cuenta corriente de 22 mil 809 mdd (IABM 1992). El déficit comercial fue nuevamente el factor determinante del nivel y aumento del correspondiente a la cuenta corriente. Así, al sumar 15 mil 934 mdd, dicho déficit presentó siete décimas partes del déficit corriente y explicó casi la totalidad del incremento de este último. Por su parte, los servicios factoriales netos totalizaron un saldo negativo de 6 mil 876 mdd, en tanto que el saldo conjunto de los servicios no factoriales y de las transferencias resultó equilibrado.

En 1993 las entradas de capital provenientes del exterior alcanzaron un monto sin precedente. Asimismo, a diferencia de lo ocurrido en años recientes, durante este año los flujos de capital no se reflejaron en una ampliación del déficit de la cuenta corriente, ya que éste disminuyó con respecto al saldo en 1992. Las operaciones emprendidas de esterilización parcial evitaron que tales recursos repercutieran totalmente en el gasto y permitieron una nueva acumulación por 6 mil 83 mdd en las reservas internacionales brutas.<sup>17</sup> Dicho aumento fue producto de un superávit en la cuenta de capital por 30 mil 882 mdd, un déficit en la cuenta corriente por 23 mil 393 mdd, un saldo negativo de los errores y omisiones por 1,449 mdd, y ajustes por valoración que sumaron 43 mdd (IABM 1993).

Durante 1993 el déficit de las transacciones corrientes de México con el resto del mundo ascendió a 23 mil 393 mdd, saldo inferior en 1,412 mdd (-5.7 por ciento) al del año anterior. El saldo de la cuenta corriente del sector privado se redujo aún más (-11.1 por ciento), en tanto que el del sector público, también deficitario, aumentó.

---

<sup>17</sup> La diferencia entre los conceptos *bruto* y *neto* representa pasivos internacionales del Banco de México a menos de seis meses (BM-IA 1993).

El sector privado, que concurrió con el 84.7 por ciento del total de las transacciones corrientes, disminuyó su déficit debido a que mientras sus ingresos corrientes crecieron 12.2 por ciento, los egresos lo hicieron en tan sólo 4.8 por ciento (IABM 1993).

Por su parte, el aumento del déficit corriente correspondiente al sector público obedeció principalmente a un menor nivel de los ingresos provenientes de las exportaciones petroleras. Así, la disminución del saldo deficitario de la cuenta corriente fue un reflejo de menores déficit tanto en la balanza comercial como en el rubro de servicios no factoriales. El primero de dichos saldos se redujo por el efecto combinado de un excelente desempeño de las exportaciones y una desaceleración de las importaciones.<sup>18</sup>

En 1994 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue de 28 mil 786 mdd, lo que representó un aumento con relación al nivel del año precedente. Dicho incremento fue resultado del mayor déficit de la balanza comercial, el cual pasó de 13 mil 481 mdd en 1993 a 18 mil 464 mdd en 1994. Esta evolución del comercio de mercancías fue consecuencia de un repunte de las importaciones, cuyo crecimiento más que compensó el muy favorable desempeño exportador.<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> La caída del déficit en los servicios no factoriales obedeció fundamentalmente a un más bajo nivel de gastos en el exterior. Por otro lado, los ingresos netos de la balanza de transferencias se redujeron debido al decremento de las remesas familiares que envían al país los mexicanos residentes en el exterior. Por su parte, el saldo deficitario de la subcuenta de servicios factoriales aumentó como resultado del mayor pago de intereses por concepto de valores gubernamentales colocados en el mercado interno, en moneda nacional, y que han sido adquiridos por residentes en el exterior. Cabe comentar con respecto a esta partida de intereses, que se incluyen en la balanza de pagos no obstante representar pagos en moneda nacional. Su monto expresado en dólares fue de 1,802 millones en 1992 y de 2 mil 874 en 1993. Considerando todo lo anterior, el déficit en la cuenta corriente no asociado a estos pagos en pesos se situó en 23 mil 2 mdd en 1992 y 20 mil 520 mdd en 1993, lo que implicó una mejoría de 2 mil 482 mdd que equivalen a un 10.8 por ciento (IABM 1993).

<sup>19</sup> En cuanto a los servicios factoriales su saldo deficitario se incrementó en 734 mdd respecto a su nivel de 1993, alcanzando un monto de 12 mil 163 mdd en el año. El moderado aumento del déficit en los servicios factoriales fue reflejo del incremento que experimentaron las tasas internacionales de interés. Por su parte, la balanza de servicios no factoriales arrojó un déficit de 2 mil 173 mdd, que se compara con otro de 2 mil 130 mdd de 1993. El deterioro de esta cuenta es atribuible principalmente a los mayores pagos de fletes y seguros asociados a la importación (IABM 1994).

El otro renglón principal de la cuenta corriente representado por el ingreso neto por transferencias, resultó de 4 mil 14 mdd en 1994. Dicho monto superó al correspondiente del año anterior, lo que reflejó un incremento de los ingresos por remesas familiares de 11.2 por ciento. Tales ingresos sumaron 3 mil 705 mdd (IABM 1994).

## POLÍTICA CAMBIARIA, 1988-1994

### EL MERCADO DE CAMBIOS, 1989-1993

En el contexto del programa económico denominado Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico —específicamente en apoyo a las metas macroeconómicas allí contenidas— en diciembre de 1988 se determinó que el tipo de cambio del peso respecto al dólar mantendría un deslizamiento de un peso diario, en promedio, para el periodo enero-julio de 1989.<sup>20</sup>

Durante 1989 la política cambiaria se caracterizó quizá por un deslizamiento “moderado” de los tres diferentes tipos de cambio que líneas abajo se citan: 16 por ciento. Un punto esencial en la concepción y práctica de la política cambiaria fue la consideración siguiente. Dada la reducción de las barreras al comercio exterior, la adopción de una fórmula de deslizamiento nulo o moderado del tipo de cambio se convirtió a partir de 1988 en un instrumento fundamental para reducir el crecimiento de los precios. Sin embargo, esta fórmula sólo podría resultar viable a condición de que se evitara una continua disminución de las reservas internacionales; en particular, el crédito primario no podría aumentar desproporcionadamente. La intensa demanda de crédito del sector privado y la reducida posibilidad de incrementar el crédito primario durante 1989 determinaron la persistencia de fuertes presiones al alza sobre las tasas de interés. Por lo tanto, el esquema cambiario por sí sólo requería una gran flexibilidad en las tasas de interés, con el fin de equilibrar la oferta y la demanda en los mercados financieros sin la intervención continua del banco central. Por el contrario, si las tasas de interés se hubiesen mantenido fijas en un nivel en el que existiera un exceso de demanda de fondos prestables, éste se habría desbordado sobre el mercado cambiario reduciendo las reservas internacionales, o bien, forzando la modificación de la política cambiaria.

El deslizamiento “moderado” de los tipos de cambio presentó las siguientes características. Primero: el “tipo de cambio controlado de equilibrio” tuvo en el año un deslizamiento acumulado de 16 por ciento (365 pesos), al pasar de un nivel de 2,281 pesos por dólar al cierre de diciembre de 1988 a 2,646 pesos por dólar al 31 de diciembre de 1989. Segundo: el “tipo de cambio controlado de ventanilla” a la venta alcanzó una tasa de desliz de 16.5 por ciento (374 pesos), al incrementarse de 2,273 pesos por dólar a fines de 1988 a 2,647 pesos por dólar al término de 1989. Tercero: el “tipo de cambio libre bancario” tuvo una variación porcentual menor (15.5 por ciento: 362 pesos), al pasar de 2,330 pesos por dólar en diciembre de 1988 a 2,692 pesos por dólar en diciembre de 1989 (IABM 1989).

---

<sup>20</sup> Este ritmo de desliz se ratificó en junio y en diciembre del mismo año.

En 1990 el propósito de las medidas de política fue coadyuvar a la estabilidad cambiaria y apoyar la recuperación económica. Para apoyar el control de la inflación se redujo el desliz cambiario y se siguió una política monetaria —adjetivada como “prudente”— que “favoreció la adecuación entre la oferta y demanda de fondos prestables, al tiempo que suavizó las fluctuaciones temporales en las mismas”. Así, en la cuarta concertación del PECE,<sup>21</sup> las autoridades acordaron disminuir en 20 por ciento el ritmo de deslizamiento del peso respecto al dólar. Con ello, el desliz pasó de un peso diario a 80 centavos diarios en promedio.<sup>22</sup> Asimismo, “ante las favorables condiciones observadas en el mercado de divisas y con la intención de propiciar una menor inflación”, en la quinta concertación del PECE<sup>23</sup> se determinó una reducción de 50 por ciento en el deslizamiento del tipo de cambio (IABM 1990). A partir del 12 de noviembre de 1990 el tipo de cambio se depreció 40 centavos diarios en promedio.

En razón de estos ajustes, la depreciación del peso en 1990 fue sustancialmente inferior a la del año anterior. Así, el tipo de cambio controlado de equilibrio registró una tasa de deslizamiento acumulado de 11.4 por ciento (301 pesos), al pasar de un nivel de 2 mil 646 pesos por dólar el 31 de diciembre de 1989 a 2 mil 947.4 pesos por dólar al cierre de 1990. Por su parte, la variación acumulada en el año del tipo de cambio controlado de ventanilla a la venta fue 11.4 por ciento (302 pesos), al aumentar de 2 mil 647 pesos por dólar a 2 mil 949.4 pesos por dólar. Por último, el deslizamiento acumulado del tipo de cambio libre bancario a la venta fue menor que el de los otros, 9.9 por ciento (267 pesos), ya que pasó de 2 mil 692 pesos por dólar en diciembre de 1989 a 2 mil 959.4 pesos por dólar al final de 1990 (IABM 1990).

En 1991 las políticas monetaria, crediticia y cambiaria se caracterizaron por su continuidad, en el mismo sentido descrito líneas arriba: apoyar el programa económico orientado a reducir la inflación y fomentar un crecimiento económico —“satisfactorio y sostenible”. El Banco de México llevó a cabo una activa política de esterilización de las entradas de capital, con el fin de “evitar presiones indeseables” sobre los mercados financieros y sobre el nivel general de precios (IABM 1991). Al logro de este objetivo contribuyeron el mantenimiento de un desliz cambiario “moderado” en los primeros diez meses del año, y su eventual reducción adicional en noviembre. Además, se procuró mejorar la calidad del marco regulador del sistema financiero. Entre las medidas con las que se pretendió agilizar la operación del sistema financiero sobre-

---

<sup>21</sup> Esta cuarta concertación del PECE se firmó el 27 de mayo de 1990.

<sup>22</sup> Este ajuste entró en vigor a partir del lunes 28 de mayo (de 1990).

<sup>23</sup> La quinta concertación del PECE se celebró el 11 de noviembre de 1990 y se mantuvo vigente hasta el 31 de diciembre de 1991.

salen las siguientes: la eliminación del coeficiente de liquidez obligatorio sobre los pasivos bancarios en moneda nacional, la creciente diversidad de los instrumentos de captación, la mayor libertad de los bancos para pactar las características de sus operaciones activas y pasivas y la simplificación de las operaciones de reporte.

En la sexta concertación del PECE,<sup>24</sup> se acordó la reducción en el deslizamiento cambiario, de 40 centavos que se aplicaba desde el 12 de noviembre de 1990, a 20 centavos diarios en promedio.<sup>25</sup> Asimismo, se abrogó el Decreto de Control de Cambios.<sup>26</sup>

En lo relativo a la cotización del peso con respecto al dólar, la diferencia máxima entre el tipo de cambio bancario de venta y de compra era de 35 pesos (10 de noviembre de 1991). Se decidió también que esta diferencia, correspondiente a las transacciones al menudeo con billetes, se fuera ampliando gradualmente hasta llegar a 60 pesos. Con este fin, se determinó que el tipo de cambio mínimo de compra no se movería entre el 11 de noviembre de 1991 y el 15 de marzo de 1992. La ampliación de la diferencia máxima entre los tipos de cambio de venta y de compra perseguía un doble propósito: 1) lograr una mayor flexibilidad para que los costos de las transacciones cambiarias se reflejaran en los tipos de cambio, y 2) promover un funcionamiento más eficiente del mercado cambiario con menor intervención del banco central (IABM 1991). De ser ésta necesaria, la misma respondería al propósito de mantener las cotizaciones de las instituciones de crédito para operaciones al contado —es decir, las liquidables a plazo no mayor de 48 horas— dentro de la banda delimitada por los tipos de cambio máximo de venta y mínimo de compra correspondientes a cada día. Esto, independientemente de que se tratara de cotizaciones para operaciones al mayoreo, menudeo, con billetes o títulos de crédito, o mediante comunicación electrónica.

Por su parte, el control de cambios se eliminó a partir del 11 de noviembre de 1991. La finalidad principal de esta medida de política cambiaria era proveer un estímulo adicional a los exportadores y a las empresas maquiladoras. Al abolirse el control de cambios desapareció el tipo de cambio controlado, al cual se habían venido

---

<sup>24</sup> La sexta concertación del PECE se firmó el 10 de noviembre de 1991.

<sup>25</sup> Esta reducción en el deslizamiento cambiario entró en vigor a partir del 11 de noviembre de 1991.

<sup>26</sup> *Diario Oficial de la Federación* del 10 de noviembre de 1991. Quedaron abrogados: 1) el Decreto de Control de Cambios, publicado en el *DOF* el 13 de diciembre de 1982; 2) las Disposiciones Complementarias del Control de Cambios, publicadas en el *DOF* el 11 de marzo de 1987; 3) la Resolución que sistematiza y actualiza las resoluciones generales emitidas por el Comité Técnico de Control de Cambios, publicada en el *DOF* el 23 de noviembre de 1988; 4) la Resolución que incorpora los financiamientos otorgados por organismos de cooperación financiera internacional al mercado controlado de divisas, publicada en el *DOF* el 31 de agosto de 1989 y, como es habitual en este tipo de decretos, 5) todas aquellas normas que se opongan al presente Decreto.

solventando las obligaciones en moneda extranjera pagaderas en el territorio nacional. En lo sucesivo, estas obligaciones se solventarían conforme a un tipo de cambio “representativo del mercado”, que el Banco de México identificaría observando el mercado de cambios al mayoreo.

Es natural, por lo tanto, que en 1991 el ritmo de deslizamiento anual del tipo de cambio de la moneda doméstica frente al dólar haya sido sensiblemente menor que el registrado en el año anterior. Así, por una parte, la cotización para solventar obligaciones en moneda extranjera registró en el año una depreciación de 4.3 por ciento, que contrasta con la de 11.5 por ciento observada en 1990. Esta paridad pasó de un nivel de 2 mil 945.4 pesos por dólar en diciembre de 1990 a 3 mil 71 pesos por dólar el último día hábil bancario de diciembre de 1991 (un diferencial de 125 pesos). Por otra parte, la tasa de deslizamiento acumulado anual del tipo de cambio bancario a la venta fue de 4.6 por ciento (137 pesos), dado que el nivel de éste pasó de 2 mil 959.4 pesos por dólar en diciembre de 1990 a 3 mil 96.2 pesos por dólar en diciembre de 1991. Por último, la cotización del tipo de cambio interbancario a la venta valor mismo día registró una depreciación anual de 4.6 por ciento (135 pesos), al pasar de 2 mil 949.4 a 3 mil 84 pesos por dólar de diciembre de 1990 a diciembre de 1991 (IABM 1991).

La banda de flotación del tipo de cambio se modificó en el contexto del PECE suscrito el 20 de octubre de 1992,<sup>27</sup> en el que se anunció su ampliación para las transacciones que lleven a cabo los bancos con el público en operaciones al menudeo. Así, a partir del día siguiente (21 de octubre) se incrementó el desliz del techo (máximo de venta) de 20 a 40 centavos diarios, que equivalían respectivamente a 0.0002 y 0.0004 nuevos pesos. Por su parte, el piso (mínimo de compra) se mantuvo fijo. Se pensaba que la creciente amplitud de la banda daría la posibilidad de que si las fuerzas del mercado así lo determinaran, el tipo de cambio pudiera elevarse con mayor rapidez. Además, alejaría la contingencia de que el banco central tuviera que vender moneda extranjera en el mercado. Así también, al mantenerse fijo el piso de la banda, se evitaría que el tipo de cambio subiera forzosamente, como sería el caso si el piso también se deslizara hacia arriba. En otros términos, el tipo de cambio sólo estaría sujeto a una tendencia ascendente (unidireccional) en función de la oferta y la demanda de divisas.

Es evidente que la ampliación de la banda permite fluctuaciones más grandes del tipo de cambio dentro de la misma, lo que al parecer tiene efectos que desestimulan la especulación. El riesgo de adquirir moneda extranjera cuando el tipo de cambio está en el techo o cerca del mismo y tener que venderla después a un precio inferior,

---

<sup>27</sup> *Diario Oficial de la Federación*, 21 de octubre de 1992.

que puede llegar incluso hasta el piso de la banda, desincentiva también la indeseable inversión de fondos extranjeros a plazos extremadamente cortos. Esto último debido a que el diferencial de intereses que pudiera ganar el inversionista durante algunos días, podría perderse si el tipo de cambio al tiempo de recuperar la inversión fuera más alto que cuando se efectuó. Esta eventual pérdida disminuye conforme el plazo de la inversión se alarga, puesto que el peso del diferencial de intereses se incrementa, en tanto que el riesgo de pérdida cambiaría no cambia.

Se concebía también que la ampliación de la banda de flotación permitiría resolver “más eficazmente” algunos problemas planteados por los flujos internacionales de capital. Cuando se tiene un tipo de cambio fijo o predeterminado y si se produce un flujo de capital conducente a un superávit de la balanza de pagos, este flujo se refleja a corto plazo en un aumento de los agregados monetarios y en una baja de las tasas de interés. Si no se desean tales efectos, el banco central tendrá que esterilizar el impacto monetario de este flujo, lo cual puede implicar elevados costos. *Per contra*, cuando el tipo de cambio tiene flexibilidad, la mayor oferta de capital puede reflejarse simplemente en un descenso del tipo de cambio, lo cual otorga un mayor grado de libertad para el control monetario. Para evitar el inconveniente de fluctuaciones considerables del tipo de cambio en un tiempo corto dentro de la banda, el banco central puede vender o comprar dentro de ella.

En 1992 la política cambiaria adoptada significó un ritmo de deslizamiento anual del tipo de cambio del peso frente al dólar significativamente menor que el registrado el año anterior. El tipo de cambio bancario a la venta sujeto al deslizamiento programado, experimentó un desliz acumulado de 2.8 por ciento (contra un 4.6 por ciento en 1991), y su nivel pasó de 3.0962 nuevos pesos por dólar en diciembre de 1991 a 3.1836 nuevos pesos al cierre de diciembre de 1992. La cotización del tipo de cambio establecido por el Banco de México para solventar obligaciones en moneda extranjera pagaderas en el país, registró una depreciación anual de 1.5 por ciento (contra un 4.3 por ciento en 1991), dado que esta paridad se incrementó de 3.0710 en diciembre de 1991 a 3.1154 nuevos pesos por dólar al último día hábil bancario de 1992. En el mercado interbancario de divisas al mayoreo, el tipo de cambio a la venta con fecha valor a 48 horas tuvo un deslizamiento de 1.3 por ciento (contra un 4.4 por ciento en 1991), al pasar de 3.0800 nuevos pesos por dólar al final de 1991 a 3.1210 al cierre de 1992 y, de hecho, se mantuvo relativamente estable hasta fines de 1994 (ver gráfica 7 “Tipo de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 02/01/1992-29/12/1995”). El tipo de cambio interbancario valor mismo día, cotización a la venta, registró una depreciación en 1992 de uno por ciento (contra un 4.6 por ciento en 1991) al incrementarse de 3.0840 nuevos pesos por dólar al final de 1991 a 3.1155 en diciembre de 1992 (IABM 1992).

Según el Banco de México en 1993 “la política cambiaria permitió en general gozar de condiciones de estabilidad en el mercado de divisas”; asimismo “hizo posibles los siguientes logros”: proteger las reservas internacionales, mantener un tipo de cambio realista y congruente con la competitividad internacional del aparato productivo, y consolidar los avances en materia de control y reducción de la inflación (IABM 1993). La política cambiaria vigente quedó ratificada en la segunda concertación del ahora llamado Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo celebrado el 3 de octubre de 1993. De acuerdo con la fórmula cambiaria ratificada, el deslizamiento promedio diario del límite superior (techo) de la banda se mantuvo en 0.0004 nuevos pesos, mientras que el límite inferior (piso) permaneció inalterado en el nivel de 3.0512 nuevos pesos, fijado desde noviembre de 1991.

Posteriormente, al finalizar 1993 el límite superior de la banda de flotación cambiaria cerró al nivel de 3.3296 nuevos pesos por dólar. Dado el nivel constante del piso de la banda de flotación —o fluctuación— cambiaria, el deslizamiento del techo implicó que se produjera una amplitud creciente de la misma, la cual fue al cierre de 1992 de 4.3 por ciento y que al término de 1993 llegó a 9.1 por ciento.<sup>28</sup>

A finales de la última semana del mes de octubre de 1993, los principales indicadores de los mercados bursátil y de dinero comenzaron a reflejar con más intensidad el nerviosismo de los inversionistas respecto al proceso de ratificación del TLC. El índice del mercado accionario registró un comportamiento errático con predominio de una ligera tendencia a la baja, mientras que las tasas de interés de corto plazo se elevaron en forma considerable. Por su parte, el peso se depreció con respecto al dólar en el mercado interbancario, alcanzando por varios días el límite superior de la banda interna de intervención fijada por el Banco de México. Del mismo modo, los precios de los contratos de cobertura cambiaria empezaron a aumentar.

Al iniciarse las operaciones el día 9 de noviembre (1993), el banco central anunció una modificación en sus puntos de intervención en el mercado cambiario. Así, el límite superior de la banda interna de flotación se elevó de 3.1509 a 3.3042 nuevos pesos por dólar. Esta última cotización resultó 0.005 nuevos pesos inferior a la acordada en la segunda concertación del PECE, pero significó una ampliación de 4.9 puntos porcentuales respecto al anterior nivel superior de la banda interna del Banco de México. Por otra parte, el banco central complementó esta medida permitiendo que las tasas de interés aumentaran. Esta presión al alza fue consecuencia de la reducción de la liquidez producida por la compra de dólares.

---

<sup>28</sup> El Banco Central definió una regla de intervención al interior de los límites de la banda convenidos en el *pacto*, consistente en anunciar al inicio de cada día sus puntos de intervención en la jornada respectiva. Lo anterior lo hizo con el propósito de “evitar fluctuaciones violentas” del tipo de cambio dentro de un mismo día de operaciones. De hecho, sólo en contadas ocasiones fue necesaria la intervención del Banco de México dentro de esta banda interna (IABM 1993).

Al cierre de las operaciones del día 9 de noviembre, el tipo de cambio interbancario había sufrido una depreciación de 4.1 por ciento. En cuanto a las tasas de interés en el mercado de dinero, éstas registraron niveles de entre 19 y 28 por ciento en ese mismo día. La tasa de CETES a 28 días correspondiente a la subasta del 10 de noviembre se ubicó en 17.23 por ciento, nivel que implicó un incremento de 3.77 puntos porcentuales respecto del observado en la subasta anterior. Por otra parte, en los días inmediatos siguientes, el Banco de México optó por deslizar la cotización de compra correspondiente al límite inferior de intervención de su banda interna a razón diaria de 0.0004 nuevos pesos.

La anterior política “rindió resultados muy positivos, ya que permitió que se abatiese rápidamente la demanda de divisas” (IABM 1993). Antes de la votación favorable del TLC, incluso llegaron a descender tanto el tipo de cambio como las tasas de interés de corto plazo. En los días posteriores, estas dos variables registraron niveles inferiores a los observados antes de la votación. Durante el resto del año el tipo de cambio mostró una marcada estabilidad, tendiendo a mantenerse cercano al piso de la nueva banda interna de intervención del Banco de México. A partir de la segunda semana de diciembre dejó de deslizarse el límite inferior de la banda interna para quedar fijo en 3.104 nuevos pesos por dólar. Así, al finalizar el año el ancho de la banda interna del Banco de México se ubicó en 7.1 por ciento.

Por último, el tipo de cambio que determina el Banco de México para solventar obligaciones en moneda extranjera pagaderas en la República Mexicana<sup>29</sup> pasó de 3.1154 nuevos pesos por dólar a fines de diciembre de 1992 a 3.1059 pesos al cierre de 1993, lo que significó una apreciación anual de 0.3 por ciento.

En las líneas que siguen se presenta un análisis del mercado cambiario durante 1994, en el que el tipo de cambio del peso con respecto a otras divisas fue influido por una gran variedad de perturbaciones tanto de origen interno como externo.

## EL MERCADO DE CAMBIOS EN 1994

El régimen cambiario que se adoptó el 10 de noviembre de 1991 se mantuvo vigente casi hasta el 19 de diciembre de 1994. Como se expuso líneas arriba, este esquema consistió en dejar que el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente. En un principio, el Banco de México determinó que el piso de la banda quedara fijo al nivel de 3.0512 nuevos pesos por dólar —tipo de cambio, digamos, al cual el banco central estaba dispuesto entonces a comprar divisas—, mientras que

---

<sup>29</sup> *Diario Oficial de la Federación* del 10 de noviembre de 1991.

al techo de la banda se le dio un ascenso diario —comúnmente llamado *desliz*— de 0.0002 nuevos pesos por dólar. A partir del 20 de octubre de 1992 el límite superior de la banda de flotación del tipo de cambio se comenzó a deslizar a razón de 0.0004 nuevos pesos por día, mientras que el límite inferior permaneció inalterado al nivel de 3.0512 nuevos pesos por dólar. Del primero de enero al 19 de diciembre de 1994, el tipo de cambio interbancario se depreció 12.6 por ciento dentro de la banda de flotación, lo cual demuestra la gran amplitud que la banda había alcanzado.

Este régimen cambiario se sostuvo hasta el 19 de diciembre de 1994.<sup>30</sup> El día 20 de este mismo mes se elevó el techo de la banda 15.3 por ciento, conservándose el ritmo de desliz hasta entonces vigente. Esta fórmula resultó insostenible, por lo que el esquema de banda se abandonó, pasándose a un régimen de flotación a partir del 22 de diciembre de ese año. Considerando 1994 en su conjunto, el peso mexicano se depreció en 71 por ciento con respecto al dólar de Estados Unidos (IABM 1994).

La finalidad de la banda cambiaria de amplitud creciente fue la de dar gradualmente mayor flexibilidad al tipo de cambio para que éste se fuera ajustando a las condiciones subyacentes de la economía. Según el banco central, esta flexibilidad “tuvo efectos positivos” (IABM 1994). Por una parte, el Banco de México sólo intervenía en el mercado cuando el tipo de cambio llegaba a tocar cualquiera de los límites de la banda. Si alcanzaba el límite inferior, tenía que comprar dólares, y si tocaba el límite superior, debía venderlos. Contrariamente a lo que sucedía previamente a la implantación de este esquema cambiario, el hecho de no tener que hacer intervenciones frecuentes hacía menos difícil el control de la base monetaria.<sup>31</sup>

Por otra parte, la flexibilidad creciente que el tipo de cambio iba ganando con el transcurso del tiempo, hizo posible que éste coadyuvara “más eficazmente” al equilibrio de la balanza de pagos y que, por lo tanto, sólo fuera necesario utilizar/incrementar las reservas internacionales del banco central cuando se llegara a alcanzar el techo/piso de la banda. De esta manera, en caso de que se llegara a presentar alguna presión devaluatoria, no tenían que usarse de inmediato las reservas. Ello sólo era necesario cuando el tipo de cambio alcanzara el techo de la banda. Así, la reserva se conservaba para evitar movimientos pronunciados del tipo de cambio. Pero, al mismo tiempo, se quiso que la flexibilidad estuviera acotada por los límites de la banda. Por una parte, el límite superior obraba a manera de evitar elevaciones erráticas del tipo de cambio que hubiesen ocasionado trastornos innecesarios, sobre todo por su impacto sobre las expectativas inflacionarias de los agentes económicos. Por otra parte, el límite inferior

---

<sup>30</sup> A partir del primero de enero de 1993 se introdujo una nueva unidad monetaria, el nuevo peso (N\$), cuya equivalencia con los pesos anteriores (\$) fue de N\$1=\$1,000.

<sup>31</sup> Es pertinente señalar, al respecto, que la base monetaria se expande cuando el banco central compra divisas, y se contrae cuando las vende.

servía para impedir que el peso se revaluara en exceso, lo cual podía ir en perjuicio de la competitividad internacional de la economía. Además, se concebía que este régimen cambiario era congruente con una estrategia de mediano plazo tendiente a alcanzar bajos niveles de inflación, crecimiento económico rápido y sostenible, así como una reducción gradual del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Considerando las tendencias mostradas por las principales variables económicas del país casi hasta el final de 1994, la autoridad monetaria argumenta que esta era una “estrategia viable”. En primer término, la inflación había descendido a un dígito y continuaba abatiéndose hacia niveles comparables con los de los principales socios comerciales. En segundo lugar, se observaba un rápido crecimiento de la productividad y un vigoroso aumento de las exportaciones, como resultado del “cambio estructural” tanto en el sector público como en numerosas empresas privadas. En tercer lugar, debido a que era razonable esperar que el proceso de inversión de los años precedentes —principalmente en infraestructura, tecnología, maquinaria y equipo, capacitación y canales de distribución— comenzara a reflejarse en incrementos permanentes en la producción, el empleo y la competitividad. Por último, la puesta en marcha del TLC y de otros acuerdos bilaterales, implicaba menores aranceles a las exportaciones del país y mejores oportunidades para integrar la planta productiva nacional a los mercados mundiales (IABM 1994).

En consecuencia, era previsible que las exportaciones continuaran acelerándose y que, dentro del esquema macroeconómico entonces vigente, fuera posible transitar de manera paulatina hacia una situación de largo plazo caracterizada por un menor déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB, y un tipo de cambio real sin tendencia permanente a la apreciación. Se infería que esta conclusión parecía “razonable” dado el comportamiento de la economía desde principios de 1990. Así, por ejemplo, a partir de la formalización en febrero de este último año del arreglo de la deuda externa concertado en 1989, el Banco de México estuvo acumulando reservas por cantidades muy importantes. Las principales fuentes de esta acumulación fueron la inversión extranjera directa y de cartera. Por lo tanto, durante periodos prolongados el tipo de cambio tendió a mantenerse cerca del piso de la banda y las reservas llegaron el 15 de febrero de 1994 a un máximo de 29 mil 228 mdd.

En estas condiciones, se dedujo que el incremento del desliz parecía innecesario y, de aprobarse, quizá hubiese resultado contraproducente. Asimismo, en función del comportamiento de otras variables, esta medida podría haber propiciado únicamente un mayor incremento de los precios domésticos. Además, la conducta de los agentes económicos —sus expectativas— estaban influidas por la trayectoria anunciada del desliz del techo de la banda, lo que a su vez influiría en la dinámica de los salarios. Es decir, un incremento del desliz probablemente hubiera conducido a peticiones

de incrementos salariales más pronunciados. Naturalmente, esto habría resultado en costos más elevados y mayor inflación. Así, lo anterior habría conducido a nulificar cualquier supuesta ganancia de competitividad internacional que se hubiera intentado lograr por medio de un tipo de cambio más elevado.<sup>32</sup>

Como se sabe, en 1994 el mercado cambiario estuvo sujeto a fuertes presiones. Por ejemplo, en el mes de febrero las tasas de interés en Estados Unidos empezaron a elevarse. Ello, aunado a factores internos —en la jerga de las autoridades monetarias: “de orden político y delictivo”—, provocó una rápida depreciación de la moneda nacional dentro de la banda de flotación.<sup>33</sup> La conjunción de estos factores adversos determinó que el tipo de cambio alcanzara niveles cercanos al techo de la banda y que las tasas de interés sufrieran presiones alcistas, adicionales a las procedentes del exterior. Los ajustes en el tipo de cambio y en las tasas de interés permitieron equilibrar el mercado de divisas (salvo en cuatro días en que la venta de divisas por el banco central se hizo necesaria), hasta que sobrevino el asesinato de Luis Donaldo Colosio el 23 de marzo de 1994.

---

<sup>32</sup> En otros términos, cuando se da una devaluación, hay que tener presente que su “eficacia” para mejorar la competitividad de un país está condicionada a que los sueldos y salarios no suban o, en todo caso, a que se eleven en menor proporción que el tipo de cambio. De no satisfacerse esta condición, una devaluación no tienen más consecuencia que provocar mayor inflación.

<sup>33</sup> Sobre este punto, es conveniente citar los siguientes factores:

1) Las mayores tasas de interés externas propiciaron que en el margen algunos inversionistas se desistieran de continuar canalizando recursos a México.

2) En el periodo 1990-1994, la fórmula utilizada por los extranjeros para invertir recursos en México fue la adquisición de acciones de sociedades de inversión abiertas que, ante la expectativa de grandes utilidades, se especializaron en tomar riesgos de los llamados países emergentes. Estas expectativas se realizaron cuando menos de 1990 a 1993. Una variante habitual de dichas sociedades para invertir en valores mexicanos fue la adquisición de bonos Brady a la par, cuyo precio depende de manera fundamental de la tasa de los bonos de muy largo plazo del Tesoro de Estados Unidos. Al aumentar abruptamente dicha tasa a partir de febrero de 1994, el precio de los bonos a la par se desplomó en cerca de 15 por ciento tan sólo en el curso del mes. Esto fue causa de que también cayeran súbitamente los precios de las acciones de las sociedades de inversión abiertas especializadas en títulos mexicanos, lo cual generó intranquilidad entre los accionistas, algunos de los cuales exigieron la liquidación de sus inversiones. Para dar salida a dichos accionistas, las aludidas sociedades empezaron a vender sus activos más líquidos, los cuales resultaron ser CETES a diferentes plazos. Estas ventas y las correspondientes adquisiciones de moneda extranjera presionaron al tipo de cambio y, a la postre, a las tasas de interés nacionales. Como a menudo ocurre, estas reacciones negativas se retroalimentaron, pues la depreciación de la moneda nacional y el aumento de las tasas en México tuvieron un nuevo impacto depresivo sobre el precio de las acciones de las citadas sociedades de inversión.

3) Por último, a través de los años la tasa de rendimiento de los bonos a la par se había en buena medida convertido en la “tasa piso” de las emisiones de bonos en moneda extranjera con riesgo México. Al aumentar significativamente en febrero el rendimiento de los citados bonos —en respuesta al aumento de las tasas externas— el costo del financiamiento exterior de empresas y bancos mexicanos mediante la emisión de valores se elevó sustancialmente (IABM 1994).

Las reservas internacionales del Banco de México, que el 23 de marzo ascendían a 28 mil 321 mdd, cayeron casi 11 mil mdd en los treinta días posteriores. Por su parte, las tasas de interés aumentaron: de la penúltima semana de marzo, a la última del mes inmediato siguiente, la tasa de interés interbancaria promedio (TIIP) se duplicó (de 10.93 a 21.125 por ciento). Esta elevación fue determinante para que en el último tercio del mes de abril la situación se volviera a estabilizar. De hecho, desde finales de abril hasta el 11 de noviembre de 1994, fecha en que las reservas ascendieron a 16 mil 221 mdd, no hubo merma de éstas, salvo una excepción.<sup>34</sup> Del 24 de junio hasta el 12 de julio, el Banco de México tuvo que intervenir diariamente en el mercado (estas operaciones sumaron 2 mil 502 mdd). Sin embargo, esta pérdida de reservas se recuperó gracias a las ventas de divisas, provenientes de privatizaciones que el gobierno federal hizo al Banco de México.

La estabilidad que mostró el saldo de las reservas —haciendo a un lado “las caídas que sufrieron como resultado de [los] hechos políticos o delictivos”— se interpreta como un “indicio” de que a los tipos de cambio y tasas de interés vigentes de finales de abril a mediados de noviembre, la balanza de pagos se equilibraba. En esas condiciones —en la óptica de la autoridad monetaria— no resultaba procedente efectuar una devaluación. Según ello, *per contra*, operar una devaluación traería fuertes presiones inflacionarias (IABM 1994). No obstante, a mediados de noviembre, otro “acontecimiento político”, que puso en jaque la estabilidad del sistema político mexicano, causó nuevamente una pérdida de reservas de cerca de 3 mil 500 mdd.

Es oportuno citar también que el 15 de noviembre de 1994 el Sistema de la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos decidió aumentar en 75 puntos base la tasa de fondos federales (tasa líder en el mercado de dinero de ese país).<sup>35</sup> Estos eventos presionaron nuevamente al alza todas las tasas de interés en dólares, transmitiéndose estas presiones a las tasas de interés domésticas. El aumento de estas últimas provocó pérdidas de capital adicionales a los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros, lo que indujo fugas de capital.<sup>36</sup>

A los factores aludidos, hay que agregar también “la reanudada hostilidad” del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN) a principios del mes de diciembre. Ello desencadenó mayor nerviosismo, lo cual, aunado a la renovada volatilidad en

---

<sup>34</sup> La renuncia del Secretario de Gobernación (24 de junio de 1994).

<sup>35</sup> Este hecho constituyó la acción más restrictiva de política monetaria que se había adoptado en ese país desde 1990. Además, en los mercados financieros internacionales se anticipaba que el Sistema de la Reserva Federal decidiría incrementar nuevamente la tasa de fondos federales en la reunión de su Comité de Operaciones de Mercado Abierto del 20 de diciembre de 1994 (IABM 1994).

<sup>36</sup> Entre las tasas en pesos que registraron los mayores aumentos, destacan la tasa de interés pasiva de captación al mayoreo y la que se determina en la “sesión matutina” del mercado de dinero (IABM 1994).

los mercados financieros internacionales y a la percepción de algunos inversionistas sobre la dificultad de que en ese contexto se pudiese financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, provocaron un ataque especulativo de gran escala en contra de la moneda doméstica, llevando a las reservas internacionales a 10 mil 457 millones de mdd al cierre de la jornada del 19 de diciembre. Por lo tanto, ante el colapso del peso, se determinó abandonar el régimen cambiario hasta entonces vigente, adoptándose un régimen de flotación.

Entre paréntesis, citemos que hubo una opinión muy extendida en el sentido de que antes de ir a una flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda. La Comisión de Cambios decidió aceptar esta fórmula. Como se sabe, el intento no tuvo éxito, por lo que se acordó pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre. Por lo tanto, hasta mediados de noviembre de 1994 las reservas se mantuvieron en niveles elevados, tanto en términos históricos, como en comparación con la base monetaria. Es decir, en la óptica del Banco de México, “en tanto no se producían acontecimientos políticos desestabilizadores, la balanza de pagos permanecía virtualmente en equilibrio” (IABM 1994).<sup>37</sup>

Durante 1994 hubo un deterioro de los mercados financieros. Sobre el particular, quizá es conveniente comentar el surgimiento de ciertos factores que debilitaron sustancialmente la posibilidad de sostener un régimen cambiario, aún contando con un monto razonable de reservas internacionales y con fundamentos económicos sólidos, ante ataques especulativos masivos que se pueden generar por causas exógenas. Entre estos factores, destacan los siguientes. Primero, el sustancial incremento que tuvo a partir de 1990 la canalización masiva de recursos de unos cuantos fondos de pensiones y de inversión (de los países industrializados) a instrumentos financieros líquidos emitidos en los llamados países emergentes —entre los que destaca México—, tales como valores gubernamentales y certificados de depósito bancarios de corto plazo. Esto permite que un ataque especulativo en contra de la moneda nacional se pueda desarrollar más rápidamente que antes. Segundo, la facilidad de “potenciar” posiciones en distintas monedas mediante operaciones con derivados y oportunidades de endeudamiento ofrecidas por intermediarios financieros del exterior. Tercero, los cambios tecnológicos en los sistemas financieros y de información, que aumentaron sustancialmente el grado de movilidad internacional del capital. Estos factores, por

---

<sup>37</sup> Así, las medidas adoptadas resultaron insuficientes para sostener al régimen cambiario de banda. En síntesis, el énfasis del Banco de México reside en los acontecimientos de “orden político y delictivo”, que “minaron la confianza” de los agentes económicos, ya que de no haber sido así “posiblemente el esquema cambiario podría haberse sostenido o, en su caso, modificado para darle mayor flexibilidad sin que ello tuviera repercusiones traumáticas” (IABM 1994).

supuesto, subrayan la conveniencia de llevar a cabo acciones que propicien la permanencia del ahorro externo en México, a la vez que reduzcan la dependencia del país de dicho ahorro.

## DETERMINANTES DE LA DEVALUACIÓN DE 1994

Durante gran parte de 1994 se mantuvo vigente el régimen cambiario adoptado desde noviembre de 1991, consistente en dejar que el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente. A partir del 20 de octubre de 1992, el límite superior de la banda de flotación del tipo de cambio se deslizó a razón de 0.0004 nuevos pesos por día, mientras que el límite inferior permaneció inalterado al nivel de 3.0512 nuevos pesos por dólar durante la vigencia de este régimen cambiario. El 20 de diciembre se elevó 15 por ciento el nivel del techo de la banda y se prosiguió con el mismo desliz. No obstante, ello resultó insostenible dados los determinantes de la devaluación que enseguida se abordan, por lo que el esquema de banda se abandonó, adoptándose un régimen de flotación —a la postre, lo que en los textos macroeconómicos convencionales se conoce como *flotación sucia*—<sup>38</sup> a partir del 22 de diciembre.

El mercado cambiario estuvo sujeto a “fuertes y recurrentes presiones” desde la segunda mitad de febrero. A partir de ese tiempo no sólo las tasas de interés en Estados Unidos empezaron a subir, sino que, además, se produjeron “una serie de acontecimientos políticos y delictivos” en México que minaron la confianza en la economía y en la estabilidad política del país (ESPMBM 1995, IABM 1995).

La elevación del tipo de cambio se exacerbó en marzo. Durante el resto del año, el tipo de cambio se mantuvo cercano al techo de la banda, y en ciertas etapas lo alcanzaba. Cuando el tipo de cambio alcanzaba el techo de la banda, el Banco de México intervenía en el mercado de divisas, con el objeto de que el tipo de cambio no se saliera de los límites de su banda de flotación. Por supuesto, las etapas en las que el tipo de cambio llegó al techo de la banda produjeron pérdida de reservas internacionales. Esta fuga de capitales se produjo porque, dados los “eventos políticos y delictivos” ocurridos en 1994, éstos tendieron a reducir abruptamente el rendimiento esperado, ajustado por riesgo, de invertir en el país. A ello hay que agregar que la mayor volatilidad del capital provoca ajustes de cartera de gran rapidez y magnitud, virtualmente imposibles de contrarrestarse mediante alzas en las tasas de interés domésticas.

---

<sup>38</sup> Un término alternativo al de *flotación sucia* es el de *flotación administrada*, dadas las intervenciones del banco central en el mercado de divisas.

Las reservas internacionales se mantuvieron sustancialmente estables durante el periodo de fines de abril a mediados de noviembre de 1994, salvo breves lapsos. Este hecho implica que en esos meses los flujos netos de capital hacia México fueron de un monto similar al del déficit de la cuenta corriente en el mismo lapso. En esta razón se funda la afirmación de que la balanza de pagos se mantuvo en equilibrio.

La explicación que suministra la autoridad monetaria se basa en dos razones. Primero, porque apenas surgían presiones en el mercado cambiario, se dejaba al tipo de cambio ascender dentro de la banda. Segundo, porque se adoptó una política monetaria restrictiva (ESPMBM 1995). Esta política propició incrementos sustanciales en las tasas de interés. Por ejemplo, la tasa de interés de referencia llamada TIIP, que refleja las condiciones del mercado de dinero al mayoreo, se elevó de 10.8 por ciento a mediados de febrero a 22.1 por ciento a mediados de abril, y se mantuvo en niveles altos, tanto en términos nominales como reales, durante el resto del año.

Por otro lado, las autoridades monetarias facilitaron la sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (CETES, BONDES y AJUSTABONOS) por TESOBONOS —instrumento cuyo valor en dólares no se ve afectado por las variaciones del tipo de cambio. En otros términos, las autoridades financieras ofrecieron una opción para que los inversionistas pudieran cubrir su exposición al riesgo cambiario. A la vez, la oferta de TESOBONOS coadyuvó al endurecimiento de la política monetaria. Para apoyar esta aserción de que hubo un endurecimiento de la política monetaria, se sostiene que la preferencia de los inversionistas por éstos títulos era manifestación de que estimaban que su rendimiento esperado, ajustado por el riesgo cambiario, era superior al del papel denominado en pesos. El rendimiento esperado de los TESOBONOS necesariamente implicaba mayores tasas de interés en moneda nacional debido a la posibilidad de arbitraje entre los diferentes instrumentos financieros disponibles en el mercado. Sin embargo, en la óptica de la autoridad monetaria el incremento de las tasas de interés fue menor al que se hubiera requerido para equilibrar los mercados financieros y la balanza de pagos, de no haberse aumentado la oferta de TESOBONOS (ESPMBM 1995). En 1994, la circulación de estos títulos aumentó 26 mil 400 mdd. Ello permitió disminuir en 77 mil 860 millones de nuevos pesos la circulación de papel gubernamental denominado en pesos.

Es oportuno señalar aquí que de fines de abril a mediados de noviembre se logró mantener la estabilización de los mercados financieros nacionales, lo cual coadyuvó a la reanudación del crecimiento económico con una inflación a la baja. Sin embargo, una vez más “nuevos acontecimientos desfavorables” a mediados de noviembre y a partir del segundo tercio de diciembre produjeron una situación muy difícil de resolver a fines de éste, dado que: 1) se había agotado el espacio para que el tipo de cambio pudiera ajustarse dentro de la banda de flotación; 2) se habían abatido las reservas

internacionales de 16 mil 221 mdd el 11 de noviembre a 11 mil 146 mdd el 16 de diciembre; y 3) las tasas de interés reales se encontraban en niveles que implicaban graves dificultades, tanto para los intermediarios financieros como para los deudores en general. A estos factores hay que agregar la “renovada volatilidad en los mercados financieros internacionales”, así como la percepción de los agentes económicos de la dificultad de financiar, en esas circunstancias, el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995. La combinación de estos factores provocó un ataque especulativo en contra de la moneda doméstica, el cual ya no pudo detenerse mediante las medidas que hasta entonces “habían sido eficaces”.

En consecuencia, el 19 de diciembre de 1994 —el punto álgido de las “presiones recurrentes” en el mercado cambiario— se acordó abandonar el régimen cambiario, adoptándose la decisión de pasar a un régimen de flotación. Sin embargo, ante la “muy extendida opinión” en el sentido de que antes de ir a una flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda, la Comisión de Cambios accedió, pero dado que este intento no tuvo éxito, se acordó pasar al régimen de flotación a partir del 22 de diciembre.

Por lo tanto, en el corazón de los determinantes de la devaluación de 1994 subyacen las elevadas tasas de interés externas, los *shocks* políticos durante 1994, la aguda pérdida de reservas internacionales, fuga de capitales, volatilidad de los mercados financieros internacionales y el elevado déficit de la cuenta corriente.<sup>39</sup>

Es pertinente señalar también que en diciembre de 1994 el colapso del peso se produjo después de un periodo de expansión económica, apreciación real y un desequilibrio externo cada vez mayor, asociados a la estabilización basada en el tipo de cambio que se inició en 1988.<sup>40</sup> Como se sabe, el gobierno salinista (1988-1994) aplicó un programa de reformas estructurales que se consideraron “de gran alcance”: se restauraron las disciplinas fiscal y monetaria; se emprendió una dinámica liberalización comercial que reemplazó los principios de la sustitución de importaciones; se privatizaron empresas públicas y se emprendió la liberalización y desreglamentación de numerosas industrias. Todo ello culminó con el TLC. Por lo tanto, hacia fines de

---

<sup>39</sup> Parece correcto suponer que el último trimestre de 1994 marca el principio del periodo de la crisis económica de 1994-1995, cuando un descenso muy grande en los flujos de capital diferentes a la inversión extranjera directa tuvo lugar. Identificar el fin de la crisis al parecer es más problemático. Después de una fuerte depreciación monetaria prosiguió el abandono del sistema de banda, y la estabilidad en el mercado cambiario se restauró hacia fines del primer trimestre de 1995. Otras variables sugieren un periodo más largo de un “desempeño económico malo”: la tasa de interés nominal, por ejemplo, alcanzó un pico de 60.4 por ciento en el segundo semestre (seguido por un máximo nivel de 48.7 por ciento en la tasa de inflación dos trimestres después), mientras que el consumo y la inversión agregadas todavía estaban experimentando declinaciones en términos absolutos en el tercer trimestre. Dadas estas observaciones, el cuarto trimestre de 1995 marca el fin de la crisis (Ibarra 2004).

<sup>40</sup> El plan de estabilización se inició formalmente en diciembre de 1987. El tipo de cambio se fijó en febrero de 1988.

1993 no estaban presentes los síntomas relativos a las medidas expansionistas y la reducción de las reservas de divisas, que históricamente habían caracterizado a las crisis precedentes. Las finanzas del sector público produjeron un superávit del 1 por ciento del PIB, en comparación con el déficit de 11 por ciento de 1988; la inflación casi había llegado a un nivel de un dígito, y las reservas brutas presentaban un nivel sin precedentes superior a 26 mil mdd.

En efecto, en diciembre de 1987 las autoridades mexicanas introdujeron un “plan de estabilización basado en el tipo de cambio”. Un elemento clave de este plan era el acuerdo social denominado —para abreviar— *pacto*. Como se mencionó, en el párrafo anterior, este plan estuvo acompañado de reformas estructurales importantes.<sup>41</sup> El régimen del tipo de cambio pasó de un tipo fijo a una banda estrecha. En síntesis, la respuesta de la economía fue la común de las estabilizaciones basadas en el tipo de cambio. Se dio un auge económico, los agregados monetarios crecieron con mayor velocidad que el PIB, el tipo de cambio real se apreció considerablemente (ver gráfica 4 “Índice del tipo de cambio real, 01/1976-12/2004”) y se ensanchó el desequilibrio externo.

La actividad económica se recuperó agudamente entre 1988 y 1994. El PIB y el consumo privado aumentaron cerca de 30 por ciento, mientras que la inversión creció más de 70 por ciento. No obstante, el crecimiento durante este periodo fue disparejo y cayó en 1993 a 0.6 por ciento, muy por debajo de la media de 1988-1992 y de la cifra calculada para 1994 (3.5 por ciento en ambos casos). El déficit comercial empeoró formidablemente. Las importaciones crecieron más de 300 por ciento en relación con su nivel cuando se introdujo el plan y hacia fines de 1994, la balanza comercial mostró un déficit sin precedentes superior a 1,500 mdd mensuales. El tipo de cambio real efectivo se revaloró durante la mayor parte del tiempo que duró el plan, con dos periodos de revaloración aguda: 1988 y 1991-1993. En su cima, el tipo de cambio real se apreció casi 60 por ciento, en relación con el nivel de marzo de 1988. El M2 aumentó intensamente. El M2 real se duplicó, mientras que el M2 en dólares aumentó casi tres veces.

Estos factores se conocen en la literatura de la materia como el “síndrome de estabilización basados en el tipo de cambio” (*v. gr.*, Mendoza y Uribe 1996 citado por Calvo y Mendoza 1997). Sin embargo, en el enfoque de la crisis de la balanza de pagos al parecer hay problemas a los que las teorías convencionales se enfrentan al tratar de explicar este “síndrome” (Calvo y Mendoza 1997).

Una primera hipótesis argumenta que en 1994 México atravesó la etapa de crecimiento lento e inflación declinante de la espiral producto-inflación de un modelo

---

<sup>41</sup> Aspe (1993) ofrece una descripción detallada de este plan.

de “sobre-ajuste” motivado por una indexación regresiva. Esta es la propuesta de Dornbusch y Werner (1994). La crítica a este enfoque consiste en que su debilidad principal es su predicción de política económica clave: ésta fue errónea. Según este enfoque, una devaluación única y definitiva, acompañada por un desmantelamiento de la indexación, debería de haber realineado el tipo de cambio real sin complicaciones. Dornbusch y Werner pidieron una depreciación de 20 por ciento en marzo. Sin embargo, la tentativa de realizar una devaluación controlada generó una gran corrida contra la deuda pública a corto plazo indexada al dólar (TESOBONOS), y los costos reales del colapso del crédito que vino después en 1995 fueron enormes.

Calvo y Mendoza (1997) también argumentan que es difícil encontrar pruebas de indexación regresiva.<sup>42</sup> Se argumenta también que la inflación siguió un “proceso autorregresivo persistente”. Más aún, no hubo incrementos generales de los salarios reales, según lo previsto por la indexación regresiva. Un objetivo explícito del *pacto* fue la eliminación de la inercia salarial al fijarse incrementos al salario mínimo por debajo de la inflación pasada. Como resultado, los sectores en que los salarios estaban vinculados directamente con el *pacto* experimentaron grandes reducciones del salario real. Calvo y Mendoza (1995) muestran que el salario real medio del sector manufacturero aumentó 24 por ciento durante el periodo 1989-1993, mientras que los salarios medios de la construcción y los sueldos contractuales del sector público cayeron más de 18 por ciento en términos reales.

Una segunda hipótesis es la que se conoce como “teorías del equilibrio perfecto”, que conciben el déficit comercial y la apreciación real como resultados naturales de la dinámica de transición inducida por las reformas estructurales. Así, se percibe que estos fenómenos son naturales y reflejan mejores perspectivas de crecimiento a largo plazo. Para apoyar este punto de vista se ponen como ejemplo los grandes influjos de capital privado foráneo y la convergencia gradual de la inflación hacia niveles de un dígito. Entonces, en esta situación la crisis deriva de los grandes *shocks* exógenos. Otra vez, una crítica clave contra esta perspectiva es que la crisis de diciembre no fue así, en el sentido que las “paradas súbitas” (*sudden stops*) no fueron seguidas por “llegadas súbitas” (es decir, el flujo de capitales no volvió) y la decisión de los inversionistas de atacar el peso y deshacerse de los TESOBONOS está en conflicto con el punto de vista de los choques temporales en una economía “fuertemente sólida”. Entonces, la teoría del equilibrio no puede explicar con facilidad la apreciación real de 60 por ciento. Por lo tanto, esta teoría tiene graves dificultades para explicar la dinámica actual del tipo de cambio real (Mendoza 1994, Obstfeld 1995, y Calvo y Mendoza 1997).

---

<sup>42</sup> Edwards (1995) y Santaella y Vela (1994) encuentran evidencia econométrica en contra de la indexación regresiva.

La tercera explicación sobre la dinámica de las estabilizaciones basadas en el tipo de cambio consiste en la falta de credibilidad de la política económica (*v. gr.*, los estudios empíricos de Calvo *et al* 1995, Calvo y Mendoza 1994, Mendoza y Uribe 1995). Sin embargo, estos modelos sólo explican las condiciones iniciales que conducen a las pérdidas de reservas, y dejan de lado las corridas contra los activos financieros.

Calvo y Mendoza (1997) centran la atención en los aspectos financieros claves de la crisis,<sup>43</sup> y consideran que las explicaciones convencionales de la crisis basadas en el gran déficit de la cuenta corriente y la apreciación real no son muy convincentes porque la decisión de hacer flotar el peso fue producto de la incapacidad del país de cumplir sus obligaciones financieras. Así, un punto medular es que antes de la crisis había dos indicadores de vulnerabilidad financiera que señalaban la posibilidad de una crisis de la balanza de pagos causada por una corrida contra los activos domésticos: 1) la brecha entre el M2, valorado en dólares, y las reservas brutas de divisas, y 2) la brecha entre la deuda pública a corto plazo que tenía el sector privado, también en dólares, y las reservas brutas.

Antes de la devaluación, el saldo del M2 en dólares alcanzaba la cifra de 110 mil mdd, que rebasaba con creces las reservas máximas. El peligro no estribaba tanto en la dimensión de esta brecha, sino en el riesgo de que *shocks* repentinos y grandes contra el M2 pudieran implicar una salida cuantiosa de reservas de divisas, lo que compromete el tipo de cambio fijo. En otros términos, lo peligroso no residía en que la proporción del M2 respecto a las reservas fuese muy grande, sino en la inestabilidad de esa proporción.

La gran expansión del M2 en México se atribuye a los siguientes factores: 1) la liberalización financiera de 1988-1989, que eliminó el estricto control sobre el crédito y los encajes legales, duplicando el multiplicador del M2 de 4.2 en 1988 a 8 en 1994; 2) los cuantiosos in-flujos de capitales a partir de 1989, de los que una parte revistió la forma de depósitos bancarios, y 3) la recuperación de la actividad económica y del gasto privado. El desequilibrio entre el M2 y las reservas se volvió motivo de preocupación por la aguda reversión de las últimas dos condiciones iniciada a fines de 1993. Para sostener este argumento, demuestran que en el M2 en México influyen los flujos de capital extranjero y el gasto privado. Calvo *et al* (1993) muestra que los flujos que llegan a América Latina tienen una relación negativa con los cambios que se presentan en las tasas de interés y en el producto real de Estados Unidos. Esto explica una parte del aumento de flujos de capital que hubo en 1989-1993 y, de manera similar, predice la salida de capitales cuando aumentaron las tasas

---

<sup>43</sup> Por ejemplo, primero la vulnerabilidad financiera; después sobrevino el colapso y la consiguiente estampida mundial (Calvo y Mendoza 1997).

de interés en Estados Unidos a principios de 1994. Como parte de los flujos de capital afectaron a los depósitos bancarios, el efecto adverso de la salida de capitales en el M2 era de esperarse. El efecto del gasto privado puede interpretarse como resultado de un medio en el que el M2 es proporcional al gasto. De esta forma, el aumento del gasto explica en parte el rápido crecimiento del M2 durante 1988-1993, y por ende cabría esperar que la desaceleración del consumo y del crecimiento de la inversión en 1993 redujera el crecimiento del M2. Además, las repercusiones de los flujos de capital y del gasto en el M2 se pueden relacionar una con otra si, como ocurre en México, los flujos de capital producen altos déficit de la cuenta corriente, de modo que se incrementa la demanda agregada.

El segundo desequilibrio financiero fundamental para comprender la vulnerabilidad excesiva del peso es la brecha entre la deuda pública a corto plazo y las reservas. La deuda pública comprendía los pagarés denominados en pesos (CETES, PAGAFES y BONDES) y los TESOBONOS, porque con un tipo de cambio casi fijo se puede apelar a la autoridad monetaria para que apoye toda la deuda pública a corto plazo con reservas de divisas. Es importante hacer tres consideraciones a este respecto. Primero, que la deuda en dólares tiene la desventaja adicional de que no puede deflactarse por una devaluación. Segundo, también puede tener importancia quién posee la deuda, si extranjeros o residentes en el país, porque aquéllos carecen de motivo de liquidez para mantenerla. Tercero, mientras más corto es el vencimiento mayor resulta la crisis de liquidez que puede producir una negativa para renovar la deuda. Por lo tanto, el voluminoso canje de bonos de corto y largo plazos, denominados en pesos, por TESOBONOS de corto plazo, que ocurrió en 1994, fue inadecuado en esos tres aspectos.

Entre 1991 y mediados de 1993, la deuda pública a 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. A este fenómeno se le llama "ataque especulativo por medio de bonos". Al estallar la crisis, la deuda pública a corto plazo era casi el triple de las reservas. Los TESOBONOS por sí solos, comprendidos los activos de la banca comercial, rebasaron los 22 mil mdd en diciembre de 1994, en comparación con las reservas brutas inferiores a 13 mil mdd a principios de ese mes. Hacia fines de diciembre las reservas cayeron a 6 mil mdd.

La respuesta oficial a los grandes *shocks* políticos y a una incipiente escasez de liquidez a principios de 1994 fue un factor clave que contribuyó a ensanchar el desequilibrio entre la deuda y las reservas. 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 asignadas a los TESOBONOS aumentó de 4 a 75 por ciento entre fines de 1993 y fines de 1994.

Los inversionistas extranjeros adquirieron una gran porción de la deuda, mientras que los activos que estaban en manos de residentes mexicanos cayeron del 43 al 34 por ciento. De esta manera, 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 una devaluación, el desequilibrio entre la deuda y las reservas se hubiera deflactado a través de la caída del valor de los CETES en dólares. A fines de 1994 estas opciones ya no eran viables (Calvo y Mendoza 1997).

Ahora bien, por otra parte, el gran desequilibrio entre la deuda y las reservas fue producto de una expansión excesiva del crédito del banco central. A consecuencia del asesinato de Colosio, los bancos (que establecieron acuerdos de cuantiosas recompras de deuda con el banco central) y el sector privado corrieron a liquidar los CETES dando lugar a una pérdida de alrededor de 10 mil mdd de reservas de divisas. En respuesta, las autoridades decidieron: 1) neutralizar el efecto sobre la base monetaria expandiendo el crédito interno, y 2) iniciar la dolarización de la deuda emitiendo TESOBONOS para contener parcialmente la corrida contra los CETES. Asimismo, dada la creciente fragilidad del sistema bancario, estas medidas también se pueden interpretar como dirigidas a sostener los bancos comerciales durante la escasez de liquidez que surgió en abril, cuando el diferencial entre la tasa de interés interbancaria (TIIB) y la tasa de los CETES de emisión corriente a 28 días se ensanchó fuertemente.

En noviembre hubo una segunda corrida contra las reservas, y el banco central de nuevo intervino con políticas de esterilización y colocaciones de TESOBONOS. El diferencial TIIB-CETES aumentó. El banco central tuvo cada vez más dificultades para colocar la nueva deuda, hasta que llegó el colapso el 20 de diciembre. El intento de controlar la devaluación fracasó en menos de un día y causó una corrida final contra las reservas y los TESOBONOS que obligó al Banco de México a permitir que el tipo de cambio ahora flotara.

Por otra parte, dado que los pasivos de la banca mexicana eran de vencimiento mucho más corto que los activos, y los activos vencidos estaban aumentando rápidamente, la expectativa de un crecimiento más lento del M2 podía contribuir a explicar el ensanchamiento del diferencial entre el TIIB y los CETES.<sup>44</sup> 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, estas medidas evitaron que esto sucediera, y en este sentido la esterilización contribuyó a las pérdidas sostenidas de reservas. La pérdida

---

<sup>44</sup> Hacia fines de 1994 la razón promedio de riesgo del sistema bancario (es decir, los activos vencidos en porcentaje de capital) eran de 59 por ciento. Seis bancos tenían proporciones superiores a 75 por ciento (el tercero más grande, SERFÍN, tenía una proporción de 95 por ciento).

aguda de reservas coincidió, en efecto, con grandes *shocks* políticos. Pero como en principio se hubiera podido contener la pérdida de reservas mediante una contracción monetaria de suficiente dimensión, la esterilización puede considerarse como la causa próxima más clara de la pérdida de reservas. Es más, el segundo ataque crítico contra las reservas que se dio en noviembre no se puede atribuir simplemente a los grandes *shocks* políticos.

Los argumentos aquí presentados dan por supuesta la fragilidad bancaria. Por lo tanto, los efectos externos y los “incentivos perversos” dados a los bancos por la política cambiaria y por la reforma financiera desempeñaron un papel importante. Tanto la reforma financiera como el influjo de capitales extranjeros contribuyeron a un incremento considerable de la oferta de fondos prestables. El tipo de cambio casi fijo proporcionó el incentivo para asignar esos fondos sin tomar en cuenta riesgos cambiarios y de madurez, ya que éstos estaban transfiriéndose implícitamente al banco central. Conforme se debilitaban los bancos, el tipo de cambio semifijo se hizo menos creíble ya que los agentes se dieron cuenta de que el intento de respetarlo comprometería la capacidad del banco central para fungir como prestamista de última instancia. Bajo presión, el banco central tendría que escoger entre proteger el sistema bancario mediante la esterilización, y entonces debilitar la moneda al punto que podría devaluarse, o apretar la política monetaria lo necesario para defender el tipo de cambio, con el riesgo de llevar a los bancos comerciales a la bancarrota.

Finalmente, otro elemento determinante de la devaluación y la crisis de la balanza de pagos de México es el brusco cambio de opinión de los inversionistas mundiales sobre los méritos de las inversiones mexicanas, que ayudan a comprender el ataque especulativo vía bonos que se dio en los días y semanas siguientes a la propia devaluación, y el llamado *efecto tequila* (es decir, el derrame de la crisis de México hacia los llamados mercados emergentes de todo el mundo). A principios de 1994 los inversionistas extranjeros mantuvieron la expectativa de que los fundamentales de la economía mexicana eran fuertes, pese a la incertidumbre política y la caída de reservas. El seguro de riesgo cambiario proporcionado por los TESOBONOS bastaba para que mantuvieran la deuda privada y pública mexicana (la proporción de deuda pública en manos foráneas aumentó de 55 a 71 por ciento entre enero y octubre de 1994). La interpretación de este segundo elemento es que las perspectivas de los inversionistas sobre los aspectos económicos fundamentales de México cambiaron repentina, súbitamente; no obstante que hasta fines de 1994, la mayor parte de la información disponible, incluyendo las evaluaciones de los organismos financieros internacionales, elogiaban a México como país de política sólida y listo para un crecimiento fuerte a partir de sus reformas de “gran alcance”.

## CAPÍTULO IV

# CRECIMIENTO ECONÓMICO Y EL PAPEL DEL TIPO DE CAMBIO, 1995-2000

### EL ABANDONO DEL TIPO DE CAMBIO COMO ANCLA NOMINAL DE PRECIOS

EL COMPROMISO CAMBIARIO CONSISTENTE en la adhesión a un tipo de cambio predeterminado fue muy costoso de mantener, especialmente cuando las promesas de no devaluar fueron minadas por la caída de las reservas internacionales.<sup>1</sup> Además, conforme se han desmantelado los controles de capital y ha progresado la innovación financiera, el tamaño y la rapidez de los movimientos de capital han incrementado sustancialmente el costo de sostener un tipo de cambio predeterminado.

Por otra parte, la elección un régimen de tipo de cambio fijo o predeterminado se hizo como un elemento central del esfuerzo de estabilización de la inflación. Cuando el banco central se enfrentó a un problema de credibilidad, el tipo de cambio predeterminado suministró una clara ancla nominal por el cual el banco central “tomó prestada” la credibilidad de la moneda a la cual la moneda nacional estaba pegada. Aunque al parecer esta estrategia probó ser exitosa en la lucha contra la inflación, la rigidez impuesta por este régimen cambiario llegó a ser un defecto para el país, ya que, cuando enfrentó *shocks* significativos, fue forzado a devaluar.

---

<sup>1</sup> Se podría decir también que carecieron del apoyo institucional suministrado por una unión monetaria o por un consejo monetario.

Bajo el régimen de tipo de cambio predeterminado el problema se dejó correr a tal punto que al parecer se asignaron demasiados objetivos a un único instrumento de política. Estas inconsistencias eventualmente dirigieron a un colapso del régimen cambiario. Por ejemplo, durante 1994 la política monetaria tuvo que defender un tipo de cambio predeterminado, buscando no afectar a un sistema bancario débil.

Además, las garantías cambiarias implícitas suministradas por un tipo de cambio predeterminado, combinado con un generoso seguro de depósitos, probaron ser una combinación letal que provocó una excesiva intermediación financiera y la toma imprudente de riesgo, además de lo que en la literatura se conoce como “riesgo moral”. Estos factores, en el contexto de un sistema financiero recientemente liberalizado, generaron importantes vulnerabilidades en el sector financiero que, en muchos casos, dirigieron a una severa crisis financiera.

Así, la crisis cambiaria, financiera y de balanza de pagos que se produjo a finales de 1994 —y que se extendió durante todo 1995— *forzó* a las autoridades a adoptar un régimen cambiario de libre flotación. Por lo tanto, se abandonó el uso del tipo de cambio como ancla nominal de la economía.

Asimismo, como consecuencia de la devaluación del peso y del repunte de la inflación, la credibilidad del Banco de México se vio severamente dañada. A este respecto, Cartens y Werner (1999) apuntan que las críticas se concentraron en dos puntos: 1) la falta de transparencia en la conducción de la política monetaria y la “limitada diseminación de información”, y 2) la falta de determinación para restringir la política monetaria antes, durante e inmediatamente después de la crisis. Además, después del abandono del tipo de cambio como el ancla nominal de la economía y del giro de ésta al régimen de tipo de cambio flotante, la política monetaria tuvo que llenar el vacío y convertirse en el ancla nominal.

En teoría, bajo un régimen de tipo de cambio flotante el banco central adquiere el control de la base monetaria, puesto que no tiene que añadir o sustraer liquidez derivadas de las intervenciones obligatorias en el mercado de divisas. Actuando directamente sobre la base monetaria, el banco central supuestamente sería capaz de influir en las tasas de interés y en el tipo de cambio y, a través de éstos, en el nivel general de precios. En consecuencia, en tanto el banco central reduzca la inflación, la política monetaria llega a ser el ancla de la evolución del nivel general de precios. Estos fueron los tipos de argumentos que puntualizaron las autoridades monetarias al considerar objetivos cuantitativos en los agregados monetarios a principios de 1995, cuando diseñaron su programa monetario para el año (ESPMBM 1995).

Consistente con lo anterior, el Banco de México estableció como objetivo intermedio un techo en el crecimiento de la base monetaria para el año. Desde que este programa se anunció en el inicio de la crisis, se hizo el supuesto de no acumular

reservas internacionales —el cual es un supuesto natural bajo un régimen de tipo de cambio flexible. Por lo tanto, el techo en el crecimiento de la base monetaria fue en esencia un techo sobre la expansión en el crédito doméstico neto del banco central, el cual en principio conservaría la inflación en línea. Para que este objetivo cuantitativo llegara a ser creíble, el Banco de México se comprometió a informar mensualmente sobre la evolución de su crédito doméstico neto.

Sin embargo, al parecer muy pronto llegó a ser claro que este programa monetario por sí mismo no era suficiente para estabilizar las expectativas inflacionarias, el tipo de cambio y la inflación. A principios de 1995, la política monetaria basada en la regla al parecer falló para actuar como se esperaba, debido a los siguientes factores:

- 1) En un escenario de crisis, la velocidad del dinero es muy inestable, haciendo también así inestables las relaciones entre la base monetaria y la inflación.
- 2) Para la regla basada en el crecimiento de la base monetaria no fue posible prevenir las depreciaciones súbitas del tipo de cambio —en tanto resultantes de *shocks* externos o de cambios en las expectativas—, afectar sustancialmente las expectativas inflacionarias y, eventualmente, el nivel de precios; desde el principio, justamente después del colapso del régimen de tipo de cambio predeterminado, el traspaso (*pass-through*) de la depreciación del tipo de cambio a la inflación fue muy elevado.
- 3) El banco central apenas tuvo algún control sobre la base monetaria en el corto plazo. La evolución de este agregado está determinada por la demanda de billetes y monedas en circulación, el cual tiene una muy baja elasticidad a la tasa de interés en el corto plazo. Además, los bancos comerciales no mantuvieron exceso de reservas en el banco central —debido a la política adoptada de requerimiento de cero reservas y a la operación del sistema de pagos del país—, los cuales incluso impidieron algún control sobre la base monetaria.

En febrero y marzo de 1995, los participantes en el mercado esperaron una “declaración fuerte” de las autoridades, “fuerte” en el sentido que hiciera creíble sus intenciones de reducir la inflación. En particular, estaban esperando alzas considerables en las tasas de interés, para neutralizar los *shocks* inflacionarios que estaban ocurriendo. A fines de marzo, el banco central incrementó por arriba del 100 por ciento la tasa de fondeo de corto plazo (estableciendo pisos a las tasas de interés en sus operaciones de mercado abierto). Esta acción discrecional de política monetaria, conjuntamente con el acuerdo con el FMI de un fuerte programa de ajuste y la disponibilidad del Fondo de Estabilización Cambiaria, condujeron a frenar la aguda tendencia hacia la depreciación que el peso mostró durante el primer cuatrimestre del año, a esta-

bilizar las expectativas inflacionarias y, al parecer, muy pronto, a reducir las tasas de inflación mensual. En mayo de 1995 el peso empezó a apreciarse y las expectativas inflacionarias empezaron a caer, lo cual dirigió a una reducción en las tasas de interés real y nominal. Esto, a su vez, mitigó el colapso de la actividad económica e impidió un deterioro adicional en el sistema bancario.

Por lo tanto, esta experiencia dirigió a que las autoridades mexicanas modificaran durante la primera mitad de 1995 su política monetaria: de una política solamente basada en objetivos cuantitativos sobre los agregados monetarios a otra donde ambas reglas, la relativa al comportamiento de la base monetaria y la discreción (influyendo en el nivel de las tasas de interés) estuviera incorporadas.

Para estar en posibilidad implementar las medidas discrecionales de política, y también para abordar las críticas de que el Banco de México era demasiado lento e indeciso para ajustar las tasas de interés, el banco central decidió adoptar un nuevo esquema de requerimiento de reservas, el llamado “encaje promedio cero”.<sup>2</sup>

Para satisfacer la demanda de billetes y monedas, el Banco de México ofreció crédito a los bancos vía subastas diarias, para compensar los créditos previamente concedidos por los bancos, los movimientos en la cuenta de la Tesorería, y el impacto monetario de las transacciones de divisas por el banco central.

El banco central determinaba la suma de crédito para ser subastado cada día de modo tal que el saldo promedio diario neto total de todas las cuentas corrientes mantenidas por los bancos en el Banco de México, acumuladas durante el periodo contable específico, puedan cerrar el día en una cantidad predeterminada. Si esta cantidad es negativa, el banco central pondría en “corto” al sistema bancario y, si la cantidad es positiva, el sistema sería puesto en una “posición larga”. Se sigue que si el banco central pone en “corto” al sistema (o como se dice, aplica un “corto”), al menos una institución de crédito tendría que pagar una penalización sobre la tasa de interés de dos veces la tasa vigente de CETES.

Debe enfatizarse que el Banco de México siempre ofreció el crédito necesario para satisfacer completamente la demanda de billetes y monedas, aún cuando el sistema bancario es puesto en “corto”. Sin embargo, en este caso, una porción del crédito se ofrece a una tasa de interés más alta, lo cual se aplica a los sobregiros en las cuentas corrientes de uno o varios bancos.

---

<sup>2</sup> En forma breve, por medio de este esquema, el Banco de México estableció periodos contables de 28 días durante los cuales los bancos buscan asentar un saldo promedio diario de cero en las cuentas corrientes que mantienen en el banco central. Los bancos se esfuerzan para obtener dicho saldo, debido a que si el saldo promedio diario es negativo, el banco en cuestión tendría que pagar una tasa de interés equivalente a dos veces la tasa vigente de CETES a 28 días sobre el saldo respectivo. Por otro lado, si el saldo promedio diario es positivo, el banco perdería los rendimientos que habría obtenido invirtiendo en el mercado los fondos respectivos (ESPMBM 1995 y 1998).

La principal razón para que el “corto” sea efectivo en inducir alzas en las tasas de interés se debe a que bajo el régimen de tipo de cambio flotante los bancos comerciales no tienen medios para crear saldos en sus cuentas con el banco central, como pueden hacerlo bajo un régimen de tipo de cambio predeterminado. Por lo tanto, el “corto” impone un costo inevitable al sistema bancario. Bajo tales circunstancias, la respuesta del sistema bancario es permitir que las tasas de interés se incrementen al nivel que creen es el objetivo del Banco de México, con el “corto” más bajo posible. Esto es en forma precisa lo que habitualmente sucede cuando un “corto” se aplica o se modifica.

Con el abandono del tipo de cambio como ancla nominal, ya durante 1995, el Banco de México adoptó también medidas adicionales para reforzar las antes mencionadas y asegurar un mejor control monetario. Entre éstas medidas destacan las siguientes:

- 1) Modificaciones al mecanismo de subasta que el banco central usó para regular la liquidez (el mecanismo depende de la conducta de las operaciones de mercado abierto). Antes, el Banco de México fijaba con frecuencia las tasas de interés cuando operaba en el mercado de dinero o influía directamente en ellas señalando un nivel máximo o mínimo en las subastas. Ahora, en cambio, las tasas de interés se determinaban total y libremente en las subastas.
- 2) La reforma del sistema de pagos. Debido a esta enmienda, el acceso diario (e intradía) al crédito del banco central por los bancos comerciales se restringió fuertemente. También, tales créditos se condicionaron a la constitución de garantías.
- 3) El Banco de México impuso una política agresiva en el acceso a la información. Para los agentes económicos que siguen correctamente las decisiones del banco central, es conveniente tener acceso a información relevante sobre una base oportuna. En consecuencia, el Banco de México: *a)* comenzó a publicar, sobre una base diaria, los saldos de las cuentas corrientes que los bancos mantienen en el banco central divulgados en la apertura de cada día; *b)* empezó a divulgar, semanal y mensualmente, las cifras de las principales variables de las hojas de balance de los bancos, incluyendo la base monetaria, el crédito doméstico neto y las reservas internacionales; y *c)* amplió su base de datos disponible al público en general a través del sistema de Internet. Esta política permitió una reducción sustancial en el rezago entre las fechas en las cuales las cifras se conocen y aquellas en las cuales habitualmente se divulgan por medios impresos.

Desde 1996 todos los programas monetarios que el Banco de México ha implementado se han basado fundamentalmente en los elementos arriba citados. Para ser

más precisos, puede decirse que los programas monetarios incluirían, andando el tiempo, tres elementos principales:

- 1) Un objetivo de inflación anual. Este objetivo se estableció conjuntamente entre el gobierno federal y el Banco de México, y se concibió como resultado de un esfuerzo concertado para coordinar las políticas fiscal y monetaria. Estas políticas se diseñaban con base en dicho objetivo, y también eran útiles para la determinación del salario mínimo.
- 2) Reglas definidas sobre el comportamiento de la base monetaria, junto con compromisos cuantitativos sobre la acumulación de reservas internacionales netas y la variación del crédito doméstico neto. El objetivo básico de estas reglas y compromisos cuantitativos es asegurar (digamos, al mercado o a los agentes económicos) que el Banco de México no crearía “la fuente más básica de inflación: exceso de oferta de dinero primario”. Si esto llegara a ocurrir, inmediatamente elevaría las expectativas inflacionarias del público, la cual, a su vez, resultaría en depreciaciones del tipo de cambio, incrementos en las tasas de interés, salarios nominales más altos y aumentos en los precios de los bienes y servicios. Esto en virtud de que la Junta de Gobierno estableció, como uno de los elementos de su programa monetario, una regla operacional básica que asegura que el banco central no creará un exceso de base monetaria.<sup>3</sup>

Debido a las críticas mencionadas al principio de esta sección y a la necesidad de adoptar un ancla nominal visible y estricta, en 1995 se fijó, por lo tanto, un límite —para ése año— al crecimiento del crédito interno neto del banco central. Este límite se derivó a partir de la estimación del crecimiento de la demanda de base monetaria y de una acumulación nula de reservas internacionales.

Es conveniente aclarar que al parecer en ese entonces no se pensó que el límite al crecimiento del crédito interno neto y el crecimiento de la base constituyeran objetivos intermedios que pudieran ser utilizados como reglas casi automáticas, dado que sus limitaciones eran conocidas por las autoridades monetarias. Sin embargo, en razón de la crisis de credibilidad por la que atravesaba el banco central, éste juzgó conveniente la adopción de un objetivo monetario muy visible.

Sobre este punto, las limitaciones de los agregados monetarios y sus ventajas, en las circunstancias en las que se encontraba la economía mexicana, se expresaron en los siguientes términos en el programa monetario para 1995:

---

<sup>3</sup> Esta regla establece lo siguiente: “Como regla general, el Banco de México ajustará, sobre una base diaria, la oferta de dinero primario en forma tal que la oferta sea igual que la demanda de base monetaria” (ESPMBM 1996-2000).

La mayoría de los bancos centrales han dejado de adoptar objetivos cuantitativos en cuanto a la evolución de su propio crédito o de agregados monetarios tales como los billetes y monedas en circulación, medio circulante u otros. Esto, debido a que los cambios tecnológicos o de regulación financiera, ocurridos en las últimas décadas, han dado lugar a que se haya perdido en buena medida la relación más o menos estable, que años atrás existía, entre alguno de esos agregados y el PIB nominal (ESPMBM 1995).

No obstante el argumento anterior, la crisis de confianza en la moneda nacional que prevaleció en ese tiempo —que también contribuyó en forma decisiva a forzar el abandono del tipo de cambio nominal— determinó la conveniencia de que el banco central adoptara una política de crédito primario sumamente estricta. Esto lo pudo hacer imponiendo un límite al crecimiento de su crédito interno durante el año. Se pensaba que esta fórmula podría “coadyuvar eficazmente” a que las expectativas inflacionarias de los agentes económicos fueran convergiendo con las proyecciones de precios contenidas en el programa económico que el gobierno federal adoptó, las cuales a su vez concordaron con los estipulados en el AUSE.

Por lo tanto, con base en lo anterior, lo que aquí se pretende enfatizar es que bajo un régimen cambiario de flotación, la base monetaria ahora se modifica fundamentalmente por el manejo del crédito, debido a que el banco central no tiene la obligación de intervenir en el mercado de cambios, mediante la inyección o sustracción de liquidez. Así, es mediante el manejo de su crédito que el banco central puede influir sobre el nivel y la evolución de las tasas de interés. A su vez, mediante su influencia en la tasa de interés, incide sobre la trayectoria del tipo de cambio y de la demanda agregada y, en consecuencia, sobre el comportamiento del nivel general de los precios (ESPMBM 1995-1996).

En síntesis: 1) dado el régimen cambiario que estuvo vigente hasta antes de la flotación, la demanda de base monetaria se podía satisfacer a través del crédito interno neto del Banco de México y/o la monetización de los aumentos de las reservas internacionales; y 2) con el abandono del tipo de cambio como ancla nominal y la consiguiente adopción de un régimen de tipo de cambio flexible, ahora el crédito interno neto va a jugar un *rol* preponderante en la formulación de la política monetaria-cambiaria del país.

Considero también que en esta parte es conveniente hacer una breve digresión sobre el régimen de tipo de cambio flotante adoptado en México el 22 de diciembre de 1994. En los textos macroeconómicos convencionales está bien establecido que este régimen cambiario tiene como característica esencial que el tipo de cambio varía —bien sea al alza o a la baja— en la medida necesaria para equilibrar la oferta y la demanda de divisas. Conforme a este régimen cambiario, el banco central usualmen-

te no interviene en el mercado de cambios —en cuyo caso se trata de una *flotación limpia*—; o suele intervenir cuando surgen circunstancias extraordinarias —en cuyo caso se habla de una *flotación sucia*. Este último caso es el que se presentó en México (a fines de 1994 y principios de 1995) desde la adopción misma del nuevo régimen cambiario, cuando ocurrieron vencimientos de inversiones extranjeras en papel gubernamental o bancario que no fueron renovadas. Así, para evitar fluctuaciones excesivas del tipo de cambio, el banco central vendió divisas provenientes de sus reservas y del fondo de estabilización cambiaria que se negoció por las autoridades financieras del país con entidades del exterior.

Por otra parte, la adopción y vigencia del régimen de tipo de cambio flotante no constituyó una razón para que el Banco de México abandonara su objetivo esencial de política: procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Ahora, este objetivo de política se procuró alcanzar principalmente mediante un “manejo idóneo” del propio crédito del banco central. Por ese medio el banco central podría influir, en forma indirecta, en la evolución de la demanda agregada y, por lo tanto, en los precios.

Asimismo, en circunstancias normales no resultaba necesario para un banco central que opera dentro de un régimen cambiario de flotación, fijarse límites rígidos para conceptos tales como el monto de su crédito interno o de la base monetaria. En estas circunstancias, el banco central puede desempeñarse “eficazmente” en el combate a la inflación apretando o suavizando el monto o las condiciones en que suministra el crédito primario —crédito interno—, según la evaluación que formula de los indicadores de la evolución de los precios. A riesgo de ser repetitivo, el monto o las condiciones de otorgamiento del crédito primario influyen indirectamente, vía la tasa de interés, sobre el nivel general de los precios porque afectan la demanda agregada. Si el crédito se encarece, la demanda agregada tiende a ser menor; y si el crédito se abarata, la demanda agregada tiende a aumentar.<sup>4</sup>

Ahora bien, el Banco de México modificó el monto o las condiciones de suministro de su crédito interno neto en diferentes ocasiones. Este fue el caso, por ejemplo, de los primeros días de noviembre de 1995, cuando el tipo de cambio aumentó considerablemente. El banco central decidió entonces restringir su crédito. Esta acción produjo aumentos en las tasas de interés, las cuales a su vez indujeron la apreciación de la moneda doméstica.

---

<sup>4</sup> Los diferentes indicadores de la evolución de los precios que usualmente observa un banco central son los siguientes: la evolución del propio tipo de cambio, de los salarios, de los precios internacionales de las materias primas, las expectativas de inflación del público, el nivel de las tasas de interés (de los diferenciales entre las tasas de corto y largo plazo), de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios, y los movimientos de capital, entre los más destacados.

Por otra parte, con el propósito de poder manejar su crédito con eficiencia —en el sentido de “mayor precisión”—, en marzo de 1995 el Banco de México decidió adoptar el esquema de “encaje promedio cero” referido líneas arriba.

En el primer año de operación del régimen de flotación (1995) la base monetaria tuvo el comportamiento siguiente: aumentó en 9 mil 874 millones de pesos (mp), mientras que los billetes y monedas en circulación lo hicieron en 9 mil 889 mp. Prácticamente hubo coincidencia entre estas dos cifras, la cual se explicó en términos de que en el régimen de encaje promedio cero, los bancos no requieren tener depósitos en el banco central, sino para compensar los sobregiros. Así, la base monetaria en dicho periodo dependió casi en su totalidad de la evolución de los billetes y monedas en circulación.

Asimismo, si por factores estacionales disminuye la demanda de base, el Banco de México debe contraer su crédito interno neto. De otra manera, la disminución de la demanda da lugar a un exceso de oferta de dinero que se traduce en presión cambiaria y, después, inflacionaria. El Banco de México enfatiza al respecto que la contracción del crédito primario no tiene el propósito de crear una “estrechez monetaria”, sino que mediante esa acción sólo se procura el equilibrio del mercado de dinero, sin afectar el nivel de las tasas de interés.

Por otro lado, si se observa una mayor demanda de billetes y monedas por factores estacionales, el banco central debe atenderla. De lo contrario, estaría generando una “astringencia innecesaria de liquidez”, lo que redundaría en aumentos de las tasas de interés y en una contracción del gasto. En la postura del banco central, en la medida que se limite a satisfacer la mayor demanda base, no está relajando la política monetaria.

Finalmente, se aborda como último punto las intervenciones del Banco de México en el mercado cambiario. A partir de la segunda quincena de septiembre de 1995 y hasta finales del año, el tipo de cambio se depreció aceleradamente o fluctuó de manera violenta. Debido a que estos fenómenos, según el Banco de México, “no correspondían a la situación fundamental de la economía”, se determinó la intervención del banco central en el mercado de divisas. Durante noviembre lo hizo en dos jornadas, utilizando un reducido monto de reservas (300 mdd en total). El Banco de México volvió a intervenir otras dos veces en el mercado de cambios en diciembre, vendiendo un monto total de 205 mdd.

Estas intervenciones frenaron la caída del peso y contribuyeron a ordenar el mercado de cambios. Asimismo, durante los dos últimos meses de 1995 fueron acompañadas de acciones complementarias en materia monetaria, con lo cual se propició el alza de las tasas de interés; además, no implicaron el abandono del régimen de flotación, sino que estuvieron orientadas a “estabilizar la cotización de la moneda nacional”.

## LIQUIDEZ, INFLACIÓN Y TASAS DE INTERÉS

En una sección previa quedó establecido que bajo el régimen de flotación libre, al actuar sobre la base monetaria, el banco central puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ellos, sobre la trayectoria del nivel general de precios. De allí que el Banco de México a principios de 1995 decidió fijar un límite al crecimiento del crédito interno neto para el mismo año.

La finalidad de establecer un límite al crédito primario es que éste coadyudara a que los agentes económicos pudieran dar seguimiento a la ejecución de la política monetaria del banco central y, de esta forma también, ganar credibilidad. Este límite resultaba compatible con el crecimiento esperado de la demanda de base monetaria, que a su vez estaba relacionado con el crecimiento previsto para 1995 del PIB real y del nivel general de los precios.

Asimismo, desde un principio se concibió que la vigencia de un régimen de tipo de cambio flotante no constituía ningún impedimento para que el Banco de México no debiera procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Sólo que ahora lo debería de hacer, principalmente, mediante un “manejo idóneo” de su propio crédito (ESPM 1995). Por ese medio puede influir, de manera indirecta, en la evolución de la demanda agregada y, por lo tanto, en los precios.

Además, en circunstancias normales no es necesario para un banco central que opere dentro de un régimen cambiario de flotación fijarse límites rígidos para conceptos tales como el monto de su crédito interno, o bien, de la base monetaria. En esas circunstancias, el banco central puede “desempeñarse eficazmente” en el combate a la inflación apretando o suavizando el monto o las condiciones en que suministra el crédito primario (sinónimo de crédito interno), según la evaluación que va haciendo de los indicadores de la evolución de los precios. El monto o las condiciones de otorgamiento del crédito primario influyen indirectamente sobre el nivel general de los precios porque afectan la demanda agregada. Si el crédito se encarece, la demanda agregada tenderá a ser menor, y viceversa.

La mayoría de los bancos centrales han dejado de adoptar objetivos cuantitativos en cuanto a la evolución de su propio crédito o de agregados monetarios tales como los billetes y monedas de circulación, medio circulante u otros. Esto, debido a que los cambios tecnológicos o de regulación financiera, ocurrido en las últimas décadas, ha dado lugar a que se haya perdido en buena medida la relación más o menos estable, que años atrás existía, entre alguno o algunos de esos agregados y el PIB nominal.

Dadas las reiteraciones hechas en las líneas precedentes, en este apartado un punto que adquiere relevancia es comprender cuáles son los principales determinantes de la

inflación y cómo la política monetaria interactúa con ellos para afectar el comportamiento de la tasa de incremento del INPC.

Como se sabe, en la teoría convencional la inflación se concibe en última instancia como un fenómeno monetario. Al parecer, la evidencia es clara en el mediano y largo plazos, donde hay una estrecha correlación entre la tasa de crecimiento de los agregados monetarios y la inflación. Esta correlación se ha observado tanto a nivel internacional como en el caso de México (Lucas 1996, citado por Cartens y Werner 1999).

De lo anterior podría derivarse que debería ser relativamente simple para el banco central erradicar la inflación; en particular, dada su influencia en el comportamiento de los agregados monetarios y en el dinero de alta potencia. Pero la correlación cercana entre el dinero y los precios no dice nada sobre en qué dirección corre la causalidad.

La teoría económica arroja luz en esta discusión sobre la causalidad. Por un lado, los modelos monetarios tradicionales con precios flexibles postulan que la causalidad corre del dinero a los precios. En estos modelos, los precios se ajustarán inmediatamente a los cambios en la postura de la política monetaria. Por ejemplo, si la autoridad monetaria decide reducir la tasa de crecimiento de la base monetaria, los agentes económicos, por lo consiguiente, ajustarán sus expectativas y la inflación convergerá inmediatamente a su equilibrio de largo plazo.

Por otro lado, los modelos con precios rígidos implican que los *shocks* inflacionarios en el corto plazo, tales como los incrementos en los salarios que son inconsistentes con el objetivo de inflación, no pueden ser compensados inmediatamente por la autoridad monetaria. En principio, la autoridad monetaria puede mantener la oferta de dinero constante, sin embargo, dada la baja elasticidad de la demanda de saldos reales, la disminución de los saldos reales enviaría a las tasas de interés hasta el techo. Bajo estas circunstancias, el banco central estaría obligado a acomodar, total o parcialmente, el impacto inflacionario de tal *shock*. En este caso, la causalidad corre de los precios al dinero. Por lo tanto, en este escenario, para juzgar la postura de la política monetaria, se debe enfocar el grado de acomodación de la autoridad monetaria. Pero incluso si la autoridad monetaria acomoda el *shock* inflacionario sólo parcialmente, la tasa de interés real se incrementará. Este incremento en las tasas de interés real revertirá lentamente el impacto del *shock* inflacionario afectando la demanda agregada y apreciando la moneda doméstica. Ésta es la forma en que interactúan la liquidez, la inflación y las tasas de interés.

Por lo tanto, aquí se subrayan dos fuentes alternativas de presiones inflacionarias. En primer lugar, se tiene la explicación monetaria tradicional, donde los *shocks* exógenos de la oferta de dinero causan inflación, lo cual implica que el dinero es la

fuerza que conduce al proceso inflacionario. En segundo lugar, en los modelos con precios rígidos, los *shocks* en los precios clave en la economía (los salarios, el tipo de cambio y los precios del sector público) afectan directamente a la inflación, y la política monetaria acomoda parcialmente estos *shocks*. En este escenario, el grado de acomodación será el instrumento en la determinación del impacto inflacionario de largo plazo de los *shocks*.

Entonces, a partir de allí se infiere que un primer paso para el diseño de una estructura adecuada de política monetaria es determinar si el proceso inflacionario en México es conducido principalmente por *shocks* monetarios exógenos o por *shocks* en los precios clave que son parcialmente acomodados por la autoridad monetaria.

Cartens y Werner (1999), con base en la evolución de la tasa de crecimiento de la base monetaria y la inflación, sugieren que los cambios en la inflación han precedido a los cambios en la tasa de crecimiento de la base monetaria. Por lo tanto, parece que los movimientos exógenos en el dinero no fueron la causa fundamental de la inflación.<sup>5</sup>

A partir de las funciones de respuesta al impulso, Cartens y Werner (1999) deducen que los *shocks* se han identificado correctamente. Los precios públicos, el tipo de cambio y los *shocks* salariales han afectado positivamente el nivel de precios y el dinero. Deducen también que cada uno de estos *shocks* ha tenido efectos indirectos sobre los otros dos precios clave de la economía. Finalmente, hacen notar que los *shocks* monetarios tienen el efecto esperado, ya que ocasionan aumentos en todos los precios de la economía. Luego, para establecer la relevancia de cada *shock* como determinante de los movimientos en las otras variables en el sistema, se apoyan en la descomposición de varianza de cada variable. A partir de ésta, concluyen que los movimientos en el mediano y largo plazos en la base monetaria y los precios han sido determinados principalmente por cambios exógenos en el tipo de cambio, los salarios, los precios del sector público y el nivel general de precios. Pero el impacto de los movimientos exógenos en la base monetaria sobre los precios, el tipo de cambio y los salarios son insignificantes. Además, casi el 90 por ciento de la varianza en la base monetaria se explica por los *shocks* para las otras variables del sistema. En este

---

<sup>5</sup> Para analizar este resultado más formalmente, realizaron las pruebas de causalidad de Granger. Los resultados de estas pruebas muestran que la causalidad corre en ambas formas entre estas dos variables. Sin embargo, estos resultados no cuantifican la influencia de los movimientos que cada una de estas variables tuvo sobre la otra. Luego, para analizar este punto con más detalle, estimaron un Modelo Vector de Corrección de Error (VECM, por sus siglas en inglés) que incorpora, como variables endógenas, el INPC, la base monetaria, el tipo de cambio, los salarios y los precios del sector público. El orden de las variables para la identificación de los *shocks* fue el siguiente: precios del sector público, tipo de cambio, salarios, precios y base monetaria. Sin embargo, consideran que los resultados son robustos a los cambios en el orden de las variables (Cartens y Werner 1999).

resultado sobresale que la política monetaria ha acomodado estos *shocks* inflacionarios en un grado muy importante. Los *shocks* exógenos para el dinero son insignificantes, y son casi irrelevantes para explicar el comportamiento de los precios, el tipo de cambio y los salarios.

Una forma alternativa mediante la cual Cartens y Werner (1999) estiman la relevancia de los *shocks* de la oferta monetaria en explicar el comportamiento de la inflación es estimando una ecuación para los precios no controlados<sup>6</sup> como una función de los cambios en el tipo de cambio, los cambios en los salarios y la tasa de crecimiento de la base monetaria. También corren otra ecuación que incluye la tasa de crecimiento de los precios del sector público como una variable explicativa adicional. Dado que en ambas ecuaciones la tasa de crecimiento de la base monetaria es estadísticamente no significativa, cuando los movimientos en las otras variables se toman en cuenta, ello confirma que los *shocks* exógenos para el dinero *no* han sido la fuerza conductora detrás del proceso inflacionario en México.

Conforme a ello, los resultados confirman que los movimientos exógenos en la base monetaria no han sido una causa de presiones inflacionarias, sino que la base monetaria ha acomodado los *shocks* inflacionarios que provienen del tipo de cambio, los salarios y los precios del sector público. Estos resultados ratifican la conclusión en el sentido de que las medidas (o reacciones) de política discrecional para combatir los *shocks* deben ser el principal componente del programa monetario de México.

Además, las funciones de respuesta al impulso muestran que los salarios reaccionan significativamente a los *shocks* en el tipo de cambio y los precios del sector público, lo cual sugiere que estos *shocks* afectaron significativamente las expectativas inflacionarias (ellos no fueron interpretados como un ajuste completo y por una sola vez en el INPC), el cual a su vez afectó las demandas salariales. Por lo tanto, hay un canal de transmisión indirecta por el cual los *shocks* en el tipo de cambio y los precios públicos afectan las expectativas de inflación.

De esta forma, se asume que las presiones inflacionarias en México tienen su origen en factores no monetarios (que ha sido validados *ex post* por la autoridad monetaria), entre los cuales destacan: 1) la presencia de *shocks* externos que pueden generar depreciaciones agudas del tipo de cambio; 2) cambios en los precios del sector público; y 3) revisiones salariales que son inconsistentes con el objetivo de inflación.

Para enfrentar estos *shocks* inflacionarios exógenos, el banco central enfrenta la decisión de acomodar, total o parcialmente, el impacto inflacionario de tales *shocks*,

---

<sup>6</sup> Por precios no controlados se entiende el subconjunto de precios que están considerados en el INPC de México, y que son determinados por el mercado, *i.e.*, no hay un conjunto de reglas administrativas establecidas por el gobierno, como es el caso de los bienes del sector público.

a través de sus acciones de política monetaria, o no acomodarlos del todo. Para comprender los problemas que enfrenta el banco central es conveniente analizar primero el caso donde hay alguna acomodación de estos *shocks*.

Primero considérese el caso donde un *shock* exógeno causa una depreciación aguda del tipo de cambio nominal. Si esta depreciación se percibe como permanente, rápidamente se trasladará en incrementos en los precios de los bienes comerciables, generando un más alto INPC. Esto, a su vez, incrementaría la demanda nominal de dinero. Si el Banco de México iguala pasivamente la demanda y la oferta de base monetaria, esta expansión sería validada y el banco central habría acomodado el incremento en la demanda de dinero ocasionada por el *shock* exógeno de los precios causado por la depreciación del tipo de cambio. En la macroeconomía convencional, esto se describiría como un ajuste total y por una sola vez en el nivel de precios y, por lo tanto, el nivel de precios debe ser acomodado; ello no causará problemas adicionales a la autoridad monetaria.

Sin embargo, dada la historia de alta inflación en México, y de una correlación histórica elevada entre las depreciaciones del tipo de cambio y la inflación, las dinámicas causadas por la depreciación del tipo de cambio son complicadas si se considera que el público podría revisar sus expectativas inflacionarias hacia arriba, lo cual dirigiría a aumentos en los salarios y en los precios de los bienes no comerciables y, por lo tanto, a círculos subsecuentes de ajustes en el tipo de cambio y en los salarios, perpetuando así la inflación y el crecimiento de la base monetaria. Al parecer, es claro que la inflación en los bienes comerciables ha encabezado la inflación de los bienes no comerciables desde 1995, prestando apoyo a la hipótesis de que las depreciaciones del tipo de cambio tienen un impacto tanto directo como indirecto sobre los precios. Otro fenómeno que provocaría presiones inflacionarias, similar a los descritos arriba, son los ajustes a los precios de los bienes del sector público y los incrementos salariales que no son compatibles con el objetivo de inflación.

Por otra parte, el banco central debe ser capaz de compensar, al menos parcialmente, el impacto inflacionario de las perturbaciones exógenas sobre el tipo de cambio, los precios públicos y los salarios contractuales. Este objetivo puede alcanzarse si el banco central satisface la demanda diaria de base monetaria, pero a una tasa de interés *más* elevada de la prevaleciente en el mercado. De hecho esto es lo que pasa cuando el Banco de México aplica o incrementa el “corto”. Las tasas de interés más altas resultantes pueden, por ejemplo, revertir parcialmente el impacto de un *shock* exógeno en el tipo de cambio, limitando la depreciación del tipo de cambio y moderando el ajuste de las expectativas inflacionarias. De hecho esta fue la postura del Banco de México durante 1998, y también lo fue durante 1999, en el que ha incrementado el “corto” conforme los *shocks* inflacionarios adicionales han llegado a ser evidentes.

Ahora bien, en el mediano plazo, el aumento en las tasas de interés resultantes de la respuesta de las autoridades a las presiones inflacionarias más grandes reducirá el crecimiento de la base monetaria. Este efecto podría reforzarse por el impacto sobre la demanda de dinero de un crecimiento económico temporalmente más bajo, asociado con el aumento en los costos de fondos prestables. Adicionalmente, por supuesto, la demanda de base monetaria sería moderada en respuesta a la reducción lograda en la inflación.

Con base en lo expresado líneas arriba, puede decirse que el dilema que el Banco de México enfrenta, cuando conduce la política monetaria, consiste en determinar el grado al cual es capaz de contrarrestar los *shocks* inflacionarios que eventualmente aparecen. En la medida en que la política monetaria es extremadamente más restrictiva, presumiblemente los empresarios hallarán más difícil trasladar a los precios finales los costos más grandes resultantes de los *shocks* como la depreciación del tipo de cambio, los aumentos en los precios públicos, o los incrementos salariales arriba de la inflación esperada más las ganancias en productividad. Los márgenes de los beneficios disminuirían, llegando a ser incluso negativos, junto con la posibilidad de que los productores domésticos pierdan competitividad internacional. Todos estos elementos podrían dirigir a bajar la inversión y el empleo. Por lo tanto, una política monetaria muy restrictiva puede tener un impacto recesivo sobre la actividad económica, el empleo y la inversión. Al mismo tiempo, esta postura política puede tener efectos indeseables sobre la salud del sistema bancario. Estos dos conjuntos de problemas pueden incluso hacer insostenibles las ganancias en la reducción de la inflación. Este tipo de consideraciones han inducido al Banco de México a inclinarse a favor de una “gradual pero sostenible” trayectoria de desinflación.

Así también, los costos del proceso inflacionario serán menores, al grado que el banco central gozaría de más credibilidad entre el público con respecto a su convicción de abatir la inflación. Entonces, incrementos no sustanciales en las tasas de interés serían requeridos para conservar las expectativas inflacionarias bajo control. Pero el banco central sólo puede ganar credibilidad actuando en una forma oportuna y consistente cuando se enfrente a fuertes presiones inflacionarias (lo cual mostrará su compromiso con el proceso desinflacionario). Por lo tanto, en la medida en que el Banco de México es capaz de promover un abatimiento más acelerado de la inflación, minimizará los costos de corto plazo de implementar una política monetaria restrictiva. En efecto, parece que la evidencia empírica sugiere que los beneficios últimos de una inflación más baja en el mediano y largo plazos compensará sustancialmente los costos temporales presentes en el proceso de convergencia hacia la estabilidad de precios.

A partir de las líneas previas, en consecuencia, pueden señalarse ciertos elementos sobre las cuales el Banco de México fundamenta su apoyo a una estrategia de me-

diano plazo para lograr una reducción sostenida de la inflación. En primer término, es imperativo alcanzar consenso social respecto a los beneficios de la estabilidad de precios, para hacer que las expectativas inflacionarias, así como también los ajustes de precios, sean consistentes con los objetivos de inflación. Así, la inflación se alcanzaría al menor costo posible. Como siguiente punto, la política monetaria, además de evitar la causa primaria de la inflación —la generación de exceso de oferta monetaria— debe neutralizar los efectos secundarios de los *shocks* exógenos sobre los precios y debe actuar de forma tal que busque compensar parcialmente los efectos inflacionarios directos de los precios clave en la economía. El objetivo último es alcanzar una situación donde los ajustes necesarios en los precios relativos tengan un impacto completo y de una sola vez en el INPC —aumentando su nivel— pero sin deteriorar las expectativas inflacionarias, evitando así que la dinámica de la inflación se torne perversa. Eventualmente, el propósito es que en virtud de acciones oportunas en la política monetaria, el Banco de México tenga éxito en hacer que los empresarios, los trabajadores y los inversionistas, cuando tomen decisiones, anticipen la posible reacción de la autoridad con respecto a las perturbaciones en el INPC y minimicen las repercusiones sobre las expectativas. Si se sigue tal comportamiento, el impacto de estas perturbaciones sobre la economía se suavizará y la credibilidad del público con respecto al objetivo de inflación del Banco de México aumentará. Es así como el objetivo desinflacionario eventualmente se ha constituido en el *ancla nominal* de la economía mexicana.

Como tercer punto, el Banco de México debe expandir el horizonte de su compromiso desinflacionario. Ampliando el periodo de tiempo, dado los rezagos con los cuales las acciones de política monetaria afectan a los precios, el banco central debe ser capaz de ajustar, en una forma oportuna, su postura de política monetaria sin confundir al público. El esquema de política monetaria debería entonces hacer que las acciones del banco central sean más fáciles de comprender, lo cual, a su vez, actuaría como una ayuda en anclar las expectativas inflacionarias en el mediano plazo.

Finalmente, el tamaño y la repetición de presiones que afectan a la inflación deben minimizarse tanto como sea posible. Particularmente, debe haber una estrategia para coordinar las políticas en materia de salarios, fiscal y monetaria. Esta coordinación de políticas también es fundamental para lograr el abatimiento sostenible de la inflación.

Dada su importancia, tal vez sea conveniente abordar aquí una de las características de lo que se llama “virtudes estabilizadoras” que tienen los regímenes de flotación del tipo de cambio y de tasas de interés, particularmente cuando se sufren salidas de capital. En estas circunstancias, es de esperarse que las ventas de valores denominados en moneda nacional y la compra de dólares por los inversionistas aumenten tanto las tasas de interés como el tipo de cambio, suponiendo que otros factores no se

modifican. Se supone que “los movimientos automáticos de estas variables poseen la virtud de regular los movimientos de capital a corto plazo”. En efecto, cuando surge el estímulo a las salidas de capital el ajuste simultáneo de la paridad y de las tasas de interés desincentiva la venta de valores en moneda nacional al deprimir su precio y elevar el de la moneda extranjera. Este ajuste en precios prosigue hasta que cesan las salidas de capital. Por simetría, lo opuesto ocurre con las variables aludidas cuando el estímulo es a que el capital entre.

Los aumentos que sufren las tasas de interés ante las salidas de capitales no son por supuesto deseables para la autoridad monetaria. Pero desde su punto de vista, y como ha ocurrido en el pasado en múltiples veces, es conveniente aceptar incrementos temporales de las tasas de interés que permitan continuar posteriormente el camino hacia la estabilidad. En la óptica de la autoridad monetaria, esta última es la única vía que puede conducir a tasas de interés reales y nominales bajas y sostenibles. Si en un intento de evitar alzas de las tasas de interés el Banco de México relajara su postura de política monetaria, se produciría más inflación y, lo que es peor, un deterioro de las expectativas inflacionarias. El resultado, aunque no inmediato, se materializaría en tasas de interés reales y nominales más elevadas. Esto sucedería porque al mantenerse sin alza las tasas de interés por algún tiempo, los inversionistas podrían salir de sus posiciones en instrumentos representativos de deuda sin castigo en el precio de éstos. En esas condiciones, los inversionistas tendrían el estímulo a liquidar más rápidamente esas posiciones y a utilizar los pesos obtenidos de las ventas respectivas para comprar moneda extranjera. Ello depreciaría aún más el tipo de cambio y daría así lugar a una mayor inflación.

Por lo tanto, en una situación de liquidación masiva de valores, cuando se tiene un régimen cambiario de flotación, la depreciación del tipo de cambio es el complemento al ajuste de las tasas de interés. La depreciación del tipo de cambio determina que la especulación en contra de la moneda doméstica no sea gratuita.

En una situación de este tipo las compras de moneda extranjera pueden llevar al tipo de cambio a niveles exagerados. Pero al no ser congruentes estos niveles con los fundamentales de la economía, tarde o temprano el valor de la moneda nacional tiende a la recuperación, infligiendo pérdidas importantes a quienes hayan comprado divisas a un precio elevado. Esto ha sucedido en México en varias ocasiones desde que se estableció el régimen cambiario de flotación (IABM 1997 y 1998).

También hay que puntualizar que la volatilidad del tipo de cambio tiende a elevarse conforme se reduce la liquidez del mercado. Cuando así ocurre, demandas no muy cuantiosas de moneda extranjera pueden causar depreciaciones desproporcionadas del peso. Tales situaciones pueden llevar a la formación de espirales devaluatorias, de graves consecuencias sobre el nivel de la inflación y de las tasas de interés, y, por

lo tanto, sobre la actividad económica y el empleo. Con la finalidad de reducir este riesgo, el banco central decidió adoptar el esquema de ventas contingentes de dólares que en otro apartado se describe.

### ESTABILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO Y BALANZA COMERCIAL

Como se señaló en las secciones previas, el tipo de cambio en México ha sido libremente flotante desde fines de 1994. No obstante, desde entonces, en diferentes etapas y por diferentes razones, ha surgido la necesidad para la autoridad monetaria de participar en el mercado de divisas con miras a propiciar su estabilidad. En todos estos casos, la regla que siempre se ha seguido es que la intervención del banco central en el mercado de divisas debe ser “completamente transparente”, y sin defender un nivel particular de tipo de cambio —a fin de preservar así las principales características de un régimen de tipo de cambio flexible.

Como se mencionó en la sección 3.5, uno de los elementos más importantes de la crisis fue la corrida de la deuda externa del país. Por el lado del sector público, la corrida se concentró en los otrora famosos TESOBONOS, que eran valores del gobierno denominados en dólares. Respecto al sector privado, los bancos comerciales enfrentaron dificultades en renovar (o refinanciar) su deuda externa. Incluso, después de que se aprobó el paquete de asistencia internacional y de que los recursos estaban disponibles, continuaron las amortizaciones relativamente grandes de TESOBONOS y los créditos bancarios. Pronto llegó a ser evidente que si el exceso de demanda de divisas que generó este abrupto ajuste en el *stock* de las compañías tenedoras de acciones (*holdings*) de la deuda mexicana no era satisfecho por la intervención oficial, la depreciación del tipo de cambio flotante podría haber sido enorme, con el riesgo de caer en una hiperinflación.

En efecto, si la depreciación del tipo de cambio había sido la única variable de ajuste, este precio habría alcanzado niveles donde una menor oferta de divisas habría resultado de depreciaciones adicionales (una curva de oferta que se dobla hacia atrás habría seguido). Por lo tanto, fue imperativo usar los recursos del paquete financiero para aislar al mercado de divisas del ajuste en el *stock*, y de las indeterminaciones que tal ajuste por sí mismo habría creado.

En línea con lo anterior, las autoridades decidieron abrir una ventanilla especial en el banco central, para abastecer las salidas de capital relacionadas con las amortizaciones de TESOBONOS, extendiendo líneas de crédito a los bancos comerciales. El

financiamiento del dólar bajo este programa se extendió a 17 bancos comerciales. En su punto más alto a principios de abril de 1995, los créditos no pagados o no liquidados, concedidos a través de este mecanismo, alcanzó sólo 3.9 mdd. En septiembre de 1995 todos los bancos participantes tuvieron que pagar íntegramente su deuda pendiente.

En realidad, en mayo de 1995 el sistema de tipo de cambio flotante empezó a funcionar “normalmente”. Pero, en cualquier caso, frente a un abrupto ajuste en el *stock*, como el que México afrontó a principios de 1995, el esfuerzo de estabilización no pudo haber surtido efecto sin los préstamos de asistencia del FMI y del gobierno de Estados Unidos, que permitieron el “aislamiento” del mercado de divisas de tal ajuste en el *stock*.

Otro elemento importante que contribuyó a aislar el mercado de divisas de los *shocks* importantes es que el Banco de México estuvo actuando como la contraparte del gobierno, haciendo diariamente todas las transacciones resultantes al tipo de cambio “fijo”. En esta forma, las reservas internacionales funcionaron absorbiendo los *shocks* de divisas (que provinieron sobre todo de las fluctuaciones de los precios del petróleo y de las variaciones de la tasa de interés externa). Además, dado que el gobierno típicamente funcionó con un superávit en divisas, esta práctica fue útil para incrementar las reservas internacionales sin intervenir directamente en el mercado.

Además, como parte de las consecuencias de la crisis, México enfrentó la necesidad de restablecer sus reservas internacionales a un nivel adecuado, por las razones que han sido ya explicadas. En julio de 1996, dada la estabilidad que el tipo de cambio exhibió durante la primera parte del año y que los capitales volvieron a fluir hacia México, la Comisión de Cambios consideró que las reservas de moneda extranjera en el banco central podían incrementarse sin causar perturbaciones en el mercado de divisas. Aunque la Comisión consideró apropiado acumular una cantidad más grande de reservas internacionales, también enfatizó que esta acumulación tendría que hacerse sin afectar el comportamiento del tipo de cambio flotante y sin enviar algún tipo de señales al mercado que pudiera interpretarse como niveles deseados del tipo de cambio. Además, era importante que la forma en el cual la acumulación de reservas tendría lugar alentaría las compras de dólares cuando hubiera un exceso de oferta de divisas, y desalentaría aquellas compras cuando hubiera un exceso de demanda.

El esquema que se adoptó para alcanzar estos objetivos funcionó como sigue:

- 1) En el último día hábil de cada mes, el Banco de México subastaba los derechos de vender dólares al banco central (opciones de venta) entre las instituciones de crédito. Estos derechos se podían ejercer parcial o completamente dentro del mes siguiente de la subasta respectiva.

- 2) Los tenedores de estos derechos podían vender dólares al Banco de México al tipo de cambio interbancario publicado el día previo al último día hábil de cada mes, si el tipo de cambio no es más alto que el tipo de cambio promedio durante los 20 días hábiles previos a la fecha en el cual estos derechos se ejercieron.
- 3) La expansión de la base monetaria causada por el Banco de México se esterilizaba completamente. Por lo tanto, la evolución de la oferta de base monetaria en ninguna forma era afectada por las operaciones antes mencionadas.

El mecanismo descrito entró en operación en agosto de 1996. En este mes, la cantidad total de opciones de venta que fueron subastados se ejercieron. Por lo tanto, el banco central compró 130 mdd de los bancos comerciales. A la luz de la aceptación de este mecanismo entre los bancos, y de los resultados favorables de la primera colocación de opciones, a fines de agosto la Comisión de Cambios decidió incrementar la cantidad de derechos a subastarse mensualmente a 200 mdd, y a 300 mdd en diciembre. En febrero de 1996, la Comisión de Cambios decidió que, a partir de este mes, en caso de que antes del 16 de cada mes, 80 por ciento o más de las opciones mensuales se ejercieran, una nueva subasta de opciones inmediatamente tendría lugar, duplicando, por lo tanto, la potencial acumulación de reservas mensuales. En julio de 1997, la subasta se incrementó a 500 mdd y en octubre se redujo a 400 mdd y a 250 en noviembre. Durante 1998, este mecanismo se suspendió de octubre a diciembre debido a la extrema turbulencia experimentada en el mercado de divisas. Este mecanismo logró su objetivo primario de acumulación de reservas internacionales sin interferir con el funcionamiento del tipo de cambio libremente flotante, y evitando una mala interpretación de la intervención de la autoridad monetaria en el mercado de divisas.

La teoría y la práctica han mostrado que la acumulación de reservas a través de este mecanismo es suficientemente neutral a los cambios en la volatilidad y en la tendencia del tipo de cambio. Por lo tanto, su establecimiento no envía algún tipo de señales respecto a las preferencias del banco central hacia cambios en el tipo de cambio o su volatilidad (Werner y Milo 1998).

En varias ocasiones bajo el régimen de tipo de cambio flotante, cuando la moneda doméstica experimentó agudas depreciaciones, la liquidez en el mercado de divisas prácticamente se secó. Bajo tales circunstancias, pequeños cambios en la demanda de divisas dirige a depreciaciones desproporcionadas del peso. Estas condiciones podrían dirigir a espirales devaluatorias que pueden afectar seriamente a la inflación y a las tasas de interés. Para moderar estas situaciones extremas, en febrero de 1977 se introdujo un esquema contingente de dólares. Según este esquema, el Banco de

México subastó cada día 200 mdd a un precio mínimo que está 2 por ciento arriba del tipo de cambio del día precedente. Este esquema no se propuso defender niveles específicos del tipo de cambio, sino sólo moderar la volatilidad del tipo de cambio restableciendo un nivel mínimo de liquidez en tiempos de tensión.

Adicionalmente, debe puntualizarse que, vendiendo dólares a través de subastas y evitando la defensa de niveles específicos del tipo de cambio, el tipo de cambio alcanzará rápidamente la etapa donde la oferta y la demanda de divisas alcancen el equilibrio. Además, es posible que, simplemente sugiriendo que el banco central podría estar dispuesto a vender 200 mdd, sujeto a que el tipo de cambio se deprecie 2 por ciento de más durante el día, la probabilidad de espirales devaluatorias se reduciría.

Como resultado de la volatilidad del mercado internacional generada por las crisis asiática, rusa y brasileña, este mecanismo se activó en varias ocasiones. El mecanismo de venta contingente de dólares del Banco de México promovió una estabilidad más grande y orden en el mercado de divisas sin haber comprometido una cantidad excesiva de reservas internacionales durante este periodo, probando que es un mecanismo adecuado para reducir la volatilidad en el mercado de divisas.

Ahora bien, por lo que respecta a la balanza comercial, su principal característica durante 1995 fue el surgimiento de un considerable superávit comercial (7 mil 89 mdd), el cual contrastó notablemente con el déficit de 18 mil 464 mdd de 1994 y, de hecho, fue el primer superávit anual que se obtuvo desde 1989. Ello resultó principalmente del acelerado crecimiento de las exportaciones de mercancías (79 mil 542 mdd)<sup>7</sup> (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). A su vez, esta expansión favorable de las exportaciones es atribuible al rápido crecimiento de las ventas de manufacturas al exterior (tanto del sector maquilador como del no maquilador).

Las exportaciones manufactureras totales ascendieron a 66 mil 558 mdd con un crecimiento de 32.1 por ciento; el crecimiento del valor de las exportaciones manufactureras del sector no maquilador (de 46.9 por ciento) fue muy superior al del maquilador (18.4 por ciento). El resto de las exportaciones de mercancías —petroleras, agropecuarias y extractivas no petroleras—, también mostraron aumentos muy importantes durante 1995.<sup>8</sup> Como se señaló antes, el principal renglón de las

---

<sup>7</sup> Esta cifra significó un crecimiento de 30.6 por ciento con respecto a la de 1994, la tasa de crecimiento más alta registrada desde 1980. Por su parte, las exportaciones no petroleras crecieron 33.1 por ciento, que fue la tasa de variación anual más elevada de los últimos veintidós años (IABM 1995).

<sup>8</sup> Las exportaciones petroleras sumaron 8 mil 423 mdd, monto 13.1 por ciento superior al de 1994. Esa evolución se explica por el incremento de las ventas de petróleo crudo, resultado de un precio promedio más elevado para la mezcla mexicana, precio que pasó de 13.88 dólares por barril en 1994 a 15.71 dólares en 1995. El resto de las exportaciones petroleras aumentaron 22.2 por ciento, como resultado de una mejoría en los precios internacionales, así como por mayores volúmenes enviados al exterior (IABM 1995).

exportaciones de mercancías fue el de bienes manufacturados (83.7 por ciento de participación en el total); le siguieron la participación de las petroleras (10.6 por ciento), agropecuarias (5.0 por ciento) y extractivas no petroleras (0.7 por ciento).

Por su parte, el valor de las importaciones de mercancías fue de 72 mil 453 mdd, el cual representó una disminución de 8.7 por ciento con respecto a 1994. La caída de las importaciones en 1995 está vinculada a la contracción de la demanda agregada y de la producción, al aumento del precio relativo de los bienes de origen extranjero y, en última instancia, por la reducción de los flujos de capital del exterior.<sup>9</sup>

Asimismo, de los tres principales rubros en que se clasifican las importaciones de mercancías (bienes intermedios, de consumo y de capital), el de insumos intermedios fue el único que en 1995 mostró una variación positiva (3.4 por ciento). Por ejemplo, las importaciones de bienes de capital disminuyeron en el agregado 34.7 por ciento; no obstante estas importaciones de bienes de capital llevadas a cabo por unidades productivas orientadas a la exportación mostraron una tasa de crecimiento positiva (e incluso elevada) de 33.4 por ciento. En contraste, las importaciones de bienes de inversión realizadas por empresas con orientación al mercado interno se redujeron 48.8 por ciento. Estas cifras indican que el sector exportador continuó invirtiendo de manera significativa para incrementar su capacidad productiva. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo se redujeron 43.9 por ciento.

El déficit de la cuenta corriente, medido como proporción del PIB, se redujo de 7.8 puntos porcentuales en 1994 a solamente 0.3 puntos porcentuales en 1995. Este decremento, equivalente a 7.5 puntos porcentuales del PIB, fue determinado por la disminución del consumo, tanto gubernamental (de 1.2 puntos porcentuales) como del sector privado (de 2.7 puntos porcentuales), y la caída de la formación bruta de capital, tanto del sector público como del privado, de 0.5 y 3.5 puntos porcentuales del PIB, respectivamente.

En síntesis, durante 1995 la balanza comercial se caracterizó por un mayor dinamismo de las exportaciones de mercancías, especialmente de las no petroleras; una contracción de las importaciones totales, a pesar del rápido crecimiento de aquellas asociadas con la actividad exportadora; y un cuantioso superávit. Asimismo, contribuyó a la virtual desaparición del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. En un nivel más amplio, el país inició la reconstitución de sus reservas internacionales y retornó gradualmente, a partir del segundo trimestre del año, a los mercados financieros internacionales.

En 1996 la balanza comercial alcanzó un superávit de 6 mil 531 mdd, el cual

---

<sup>9</sup> A pesar de esta caída, el valor de las importaciones de mercancías en ese año fue significativamente superior (en 10.8 por ciento) al registrado en 1993.

resultó ligeramente inferior al de 7 mil 89 mdd observado en 1995. El valor de las exportaciones de mercancías sumó 96 mil mdd, lo que se tradujo en un crecimiento de 20.7 por ciento en relación con el año previo, en tanto que las importaciones ascendieron a 89 mil 469 mdd, cifra 23.5 por ciento superior a la observada en 1995 (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). Este crecimiento de las exportaciones fue significativo (20.7 por ciento), aunque más bajo que el del año previo. A este respecto, es importante señalar que la experiencia histórica de muchos países muestra que los elevados ritmos de crecimiento de las exportaciones, como el que se observó en México en 1995, no son sostenibles en el mediano plazo. Un elemento importante que hay que tener presente es la ocurrencia del agudo ajuste cambiario y un mercado interno muy deprimido que favorecieron el crecimiento inusitado de las exportaciones en 1995.<sup>10</sup>

Este crecimiento de las exportaciones tuvo su origen principalmente en el desempeño de los sectores manufacturero y petrolero. El valor de las exportaciones manufactureras ascendió a 80 mil 305 mdd, lo que representó un aumento de 20.7 por ciento con respecto a su nivel del año anterior. En 1996, al igual que en 1995, las exportaciones originadas en el sector no maquilador crecieron a una tasa superior a la correspondiente al sector maquilador (22.4 por ciento y 18.7 por ciento, respectivamente).<sup>11</sup>

El principal renglón dentro de las exportaciones de mercancías fue el de bienes manufacturados (83.7 por ciento de participación en el total); le siguieron las petroleras (12.1 por ciento), las agrícolas (3.7 por ciento) y las extractivas no petroleras (0.5 por ciento).

Por su parte, el valor total de las importaciones de mercancías ascendió a 89 mil 469 mdd (23.5 por ciento de incremento con respecto al año previo) (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). Esta recuperación se debió a la reactivación del crecimiento económico, al dinamismo exportador y al superávit en la cuenta de capi-

---

<sup>10</sup> Se ha argumentado que este dinamismo que mostraron las exportaciones de mercancías en 1996, representa la continuación de la “importante expansión” que han tenido durante el periodo 1985-1996; además de que esta evolución “es notable” si se le compara con la de los principales países exportadores del mundo. Ello se nos ejemplifica con el crecimiento del volumen de las exportaciones no petroleras de México, la cual superó al de los “tigres del este asiático” (Corea del Sur, Singapur, Hong Kong y Taiwán). Asimismo, este resultado se atribuye a “los beneficios que ha redituado a México la apertura comercial, la negociación de tratados de libre comercio y el cambio estructural en su economía.” (IABM 1996).

<sup>11</sup> Durante 1996, las exportaciones de productos petroleros fueron beneficiados por las condiciones favorables del mercado internacional del petróleo. El valor total de estas ventas sumó en el año 11 mil 654 mdd, 38.4 por ciento mayor al alcanzado en 1995, como resultado de un precio promedio de la mezcla de crudo mexicano de exportación de 18.94 dólares por barril —mayor en 3.23 dólares que el de 1995— y un aumento en el volumen exportado de 19.7 por ciento (IABM 1996).

tal. Otro factor explicativo fue una mayor erogación en la importación de productos agropecuarios, como consecuencia de precios internacionales más elevados y de la escasa producción interna de ciertas mercancías causada por la sequía (IABM 1996).

Durante 1996, se importaron bienes intermedios por 71 mil 890 mdd, 23.1 por ciento más que en el año anterior. La recuperación de las adquisiciones en el exterior de esos bienes se originó tanto por el dinamismo exportador, como por la recuperación de la producción orientada al mercado interno. Las importaciones de insumos efectuadas por las empresas que canalizan principalmente su producción al mercado interno crecieron 25.7 por ciento. Por su parte, las adquisiciones en el exterior de bienes intermedios realizadas por las empresas exportadoras aumentaron 21.9 por ciento. Estos resultados difieren un tanto de los obtenidos en 1995. Si bien en ese año las importaciones de insumos utilizados en la producción para la exportación mostraron un elevado incremento, la importación de insumos utilizados en la producción para el mercado interno mostró una contracción. El incremento de las importaciones de insumos en 1996, se explica en parte por las mayores importaciones de productos agrícolas que en su mayoría son bienes intermedios.

La importación de bienes de capital ascendió a 10 mil 922 mdd, con un crecimiento de 25.6 por ciento con respecto al año previo. Las importaciones de ese tipo de bienes tanto por las empresas exportadoras como por las no exportadoras, registraron el mismo incremento porcentual de 25.6 por ciento. Este resultado es indicativo de que en 1996 la reactivación del gasto de inversión fue también inducida por el sector que orienta su producción fundamentalmente al mercado interno.

El aumento en los años previos de las importaciones de bienes de capital de las empresas exportadoras y, en general, la modernización de éstas, hicieron predecible que las firmas contarían con la capacidad de oferta suficiente para sostener un ritmo favorable de crecimiento de sus exportaciones. De hecho, el Banco de México sostiene que en el último decenio hubo un rápido desarrollo de la capacidad de exportación de mercancías por parte de la economía, el cual fue un resultado atribuible al proceso de inversión de las empresas exportadoras. También propiciadas, en esta óptica, “por las expectativas de rentabilidad que fueron surgiendo gracias a la política de apertura comercial y a otras medidas de cambio estructural” (IABM 1996).

En resumen, durante 1996 la balanza comercial presentó las siguientes características: las exportaciones manufactureras mantuvieron un importante dinamismo; las exportaciones petroleras lograron un incremento sustancial, dados los aumentos en el volumen exportado y en el precio de la mezcla de exportación; las importaciones se recuperaron, incentivada por el superávit en la cuenta de capital; y un superávit elevado, aunque menor, que el del año previo.

En 1997 la balanza comercial registró nuevamente un superávit (624 mdd) (ver

cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). El valor de las exportaciones de mercancías ascendió a 110 mil 431 mdd, monto 15 por ciento superior al observado en 1996 (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). Por su parte, el valor de las importaciones de mercancías fue de 109 mil 808 mdd, lo que significó un aumento de 22.7 por ciento con respecto al nivel del año anterior (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). La favorable evolución de las exportaciones se debió al comportamiento de las ventas al exterior de productos no petroleros, toda vez que las exportaciones petroleras sufrieron una disminución. Mientras el crecimiento de las exportaciones no petroleras fue de 17.5 por ciento, la contracción de las petroleras fue de 2.8 por ciento.

Las exportaciones manufactureras sumaron 94 mil 802 mdd en 1997, lo que implicó un crecimiento de 18.1 por ciento con relación al año previo, y representaron el 85.8 por ciento de las exportaciones totales, lo que constituye el nivel histórico más alto alcanzado por esa variable (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). El favorable desarrollo de este renglón respondió fundamentalmente a la expansión continuada de la economía de Estados Unidos —nuestro principal socio comercial— y al dinámico proceso de inversión en el sector en los últimos años, que permitió a las empresas nacionales colocar una cantidad creciente de sus productos en el exterior en términos competitivos. Las ventas al exterior del sector maquilador aumentaron en el año 22.3 por ciento, mientras que las de la industria no maquiladora lo hicieron en 14.4 por ciento.<sup>12</sup> La composición de las exportaciones totales estuvo dominada por los bienes manufacturados (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”).

Por su parte, se mantuvo la recuperación de las importaciones de mercancías. Las principales causas de ese comportamiento fueron que a lo largo del año se observó un mayor ritmo de actividad económica, continuó el dinamismo exportador y se registró una apreciación del tipo de cambio real. El mayor nivel de las importaciones en 1997 también fue consecuencia del superávit que arrojó en el año la cuenta de capital de la balanza de pagos. Este mismo factor condujo a la apreciación del tipo de cambio real. El valor de las importaciones de mercancías ascendió a 109 mil 809 mdd (ver

---

<sup>12</sup> En 1997 la evolución de las exportaciones petroleras estuvo sujeta a dos factores que ejercieron influencia en direcciones opuestas. Por un lado, las condiciones prevaletentes en el mercado internacional del petróleo determinaron una disminución significativa en el precio del crudo. Por otro lado, México logró un aumento importante en el volumen exportado, lo que permitió compensar al menos parcialmente el efecto del menor precio. Así, el valor de las exportaciones petroleras ascendió a 11 mil 323 mdd, monto 2.8 por ciento menor al registrado en 1996. El precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación en 1997 fue de 16.47 dólares por barril, nivel 2.47 dólares más bajo que el observado un año antes. El volumen exportado de crudo en 1997 fue de 1.72 millones de barriles diarios, lo que representó un aumento de 11 por ciento con respecto al del año previo (IABM 1997).

cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”), cifra que representó un aumento de 22.7 por ciento con referencia al monto de 1996. Esta tasa fue ligeramente menor a la observada en este último año (23.5 por ciento).

La importación de bienes intermedios en 1997 llegó a 85 mil 366 mdd, con un incremento de 18.7 por ciento con relación al año previo. La adquisición de insumos en el exterior por parte de las empresas exportadoras creció en el año 19.6 por ciento, en tanto que la efectuada por las demás empresas lo hizo en 16.9 por ciento. Es decir, en 1997 la recuperación de la producción fue compartida por ambos tipos de empresas.

Por su parte, las importaciones de bienes de capital ascendieron a 15 mil 116 mdd, cifra 38.4 por ciento superior a la registrada el año anterior. Este crecimiento fue el resultado de mayores gastos de inversión tanto por parte de las empresas exportadoras, como de aquellas que destinan principalmente su producción al mercado interno. Las importaciones de bienes de capital correspondientes al primero de esos grupos crecieron 29.5 por ciento, en tanto que las correspondientes al segundo aumentaron 43.2 por ciento. En el periodo 1995-97 casi tres quintas partes de las importaciones totales de mercancías estuvieron vinculadas a la actividad exportadora.

La cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un déficit de 7 mil 448 mdd en 1997, equivalente a 1.8 por ciento del PIB. Al igual que en 1996, durante 1997 la evolución del comercio exterior fue el renglón que más influyó en el resultado de la cuenta corriente. La disminución del superávit comercial con relación a 1996 es un resultado lógico si se toma en cuenta que durante 1997 se consolidaron la recuperación económica y las entradas netas de capital del exterior.

La combinación de un déficit de 7 mil 448 mdd en la cuenta corriente, de un superávit de 15 mil 411 mdd en la cuenta de capital, de ajustes negativos por la valuación de las reservas por 18 mdd y de una entrada de recursos por 2 mil 549 mdd en el rubro de errores y omisiones, dieron lugar a un incremento de las reservas internacionales netas del Banco de México por 10 mil 494 mdd durante 1997. Con esto, el saldo de estas reservas al 31 de diciembre de 1997 llegó a 28 mil 3 mdd, en tanto que el de los activos internacionales netos cerró en 19 mil 824 mdd.

En una apretada síntesis, durante 1997 la balanza comercial fue superavitaria; las exportaciones no petroleras se comportaron con dinamismo, particularmente las manufactureras; el valor de las exportaciones petroleras cayeron como consecuencia de disminuciones de los precios internacionales del crudo; el ritmo de crecimiento de las importaciones de mercancías fue elevado, en respuesta a importantes entradas de capital, un mayor ritmo de actividad económica, dinamismo exportador y apreciación del tipo de cambio real.

En 1998 la balanza comercial registró un déficit de 7 mil 742 mdd (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). El valor de las exportaciones de mercancías ascendió

a 117 mil 500 mdd, con un crecimiento de 6.4 por ciento con respecto a 1997. Por su parte, las importaciones de mercancías sumaron 125 mil 242 mdd, nivel 14.1 por ciento superior al de 1997 (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”).

Si bien durante 1998 el total de exportaciones creció a una “tasa razonable”, no todos sus componentes lo hicieron a igual ritmo: las ventas al exterior de productos no petroleros mantuvieron su expansión, mientras que el valor de las exportaciones petroleras reportó una fuerte caída. El valor de las exportaciones no petroleras creció 11.3 por ciento, en tanto que el de las petroleras se redujo 36.9 por ciento. Con ello, el crecimiento anual de las exportaciones totales resultó de 6.4 por ciento, tasa inferior a la del año previo (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”).<sup>13</sup>

En este mismo año, el valor de las exportaciones manufactureras sumó 105 mil 933 mdd, con un crecimiento de 11.7 por ciento en relación al año previo. En cuanto a sus principales componentes, las ventas al exterior del sector maquilador crecieron 17 por ciento, mientras que las del sector no maquilador lo hicieron en 6.9 por ciento. Las exportaciones manufactureras alcanzaron 90.2 por ciento de las exportaciones totales, lo que representó históricamente la participación más alta.

Como ya se indicó, el principal rubro de la exportación de mercancías en 1998 fueron las de bienes manufacturados. El valor de las exportaciones totales se desglosa como sigue: bienes manufacturados, 90.2 por ciento; productos petroleros, 6.1 por ciento; bienes agropecuarios, 3.3 por ciento; y productos extractivos no petroleros, 0.4 por ciento.

En 1998 las exportaciones totales de México y, particularmente, las de productos no petroleros, registraron una de las tasas de crecimiento más altas de la economía mundial. No obstante, en este año el crecimiento de las exportaciones no petroleras fue más bajo que el de 1997. Los principales factores que explican dicha desaceleración fueron la pérdida de fortaleza de la demanda externa hacia finales del año; una caída de los precios de una diversidad de productos manufacturados exportados; y una mayor competencia en los mercados del exterior por parte de los exportadores de Asia.

En 1998 la economía de Estados Unidos registró un elevado crecimiento económico. No obstante, sus importaciones perdieron fuerza, lo que afectó las exportaciones no petroleras de México a ése mercado. Asimismo, el valor unitario (en dólares corrientes) de las exportaciones no petroleras mexicanas, particularmente de las correspondientes a bienes manufacturados, mostró una tendencia a la baja.

---

<sup>13</sup> Durante 1998, el mercado internacional del petróleo mostró una considerable sobreoferta de crudo, la cual se originó, por un lado, en aumentos de la producción de varios países y, por el otro, en una demanda deprimida del energético causada por la inusitada debilidad de la actividad económica en ciertas partes del mundo, especialmente en Asia.

Por su parte, en la evolución de las importaciones de mercancías incidieron la expansión de la actividad económica y de la demanda interna; el dinamismo mostrado por el gasto de inversión del sector privado; el aumento de las exportaciones manufactureras (que, por supuesto, requirieron de insumos del exterior); y el financiamiento externo disponible. Así, en 1998 el valor de las importaciones totales de bienes fue de 125 mil 242 mdd, con un incremento anual de 14.1 por ciento, tasa significativamente más baja que la registrada en 1997 (de 22.7 por ciento). La desaceleración de las compras del exterior durante el segundo semestre del año fue un reflejo de un menor crecimiento económico en el país, menor disponibilidad de financiamiento externo, depreciación del tipo de cambio y elevación de las tasas de interés.

En 1998, las importaciones de bienes intermedios sumaron 96 mil 805 mdd, monto 13.4 por ciento superior al del año previo. Este crecimiento se originó más en las importaciones de insumos efectuadas por las empresas exportadoras que en aquellas que orientan su producción al mercado interno. Las adquisiciones en el exterior de bienes intermedios por esos dos grupos de empresas aumentaron 14.2 y 11.5 por ciento, respectivamente.

El valor de las importaciones de bienes de capital ascendió a 17 mil 329 mdd, lo que significó un crecimiento anual de 14.6 por ciento. Este fenómeno fue fundamentalmente reflejo del dinamismo de la inversión del sector privado. Las compras en el exterior de estos bienes por las empresas exportadoras aumentaron 10.6 por ciento, mientras que las realizadas por el resto de las empresas lo hizo en 16.6 por ciento. En 1998, al igual que en los tres años previos, tres quintas partes de las importaciones totales de mercancías estuvieron vinculadas a la actividad exportadora.

En 1998 la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un déficit de 15 mil 786 mdd (equivalente a 3.8 por ciento del PIB), que fue financiado prácticamente en su totalidad con recursos de largo plazo. La evolución de la balanza comercial influyó de manera importante en el resultado de la cuenta corriente. La variación del saldo comercial de 1997 a 1998 explica prácticamente la totalidad del aumento en el déficit corriente. En particular, la caída en el valor de la exportación petrolera influyó de manera importante en la ampliación de dicho déficit.

En resumen, la combinación en 1998 de un déficit en la cuenta corriente por 15 mil 786 mdd, un superávit en la cuenta de capital por 16 mil 230 mdd y una entrada neta de recursos en el renglón de errores y omisiones por 1,695 mdd, resultaron en un incremento de las reservas internacionales netas del Banco de México de 2 mil 137 mdd. Con ello, al cierre del año el saldo de las reservas internacionales netas se ubicó en 30 mil 140 mdd, el nivel histórico más alto observado para un final de ejercicio. Por su parte, el saldo correspondiente a los activos internacionales netos alcanzó al cierre del año 23 mil 480 mdd.

En forma abreviada, durante 1998 hubo un crecimiento significativo de las exportaciones totales, originado por la expansión ininterrumpida de las exportaciones no petroleras, en particular de las manufacturas, y un elevado crecimiento de las exportaciones no petroleras. No obstante, este crecimiento se desaceleró en la segunda mitad del año, debido a un cierto debilitamiento de la demanda externa y a disminuciones de los valores unitarios de una diversidad de bienes de exportación. Además, se presentó una importante caída del valor de las exportaciones petroleras, a consecuencia del drástico descenso que registró el precio internacional del petróleo. La desaceleración de las importaciones resultó más marcada en las compras de bienes de consumo y de capital; la balanza comercial arrojó un saldo deficitario; el déficit de la cuenta corriente como proporción del PIB fue moderado, financiándose prácticamente en su totalidad con recursos de largo plazo.

En 1999 la balanza comercial registró un déficit de 5 mil 361 mdd, lo cual implicó un descenso de 32.3 por ciento con respecto al déficit de 7 mil 913 mdd de 1998 (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). El valor de las exportaciones de mercancías ascendió a 136 mil 703 mdd y el de las importaciones a 142 mil 64 mdd (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). Las exportaciones crecieron más aceleradamente que las importaciones (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). Este crecimiento de las exportaciones fue de 16.4 por ciento y resultó superior al del año previo (6.4 por ciento), y fueron impulsadas por sus dos componentes: productos no petroleros (14.9 por ciento) y petroleros (39.1 por ciento).

Las exportaciones de bienes manufacturados mostraron un importante dinamismo: su valor ascendió a 122 mil 186 mdd, con un incremento anual de 15.2 por ciento. Este crecimiento fue estimulado tanto por la expansión sostenida de la economía de Estados Unidos, así como por el intenso proceso de inversión que ha tenido lugar en los últimos años en el sector manufacturero exportador (IABM 1999). Las exportaciones del sector maquilador se incrementaron 20.1 por ciento, mientras que las de las empresas manufactureras no maquiladoras lo hicieron en 10.3 por ciento.<sup>14</sup>

La conformación de la estructura del valor de las exportaciones de mercancías en 1999 fue la siguiente: bienes manufacturados, 89.4 por ciento; productos petroleros, 7.3 por ciento; bienes agropecuarios, 3 por ciento; y productos extractivos no petroleros, 0.3 por ciento.

---

<sup>14</sup> La tendencia descendente de los precios internacionales del petróleo, vigente a lo largo de 1998, continuó hasta principios de 1999, no obstante las medidas adoptadas por varios países productores para reducir la oferta mundial del energético. En 1999 el valor de las exportaciones petroleras ascendió a 9 mil 920 mdd, lo que implicó un incremento de 39.1 por ciento con respecto al nivel del año previo. En 1999, el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 15.62 dólares por barril, nivel 5.46 dólares superior al prevaleciente en 1998.

El crecimiento de las importaciones de mercancías fue más reducido que el de 1998, no obstante que durante el año tuvo lugar una reactivación de tales adquisiciones, repunte atribuible a la mejoría que fueron experimentando la actividad económica y la demanda interna, y por la expansión de las exportaciones manufactureras que incorporan insumos importados. El valor total de las importaciones de mercancías ascendió a 142 mil 64 mdd, monto 13.3 por ciento superior al del año precedente. Esta tasa fue menor que la de 14.2 por ciento observada en 1998.

Las importaciones de bienes intermedios registraron en 1999 un crecimiento anual de 12.8 por ciento. Tal evolución tuvo su origen en el dinamismo exportador y en la expansión de la producción para el mercado interno. Así, mientras que las importaciones de insumos efectuadas por empresas exportadoras aumentaron 14.8 por ciento, las llevadas a cabo por el resto de las empresas lo hicieron en 8.2 por ciento. El 71 por ciento de las importaciones totales de bienes intermedios realizadas en el año se utilizó para la producción de bienes que posteriormente se exportaron.

El renglón de importaciones más dinámico en 1999 fue el de bienes de capital, cuya expansión es atribuible al gasto de inversión de las empresas, tanto exportadoras como no exportadoras. De hecho, este rubro de importación fue el único que registró un mayor crecimiento que en 1998. Estas adquisiciones sumaron 20 mil 530 mdd, monto 18.5 por ciento superior al correspondiente de 1998 (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”).

El saldo deficitario de la cuenta corriente de la balanza de pagos de México fue menor que en 1998, tanto medido en dólares corrientes como en proporción del PIB. Este saldo deficitario resultó de 14 mil 13 mdd, equivalente al 2.9 por ciento del PIB y fue más reducido que el registrado en el año previo, de 15 mil 726 mdd (3.7 por ciento del PIB). El déficit de la cuenta corriente de 1999 se financió primordialmente con recursos de largo plazo; en particular, la inversión extranjera directa cubrió un poco más de cuatro quintas partes de dicho déficit.

En 1999 la combinación de un déficit en la cuenta corriente por 14 mil 13 mdd, un superávit en la cuenta de capital por 14 mil 142 mdd y una entrada neta de recursos en el renglón de errores y omisiones por 463 mdd, resultó en un incremento de 594 mdd en las reservas internacionales netas del Banco de México. Así, al 31 de diciembre de 1999 el saldo de las reservas internacionales netas cerró en 30 mil 733 mdd, en tanto que el de los activos internacionales netos ascendió a 27 mil 380 mdd. Así, los saldos correspondientes a ambas definiciones de reservas se ubicaron en sus niveles históricos más elevados de cierre de año.

En síntesis, durante 1999 hubo un desempeño positivo de las exportaciones de mercancías (su crecimiento anual superó al de 1998), resultado que se apoyó en el dinamismo de las exportaciones de productos no petroleros, las cuales se beneficia-

ron de la expansión de la economía de Estados Unidos; se recuperó el valor de las exportaciones petroleras, inducida por el repunte del precio internacional del crudo; y hubo un menor crecimiento de las importaciones de mercancías que en 1998. Habiéndose debilitado la demanda de importaciones de mercancías durante la segunda mitad de 1998 y el primer trimestre de 1999, ésta se reactivó a partir del segundo trimestre. Esta evolución fue reflejo del fortalecimiento de la actividad productiva y de la demanda interna, así como de la expansión de las exportaciones manufactureras que requieren insumos importados. Además, se dio una contracción del déficit comercial con respecto a su nivel de 1998, y el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue moderado.

El déficit de la balanza comercial resultó en el año 2000 de 8 mil 49 mdd, monto 44.2 por ciento superior al de 1999 (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). La ampliación de este saldo deficitario es consecuencia de que la demanda interna creció a un ritmo muy superior al del producto. No obstante, el elevado precio internacional del petróleo que prevaleció a lo largo del año mitigó la ampliación del déficit comercial total. Así, en el 2000 el déficit comercial no petrolero se ubicó en 22 mil 610 mdd.

El crecimiento de las exportaciones totales resultó ligeramente menor que el de las importaciones (ver cuadro 2 “Balanza comercial, 1995-2000”). En el resultado anterior fueron determinantes, por un lado, la expansión de la economía de Estados Unidos y, por otro, los elevados precios del petróleo en los mercados internacionales. Los altos precios internacionales del petróleo que prevalecieron durante el 2000 permitieron que el valor de las exportaciones petroleras de México creciera 65 por ciento en relación con el observado en 1999.

En las exportaciones no petroleras destaca que las exportaciones de bienes manufacturados continuaron mostrando un desempeño favorable, resultado compartido tanto por las exportaciones del sector maquilador como por las del no maquilador. Sin embargo, en los últimos meses del año se desaceleró de manera significativa el crecimiento de las exportaciones manufactureras no maquiladoras. En particular, se redujo el número de productos con tasas positivas de incremento anual, mientras que aumentó el de aquéllos con tasas negativas. Lo anterior se explica en lo fundamental por la desaceleración de las ventas destinadas a Estados Unidos.

Las importaciones de mercancías crecieron a una tasa de 22.9 por ciento, significativamente más elevada que la del año anterior. El renglón de importaciones que mostró mayor incremento fue el de bienes de consumo, con una tasa de 37.1 por ciento, el cual se explica por el fuerte aumento que experimentó el consumo privado. Paradójicamente, las adquisiciones en el exterior de bienes de consumo también se vieron influidas al alza por otros dos factores: el incremento en el valor de las impor-

taciones de gasolina, como consecuencia en buena medida de precios internacionales del petróleo más elevados, y el notable aumento de las importaciones de vehículos.

Para el año 2000 en conjunto se observó un incremento significativo de las importaciones de bienes intermedios, debido principalmente a la fortaleza que mostró la producción interna y al vigoroso ritmo exportador. Finalmente, las importaciones de bienes de capital aumentaron en el año a una tasa anual similar a la de 1999. Ello, no obstante la expansión que experimentó la inversión del sector privado.

El incremento anual de la demanda de importaciones se desaceleró en el cuarto trimestre, desaceleración que resultó congruente con el debilitamiento de la actividad económica interna y de las exportaciones. Esta evolución incidió fundamentalmente en las compras de bienes intermedios en el exterior.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos superó en el 2000 al registrado en 1999, tanto medido en dólares como en proporción del PIB: cerró en 17 mil 690 mdd, lo que representó 3.1 por ciento del PIB. A partir del segundo trimestre del año, el saldo deficitario de la cuenta corriente se fue incrementando como reflejo de la expansión de la demanda interna.

Asimismo, el déficit de la cuenta corriente se financió fundamentalmente con recursos externos de largo plazo. La combinación de un déficit en la cuenta corriente por 17 mil 690 mdd, de un superávit en la cuenta de capital por 17 mil 920 mdd, más un flujo positivo en errores y omisiones por 2 mil 594 mdd, resultó en un incremento de las reservas internacionales netas por 2 mil 822 mdd. Así, al 31 de diciembre el saldo de las reservas internacionales netas sumó 33 mil 555 mdd, mientras que el de los activos internacionales netos se situó en 35 mil 629 mdd, siendo ambos niveles históricamente elevados.

En forma sintética, durante el año 2000 hubo un notable crecimiento de las exportaciones de mercancías, el crecimiento de las importaciones se dio a un ritmo más rápido que el observado en el año previo y el déficit comercial se amplió significativamente. Asimismo, las exportaciones no petroleras se vieron favorecidas por la expansión de la economía de Estados Unidos, mientras que el incremento del valor de las petroleras fue reflejo de los elevados precios del crudo prevalecientes en el mercado internacional durante la mayor parte del año. En los últimos meses del año se moderó el aumento de las exportaciones manufactureras, por la desaceleración que registró la economía estadounidense. La cuenta corriente de la balanza de pagos presentó un déficit moderado, pero más amplio que el registrado en 1999.

Por último, otros dos factores adicionales reflejaron la mayor estabilidad cambiaria: 1) el diferencial entre las cotizaciones de compra y venta de pesos por dólar en el mercado interbancario se redujo sustancialmente, y 2) los márgenes iniciales en los contratos a futuro del peso mexicano se ajustaron a la baja, al pasar de 15 mil a 8

mil 750 dólares por contrato de 500 mil pesos. Estos márgenes dependen de manera directa de la volatilidad observada en el tipo de cambio.<sup>15</sup>

## VOLATILIDAD CAMBIARIA Y TIPO DE CAMBIO REAL

De entrada, permítanme señalar que inmediatamente después de la adopción del tipo de cambio flotante, los movimientos en el tipo de cambio fueron, digamos, erráticos. Tuvieron lugar depreciaciones importantes. Para algunos especialistas, este comportamiento se explica completamente por la incertidumbre respecto a las medidas políticas que se iban a implementar, en respuesta a la crisis y al problema agudo de liquidez internacional que el país enfrentó desde principios de 1995. Luego, a partir de abril de 1995, después del anuncio del programa del FMI y del paquete de asistencia financiera internacional, el tipo de cambio peso-dólar se estabilizó y el mercado de divisas se mantuvo relativamente estable hasta octubre, cuando se inició otro episodio de alta volatilidad y fuertes depreciaciones. Otra vez, la principal razón de este episodio se atribuye a la incertidumbre respecto al programa económico (ahora de 1996) y la salud del sistema financiero. Una vez que estos temas se definieron, el mercado de divisas experimentó largos periodos de estabilidad que se interrumpieron temporalmente por ataques de volatilidad.

---

<sup>15</sup> Otros factores que demuestran la relativa estabilidad financiera de este periodo son los siguientes:

1) La banca recobró en este periodo su capacidad para renovar la mayoría de sus pasivos externos y contratar nuevos financiamientos. Ello hizo posible que las instituciones que usaron recursos del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), para hacer frente a vencimientos de deuda en moneda extranjera, hayan podido liquidar totalmente su adeudo con ese fideicomiso a inicios de septiembre.

2) La proporción de los inversionistas que acudían a la ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de TESOBONOS en moneda extranjera se redujo, lo cual sugería que quizá parte de los recursos pagados al vencimiento de los citados instrumentos se estaba reinvertiendo en el país. En los meses de julio y agosto se amortizaron las mayores cantidades de TESOBONOS vencidos.

3) México recobró su acceso (en el mes de mayo) a los mercados financieros internacionales, dado que algunas entidades del sector público colocaron deuda en los mercados del exterior.

4) En el periodo abril-agosto, el Banco de México logró acumular aproximadamente 8 mil 200 mdd en reservas internacionales, debido a que en ese lapso se redujeron sustancialmente las amortizaciones netas de deuda externa y a que pudieron atraerse recursos externos adicionales a los provenientes de las autoridades del exterior y de las instituciones multilaterales

5) La tasa de inflación mensual mostró una tendencia declinante de abril a agosto, desaceleración atribuible a la mayor estabilidad cambiaria, el bajo ritmo de actividad económica y la moderación de las revisiones salariales.

6) Las tasas de interés mostraron una tendencia a la baja, como resultado de la formación de expectativas de inflación a la baja. La tendencia a partir de abril de una inflación descendente permitió que se abatieran las expectativas inflacionarias, fenómeno se manifestó en caídas muy importantes de las tasas de interés (IABM 1995).

Werner (1997) y Cartens y Werner (1999) observan que, en general, la trayectoria del peso bajo el régimen de tipo de cambio flexible se asemeja mucho al que experimentaron otras monedas en flotación. Concretamente, la volatilidad del peso durante la flotación, después de la crisis de 1994-1995, ha sido similar al que experimentaron otras monedas con un régimen cambiario de flotación. Desde 1996, la instrumentación de políticas fiscal, monetaria y cambiaria que se califican como “prudentes” (o bien, como “consistentes”), los programas aplicados para reestructurar el sistema financiero y la acumulación de reservas internacionales por el Banco de México, restablecieron la confianza en el manejo macroeconómico y, como resultado, se observó un comportamiento “ordenado” del peso.

No obstante, la trayectoria del peso ha mostrado ciertos periodos de relativa tranquilidad que luego han dado lugar a periodos extremadamente volátiles. En el cuadro que abajo se reproduce se muestra la volatilidad del tipo de cambio para México, que comprende el periodo 1995-I a 1999-II. Es claro que el peso mexicano alterna, de tiempo en tiempo, entre episodios de relativa estabilidad (1996-I a 1997-I) y alta volatilidad (1998-II y 1999-I).

Para explicar el fenómeno de la volatilidad Bazdresch y Werner (2001) desarrollan un modelo monetario de determinación del tipo de cambio, aumentado con una prima de riesgo cambiario. Con esta prima de riesgo los cambios en las expectativas del mercado pueden verse autovalidadas y dar origen a equilibrios múltiples. El modelo tiene dos equilibrios, cada uno relacionado a una volatilidad cambiaria y depreciación distintas. La conclusión es, digamos, la esperada: una mayor volatilidad viene acompañada de una mayor depreciación.<sup>16</sup>

### VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO DEL PESO CON RESPECTO AL DÓLAR, 1995-1999 Volatilidad anualizada\*

1995	1995	1996	1996	1997	1997	1998	1998	1999	1999
I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
48.56%	17.60%	5.99%	5.31%	4.92%	10.69%	6.66	10.90%	9.87%	6.96%

\* La volatilidad se define como la variación estándar anualizada de las variaciones diarias del tipo de cambio.  
Fuente: Banco de México; Bazdresch y Werner (2001).

<sup>16</sup> La existencia de estos dos equilibrios lo constatan a partir del modelo. El comportamiento del peso lo describen simplemente diciendo que éste permanece la mayor parte del tiempo en el “buen equilibrio”, con saltos periódicos debido a presiones especulativas auto-realizadas, que están asociadas a movimientos transitorios hacia el “equilibrio malo” (Bazdresch y Werner 2001).

Además, en el comportamiento de la volatilidad del tipo de cambio del peso con respecto al dólar, para este periodo, se debe tener presente un *shock* exógeno de fundamental importancia: la crisis asiática.<sup>17</sup>

En efecto, la crisis de Asia impactó a ciertas economías (por ejemplo, las de América Latina), primero a través de su efecto sobre los precios de las materias primas, dañando las exportaciones y las finanzas públicas. Además, aquellos países que mantenían lazos comerciales cercanos con Asia, o que competían con las exportaciones asiáticas en terceros países, fueron afectados negativamente por la contracción de la demanda asiática y por la depreciación de la moneda de estos países. En el caso de México, la economía experimentó un deterioro marcado en sus términos de intercambio durante 1998 (5.5 por ciento), debido en su mayor parte a la caída en el precio del petróleo. Al principio de la crisis se pensó que, aunque la proporción del comercio exterior de México que se realizaba con los países en crisis era muy pequeña, los lazos indirectos con los países asiáticos, a través de la competencia con las exportaciones mexicanas en el mercado de Estados Unidos, no eran despreciables.

Aun cuando el impacto en las cuentas externas fue despreciable, la caída en los precios del petróleo afectó significativamente los ingresos públicos, dado que 36.4 por ciento de los ingresos del gobierno se obtuvieron del petróleo durante 1997. Por lo tanto, en este caso, la crisis de Asia, a través de su impacto en el precio del petróleo, sí afectó los fundamentos económicos de México. La pérdida de ingresos públicos representó un total de 1.3 por ciento del PIB.<sup>18</sup>

---

<sup>17</sup> En esta nota presento —con el propósito de ubicar en un contexto amplio el comportamiento del peso— las fechas clave de inicio de la llamada *crisis asiática*:

a) La crisis asiática se inició el 2 de julio de 1997, fecha de la devaluación del bath tailandés; la crisis rusa a partir del 17 de agosto de 1998, con la declaración de la moratoria de pagos; y la crisis brasileña el 13 de enero de 1999, cuando el real inició su transición a un régimen de tipo de cambio flotante.

b) La crisis de Malasia comenzó el 14 de julio de 1997; la crisis en Indonesia a partir del 14 de agosto; la crisis de Corea el 6 de noviembre del mismo año, y la crisis de Filipinas a partir del 11 de julio, también del mismo año. En Singapur la fecha de inicio de la crisis fue el 12 de julio.

c) Una segunda ronda de la crisis asiática comenzó con el ataque especulativo a la bolsa de valores de Hong Kong y al dólar de este país hacia el final de 1997. En los últimos meses de 1997 los mercados accionarios y cambiarios de la región, incluido Japón, sufrieron un segundo golpe. El won coreano y el yen japonés se depreciaron 40 por ciento y 10 por ciento, respectivamente, entre octubre y diciembre de 1997. En esas fechas Indonesia sufrió varios ataques, Corea pidió ayuda al FMI y el mercado accionario Han-Seng de Hong Kong se desplomó. A estos eventos se les ha denominado la “segunda ola” de la crisis asiática. Desde el punto de vista de los llamados mercados emergentes, fue después de estos sucesos que hubo un cambio sustancial en la percepción de la crisis asiática como un peligro sistémico, y que el contagio a otras economías tuviera más alcance. Durante este tiempo los tipos de cambio de las monedas de Brasil y Rusia fueron atacados por inversionistas extranjeros, quienes observaban desequilibrios considerados insostenibles, en cada uno de estos países. Sin embargo, ambos países lograron mantener sus esquemas cambiarios por algunos meses más.

<sup>18</sup> La política fiscal reaccionó ante la pérdida de ingresos derivada de la caída en el precio del petróleo (de un precio previsto de 15.5 dpb a un nivel de 10.16 dpb). Durante 1998, se aplicaron tres ajustes al presupuesto y se buscó reducir la evasión de impuestos. Estas medidas compensaron completamente la caída en los ingresos

Tanto la respuesta de política fiscal como también el reducido impacto de la crisis asiática sobre las cuentas externas de México, minimizaron el efecto de la crisis en la economía de país y, por lo tanto, en la volatilidad cambiaria. Sin embargo, durante agosto, el colapso del rublo ruso y la moratoria de la deuda de ese país tuvieron consecuencias serias sobre las llamadas economías emergentes. La moratoria rusa y la intensificación de las presiones especulativas en Brasil llevaron a una severa contracción de los flujos de capital hacia los llamados mercados emergentes, lo cual se reflejó en un aumento significativo de los *spreads* soberanos de la deuda de estas economías. Propiciado por la moratoria rusa, la moneda sufrió otro episodio de grandes depreciaciones y volatilidad de septiembre a noviembre de 1998. En efecto, el peso experimentó entonces una reacción excesiva (*overshooting*), que estuvo en proceso de corrección desde diciembre de 1998, con una pequeña interrupción debido a la devaluación del real brasileño.

La caída en los términos de intercambio de México y, más aún, el colapso de los mercados internacionales de capital propiciaron una importante depreciación del tipo de cambio. Dada la apertura de la economía mexicana, y la alta correlación histórica entre la depreciación del tipo de cambio y la inflación, estos movimientos cambiarios tuvieron un efecto inflacionario significativo. Más aún, una proporción importante del efecto de la caída del precio del petróleo sobre las finanzas públicas se compensó vía aumentos en los precios de los bienes y servicios suministrados por el sector público, complicando aún más el logro de la meta inflacionaria. La autoridad monetaria reaccionó a estas presiones endureciendo progresivamente la política monetaria, de tal forma que las tasas de interés de corto plazo pasaron de un mínimo de 17.75 por ciento en mayo de 1998 hasta un máximo de 41.33 por ciento en el punto más álgido de la crisis asiática.

A pesar de la crisis asiática, durante 1998-1999 la economía mexicana mostró un comportamiento favorable. Así, el PIB creció 4.8 y 3.7 por ciento, el empleo aumentó 7.8 y 6.1 por ciento,<sup>19</sup> las exportaciones subieron 11.3 y 14.9 por ciento, y las reservas internacionales se incrementaron. Sin embargo, dados los impactos inflacionarios descritos, la tasa de inflación se desvió 6.6 puntos porcentuales de su objetivo original de 12 por ciento en 1998 y en 1999 se cumplió con el objetivo de obtener una inflación menor que 13 por ciento.

---

públicos, e hicieron posible alcanzar un déficit de 1.24 por ciento del PIB, ligeramente inferior al programado. Este esfuerzo fiscal se realizó en adición a las medidas fiscales tomadas durante los últimos cuatro años para financiar los costos de la reforma al sistema de pensiones y los diversos programas encaminados hacia la reestructuración del sistema financiero. El ajuste fiscal resultó ser de extrema importancia, dado que durante la segunda mitad de 1998, el financiamiento internacional se colapsó y, consecuentemente, hubiera sido extremadamente costoso financiar un mayor déficit del sector público.

<sup>19</sup> Incremento porcentual en el número de trabajadores afiliados al IMSS.

Un punto que aquí se enfatiza respecto al vínculo entre la volatilidad cambiaria y el tipo de cambio real es el siguiente. El tipo de cambio flexible facilitó (o bien, en lo sucesivo, facilita) el ajuste del tipo de cambio real hacia su nivel de equilibrio cada vez que un *shock* externo justifique un nuevo equilibrio del propio tipo de cambio real, sin afectar seriamente la credibilidad de la autoridad monetaria.

Ello se puede ilustrar con la función que jugó el tipo de cambio durante 1998 con las monedas de Australia, Canadá y Nueva Zelanda. Según Bazdresch y Werner (2000), estas economías pequeñas y abiertas fueron severamente afectadas por el deterioro de los términos de intercambio de sus economías y por la caída en la demanda de los países asiáticos. Como una reacción a estas perturbaciones (digamos, a estos *shocks*) las monedas de estos países sufrieron depreciaciones importantes. Estos movimientos en el valor de sus monedas sirvieron para mitigar (o bien, disminuir) el efecto real de tales perturbaciones. Además, un fenómeno similar se dio en México, al caer los términos de intercambio del país en 5.5 por ciento y cerrarse las puertas de los mercados financieros internacionales para las llamadas economías emergentes. Por lo tanto, en teoría, ambas perturbaciones deben depreciar el tipo de cambio real de equilibrio, justificando la depreciación nominal observada.

Por lo tanto, se considera que estos movimientos en el tipo de cambio real fueron útiles para minimizar los efectos de los *shocks* en la economía. Durante 1998, el PIB de México creció 4.8 por ciento, sólo 0.2 por ciento por debajo de la tasa de crecimiento esperada al principio del año, en parte debido al crecimiento importante de las exportaciones no petroleras (11.3 por ciento).

No obstante, dado que México tiene una historia de alta inflación, y considerando que históricamente se observa una alta correlación entre la inflación y la depreciación del tipo de cambio, las expectativas de inflación se deterioraron de inmediato. Por lo tanto, el costo inflacionario de lograr la corrección en el tipo de cambio real fue de alrededor de 2.2 puntos porcentuales (Bazdresch y Werner 2000). Por otra parte, la depreciación nominal necesaria para lograr el mismo movimiento en el tipo de cambio real tuvo que ser significativamente más grande que las observadas en los demás países considerados (ESPMBM 1999).

Bazdresch y Werner (2000) hacen también una comparación de la velocidad del *passtrough* en México y Australia, para ilustrar el problema que tiene México debido a su historia de alta inflación.<sup>20</sup> Aun cuando el efecto de largo plazo de una depreciación del tipo de cambio en los precios no controlados es del mismo orden de magnitud en México y Australia (una depreciación de 1 por ciento se traduce en inflación de 0.66 por ciento en México y de 0.44 por ciento en Australia), en México la mitad

---

<sup>20</sup> El periodo de observación comprende del primero de enero de 1996 al 10 de junio de 1999.

de este efecto se da después de dos trimestres, y 82 por ciento se manifiesta antes de un año. En contraste, en Australia, sólo 7 por ciento del efecto tiene lugar en dos trimestres y sólo 14 por ciento en un año.

A partir de allí se infiere que reducir la velocidad con la que las depreciaciones del tipo de cambio se convierten en inflación, es uno de los principales retos que la política monetaria enfrenta en el futuro. Ello, con el fin de que México pueda aprovechar las ventajas de libre flotación y que el tipo de cambio juegue el papel de un precio relativo más en la economía, en lugar de ser una señal sobre el comportamiento de la inflación futura.

Otro factor que contribuyó a reducir el impacto de la crisis financiera internacional en la economía mexicana y, por lo tanto, la volatilidad en el comportamiento del tipo de cambio, fue que el país logró fortalecer sus fuentes de financiamiento exentas de volatilidad. En contraste con lo sucedido en 1994, para los años de 1997-1998, casi el 80 por ciento del financiamiento de la cuenta corriente provino de entradas de capital de largo plazo (en particular, inversión extranjera directa). Adicionalmente, las transferencias hechas por los mexicanos establecidos en Estados Unidos alcanzaron casi los 6 mil mdd. Otro factor más fue que hacia el final de 1997, el gobierno negoció con bancos extranjeros una línea de crédito por 1.69 miles de millones de dólares para usarse en caso de una contingencia adversa.

Asimismo, el siguiente elemento que hay que tomar en cuenta en relación a la volatilidad cambiaria es el siguiente. En la literatura hay algo que se conoce como el “problema del peso” —*peso problem*.<sup>21</sup> La idea que este término transmite es que el precio futuro del peso tiene un comportamiento tal —en el mercado de futuros— que conlleva implícitamente un “sesgo”. Es decir, el “problema del peso” consiste en los sesgos que hay en los mercados de *forwards*, los cuales llevan mucho tiempo pronosticando implícitamente devaluaciones del tipo de cambio peso-dólar superiores a las observadas. Como se sabe, los valores *forward* del peso son los contratos para intercambiar pesos por dólares en el futuro y representan en alguna medida las expectativas del mercado sobre el tipo cambio en el futuro. Desde que México empezó a flotar su moneda en diciembre de 1994, parece que los mercados han sobrestimado en forma persistente el valor futuro del peso.

Por otro lado, diversos analistas plantean también que la existencia de un mercado de futuros de divisas eficiente se ha usado mucho para disminuir la volatilidad del tipo de cambio, dado que, según las ventas o las compras que se lleven a cabo en este mercado, tanto los importadores como los exportadores y, en general, los acreedores y los deudores de divisas, son capaces de eliminar o reducir sustancialmente los riesgos

---

<sup>21</sup> Este término fue acuñado por Krasker (1980).

cambiaros que ellos enfrentan y, así, aliviar las presiones en el mercado *spot*. En línea con esto, el Banco de México autorizó a los bancos cumplir con ciertas condiciones, particularmente aquellas relacionadas con la calificación técnica y la solvencia, para llevar a cabo operaciones en el mercado de futuros de divisas. En 1995, el Banco de México también publicó ciertas disposiciones para facilitar la operación de un mercado de futuros del peso mexicano en el *Chicago Mercantile Exchange*.

No obstante que la volatilidad del tipo de cambio nominal y del tipo de cambio real de plano es impredecible, en la experiencia de México, quizás es correcto establecer que la adopción del régimen de tipo de cambio flotante ha contribuido sustancialmente en reducir las presiones especulativas en los mercados financieros. Una característica muy importante de este régimen es que desalienta los flujos de capital de corto plazo, debido a las grandes pérdidas en que pueden incurrir los inversionistas en el corto plazo. En apoyo a este argumento se señala que la relación de inversión extranjera directa a déficit de la cuenta corriente se incrementó significativamente desde la adopción de este régimen cambiario.

Otro punto que merece atención son las propiedades de estabilización del sistema de tipo de cambio flotante y la libre determinación de las tasas de interés cuando la economía enfrenta salidas de capital. Bajo estas circunstancias, la caída de activos denominados en moneda doméstica ocasionaría una depreciación del peso y un incremento en las tasas de interés. Los movimientos simultáneos en estas variables deprimen los precios de los activos, y desalientan las ventas adicionales, parando las salidas de capital. Los movimientos automáticos en el tipo de cambio y en las tasas de interés incrementan el precio de especulación contra la moneda doméstica. Dado el hecho de que los niveles que estas variables alcancen durante estos episodios son inconsistentes con los fundamentales de la economía, la moneda se recuperará más tarde o más temprano, infligiendo pérdidas considerables a aquellos que adquirieron divisas a un precio alto y que vendieron sus monedas domésticas a un precio más bajo. Como se puede inferir, la volatilidad cambiaria es una función de múltiples variables. De allí deriva su complejidad.

### RÉGIMEN CAMBIARIO DE FLOTACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: 1995

La devaluación del peso en diciembre de 1994, combinada con los bajos niveles de reservas internacionales y la enorme y creciente movilidad que adquirieron los flujos internacionales de capital, forzaron —“más que volvieron conveniente”— la adopción

de un régimen cambiario de flotación. Ello trajo consigo profundas implicaciones sobre la conducción de la política monetaria que se intentará exponer en las líneas que siguen.

En regímenes cambiarios de tipo de cambio fijo y, en general, en todos aquellos esquemas en que las autoridades adquieren compromisos para acotar (limitar) los movimientos del tipo de cambio, el campo de acción de la política monetaria está sujeto a ciertos condicionamientos. Específicamente, el banco central pierde capacidad para afectar —tanto en el mediano como en el largo plazos— el monto de la base monetaria, y sólo conserva influencia sobre su composición por el lado de los activos (constituídos principalmente por el crédito primario<sup>22</sup> y las reservas internacionales). Normalmente, en estos casos, los bancos centrales concentran su atención en *coadyuvar al sostenimiento* del régimen cambiario en vigor, es decir, en la creación de condiciones monetarias que eviten la sustitución indefinida de reservas internacionales por crédito interno del banco central. En la medida en que el arreglo cambiario sea sostenible —lo cual, por supuesto, no depende únicamente de la política monetaria— se supone que el nivel general de precios tenderá a comportarse en “forma ordenada”, siempre y cuando la moneda extranjera de referencia sea relativamente estable. De ahí que, en estos casos, se afirme que *el tipo de cambio juega el papel de ancla nominal de la economía*.

Por otro lado, esta función de *ancla* se pierde en un régimen cambiario de flotación, ya que, bajo el mismo, el banco central no tiene obligación de intervenir en el mercado de divisas. En otros términos, el objetivo de la política monetaria no es, por definición, el mantenimiento del precio de la moneda nacional a un nivel determinado (o dentro de un rango). Esto significa que el tipo de cambio lo determinan las fuerzas del mercado, por lo que en principio puede moverse en cualquier dirección. Por esta razón, en un régimen de flotación libre *no* se espera que el precio de la moneda nacional pueda seguir funcionando como ancla nominal del nivel general de los precios.

Por el contrario, con un régimen cambiario de flotación, el banco central adquiere el control sobre la base monetaria, ya que no está obligado a inyectar o sustraer liquidez mediante intervenciones en el mercado de cambios. Por lo tanto, con el esquema de flotación que entró en vigor en México en diciembre de 1994, la base es modificada por el manejo discrecional del crédito interno neto del banco central. De ahí que el crédito interno neto juegue ahora un papel preponderante en la formulación de la

---

<sup>22</sup> En la terminología del Banco de México, los términos “crédito del banco central”, “crédito primario” y “crédito interno neto” son expresiones equivalentes. El crédito interno neto se define como el financiamiento que el banco central proporciona a residentes en el país menos los pasivos que tiene a favor de éstos, por ejemplo, los depósitos del gobierno federal o de los bancos. En este sentido, crédito externo es sinónimo de reservas internacionales, y se califica como externo por implicar financiamiento a no residentes.

política monetaria en nuestro país, y en la constitución de un ancla que, junto con el comportamiento del crédito externo del banco central, sujete —digamos también, *amarre*— la evolución de los precios.

Asimismo, al actuar sobre la base monetaria, el banco central puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ellos, sobre la trayectoria del nivel general de precios. De allí que el Banco de México comenzó a construir ésa ancla, para lo cual a principios de 1995 decidió fijar un límite al crecimiento del crédito interno neto para el mismo año.

La finalidad de establecer un límite al crédito primario es que éste coadyuvara a que los agentes económicos pudieran dar seguimiento a la ejecución de la política monetaria del banco central y, de esta forma también, ganar credibilidad. Por lo tanto, el 4 de enero de 1995 el banco central informó a la opinión pública sobre su propósito de establecer un límite de 12 mil mdp al crecimiento del crédito interno neto durante ese año. El Banco de México determinó este límite una vez que se conocieron los compromisos suscritos, en el marco del Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), en materia salarial, de precios y tarifas del sector público, de precios del sector privado y de gasto público. Dicho límite resultaba compatible con el crecimiento esperado de la demanda de base monetaria, que a su vez estaba relacionado con el crecimiento entonces previsto para 1995 del PIB real (1.5 por ciento), y del nivel general de los precios (19 por ciento, diciembre a diciembre).

Posteriormente, dado que hubo un ajuste en las proyecciones sobre la evolución esperada de la velocidad de circulación del dinero, el Banco de México anunció la decisión de disminuir dicho límite a 10 mil millones de pesos.<sup>23</sup> Según el programa monetario para 1995, este límite sería suficiente para que, a través del crédito primario, se pudiera satisfacer el incremento anual de la demanda de base, en el caso de que las reservas internacionales no aumentaran; también se aclaró que este monto no representaba una meta sino un valor máximo. Por lo tanto, la expansión del crédito interno sería menor, si de ese modo se propiciaba una más rápida estabilización sin causar trastornos graves (ESPM-BM 1995).<sup>24</sup> Asimismo, el crédito del banco central se

---

<sup>23</sup> Este anuncio se hizo el 30 de enero de 1995, en ocasión de la publicación de la “Exposición sobre la política monetaria” (ESPM-BM 1995) correspondiente al ejercicio comprendido del primero de enero al 31 de diciembre de 1995. A través de este documento, el Banco de México dio a conocer al público su programa monetario para dicho periodo.

<sup>24</sup> El crédito interno neto se definió como la diferencia entre la base monetaria y las reservas internacionales del Banco de México. A su vez, la base es igual a la suma de billetes y monedas en circulación más el saldo neto de las cuentas corrientes que el Banco de México lleva a las instituciones de crédito. Por su parte, las reservas internacionales se definió conforme a la normatividad que rige al banco central, que señala que los pasivos del banco, derivados de créditos con propósitos de regulación cambiaria, no se restan de los activos internacionales para determinar dicha reserva (ESPM-BM 1995).

manejaría cotidianamente de modo tal que la oferta de dinero primario atendiera la demanda de base monetaria esperada cada día. Sin embargo, este comportamiento podría modificarse en atención a la evolución de varios indicadores, entre los cuales destacan la evolución de la base monetaria en relación con su trayectoria deseable, la evolución del tipo de cambio, las divergencias entre la inflación observada y la pronosticada, los resultados de las encuestas sobre las expectativas inflacionarias del público y la trayectoria de otros factores (*v. gr.*, las revisiones de los contratos colectivos de trabajo).

No obstante la adopción del AUSEE, de una aplicación estricta de la política monetaria anunciada por el Banco de México, así como de la ampliación del Fondo de Estabilización Cambiaria de América del Norte a 18 mil mdd, durante los primeros meses de 1995 persistió un clima de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financiero y de cambios. En este periodo ocurrieron vencimientos abultados de inversiones extranjeras en papel gubernamental o bancario que no fueron renovadas, por lo que el Banco de México vendió divisas provenientes de sus reservas y del Fondo de Estabilización Cambiaria.

Uno de los factores básicos que en este tiempo explica esta volatilidad en los mercados cambiario y financiero es el siguiente. Los inversionistas, al contrastar las disponibilidades de moneda extranjera del país con los vencimientos de corto plazo de los adeudos con el exterior, tanto del sector público como del privado, incluyendo aquellas obligaciones que, aunque pagaderas en México en moneda nacional, estaban denominadas en moneda extranjera (TESOBONOS), temieron que México no tuviera la capacidad de pago suficiente en el momento adecuado. Este temor generó incertidumbre que, a su vez, ocasionó una fuerte presión sobre el tipo de cambio, al producirse fugas de capital. El tipo de cambio se apreció temporalmente a finales de enero y principios de febrero después de que se anunció la constitución y formalización de un nuevo Fondo de Estabilidad de la Paridad (o bien, Paquete Financiero).<sup>25</sup> A pesar de lo anterior, al difundirse entre los inversionistas la duda de que el país pudiera cumplir con las condiciones para disponer de dichos recursos, volvió a surgir la presión sobre el tipo de cambio y las tasas de interés.<sup>26</sup> Como consecuencia,

---

<sup>25</sup> Este fondo ascendió a más de 50 mil mdd, de los cuales 17 mil 750 mdd fueron comprometidos por el FMI, 20 mil mdd por el gobierno de Estados Unidos, mil 100 mdd por el Banco de Canadá, 10 mil mdd por el Banco de Pagos Internacionales y 2 mil 787 mdd por el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (IABM 1995).

<sup>26</sup> En relación al monto de amortizaciones en moneda extranjera que el país tuvo que enfrentar durante el primer trimestre de 1995, en este lapso se hicieron pagos al exterior por un total estimado de 12 mil 942 mdd por los siguientes conceptos: amortización de TESOBONOS en manos de no residentes (5 mil 878 mdd), deuda pública externa (3 mil 390 mdd), pasivos bancarios (2 mil 503 mdd) y valores de empresas privadas no bancarias (mil 171 mdd) (IABM 1995).

el tipo de cambio alcanzó un máximo de 7.55 nuevos pesos por dólar el 9 de marzo de 1995, mientras que unos días después la Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP) llegó a casi 110 por ciento.

No obstante los apoyos financieros externos, durante el proceso de negociación aumentó la incertidumbre entre los inversionistas, produciendo efectos negativos en los mercados cambiario, bursátil y de dinero. Asimismo, la caída de la actividad económica, el incremento de las tasas de interés, así como la depreciación del tipo de cambio durante los primeros meses de 1995, afectaron considerablemente la capacidad de pago de las empresas y las familias endeudadas. Ello se reflejó en aumentos sustanciales de la cartera vencida de la banca. Esta situación originó fuertes dudas acerca de la solvencia de las instituciones de crédito.

En consecuencia, la concurrencia de diversos factores adversos dio lugar a que el programa económico adoptado en enero de 1995 dejara de ser viable. Entre estos factores cabe destacar una depreciación del tipo de cambio mayor a la anticipada al inicio del año, el aumento a la par de la inflación y de las tasas de interés, el impacto adverso provocado por la amortización acelerada de pasivos con el exterior, el debilitamiento de las instituciones de crédito y, por lo anterior, la consecuente desaceleración del crecimiento económico. Así, a principios de marzo de 1995 se volvió necesario “reforzar” el AUSEE, surgiendo el PARAUSEE (Programa de Acción para Reforzar el AUSEE). Se adoptó así un “programa económico de acción integral”, orientado a enfrentar las causas de la inestabilidad financiera. Un elemento clave para dar posibilidad de éxito al programa fue el anuncio de que el problema de las instituciones de crédito se resolvería a través de esquemas y estrategias específicas para sanear al sistema bancario y apoyar a los deudores, y que los costos de dichos esquemas serían absorbidos por los accionistas de los bancos y el gobierno federal (a lo largo de hasta treinta años). De esta forma, *la política monetaria se podría concentrar en la lucha contra la inflación*.

El conjunto de acciones propuestas no sólo estuvo encaminado a fortalecer el programa económico original para 1995. Al fomentarse una estabilización rápida, se buscó minimizar el daño que los desequilibrios financieros podrían infligir al sector real de la economía, a la vez que se fincaban las bases para reiniciar un crecimiento económico “firme y sostenido”.

El PARAUSEE incluyó ajustes fiscales que se hicieron necesarios a consecuencia de las mayores tasas de interés, un tipo de cambio más depreciado, pagos más cuantiosos al exterior, una actividad económica menor que la esperada y el compromiso del gobierno de absorber parte de los costos de los programas de saneamiento bancario y apoyo a los deudores. Al mismo tiempo, ratificó a la política monetaria como ancla nominal de la economía en el contexto de un régimen de tipo de cambio flotante y propuso dar atención especial a los problemas de las familias y empresas sobreendeudadas.

Al parecer, las políticas del gobierno, al contar con el apoyo de la política monetaria, habrían de desempeñar un importante papel en la consecución de la estabilización del nivel general de precios y de la reducción de las tasas de interés, así como en aquietar la volatilidad del tipo de cambio. Se pensaba que los avances en estos campos mitigarían los problemas de los deudores y de la banca y, en general, sentarían bases sólidas para reanudar posteriormente el crecimiento económico.

Así, dadas las condiciones existentes a principios de marzo de 1995 y en el marco del PARAUSEE, se decidió que en el corto plazo la política monetaria se orientaría a reducir la volatilidad del tipo de cambio y, de ser posible, su excesiva depreciación. Esta estrategia propiciaría: 1) La disminución de las presiones inflacionarias, limitando el impacto de la devaluación; 2) el descenso de las tasas de interés, como resultado de la formación de expectativas de inflación declinante; 3) la restauración de la revolvencia usual de los pasivos externos del país, ya fueran gubernamentales, bancarios o del sector privado no bancario; 4) el reestablecimiento de los flujos de capital externo de largo plazo hacia el país; y 5) la reconstitución de las reservas internacionales del banco central (IABM 1995).

En ese entonces, el Banco de México resolvió ratificar el límite de 10 mil mdp para el crecimiento del crédito interno neto en 1995 y los demás componentes del programa monetario anunciado para el año, los cuales habían sido fijados desde finales de enero. Lo anterior, a pesar de que las proyecciones de inflación y de evolución del PIB ya eran otras. En particular, la ratificación del límite obedeció a la estimación de que el proceso inflacionario más agudo que se estaba previendo implicaría una más elevada velocidad de circulación del dinero, volviendo innecesario que su monto aumentara más de lo programado. Para la autoridad monetaria un mayor incremento de los medios de pago, como algunos proponían entonces, coherente con la tasa de inflación esperada, hubiera dado lugar a que ésta fuera todavía mayor.

Para manejar su crédito interno con “mayor flexibilidad”, en el mes de marzo el Banco de México decidió también adoptar un nuevo esquema de encaje llamado “encaje promedio cero”. Mediante este esquema, los saldos deudores que hubieran aparecido al cierre de cada jornada en las cuentas corrientes de las instituciones de crédito en el Banco de México, tendrían que ser compensados, dentro de plazos mensuales medidos dos veces al mes, con la constitución en otros días de saldos acreedores en esas mismas cuentas, de por lo menos igual monto. El incumplimiento de algún banco con la condición descrita, lo hacía acreedor a una penalización calculada con base en el monto del faltante acumulado y de una tasa equivalente a cuatro veces la tasa vigente de CETES (IABM 1995).

Es pertinente hacer mención que en agosto de 1995 se decidió afinar este mecanismo, al establecerse que el cumplimiento con la condición de un saldo promedio

de por lo menos igual a cero, debería producirse cada 28 días en la misma fecha para todas las instituciones, además de que la tasa de penalización sería de dos veces la tasa vigente de CETES. Posteriormente, se impusieron límites a los saldos positivos de las instituciones de crédito computables para el promedio mensual.

Este esquema “facilitó la conducción de la política monetaria” (IABM 1995). Así, por ejemplo, si en un tiempo dado convenía restringir la demanda agregada, el Banco de México induce un sobregiro de la banca en las cuentas corrientes que les lleva.<sup>27</sup> Para evitar la penalización, las instituciones de crédito tratan de generar excedentes de efectivo que pueden depositar en el banco central. Para hacerse de la liquidez requerida, los bancos deben contraer su crédito y/o atraer nuevos depósitos. Cualquiera de estas acciones propicia el alza de las tasas de interés y resta capacidad de gasto al público.

El establecimiento de un límite al crédito interno neto del Banco de México y la adopción del nuevo esquema de encaje, tuvieron una gran importancia sobre el manejo de la política monetaria. A través de estas medidas, fue posible pasar de una política monetaria que actuaba en lo fundamental a través de la influencia directa del banco central en la determinación de las tasas de interés, a una política orientada al cumplimiento de objetivos monetarios cuantitativos. Desde la óptica de las autoridades monetarias, al perseguirse metas cuantitativas, una resultante son las variaciones de las tasas de interés. En las circunstancias por las que atravesaba la economía, esta política implicó menores riesgos que otras en las que el banco central debe “adivinar” el nivel conveniente de las tasas de interés. El Banco de México también adoptó otras medidas orientadas a fortalecer las ya explicadas y asegurar un mejor control monetario.<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> Este sobregiro puede ser fácilmente inducido si el Banco de México no repone en su totalidad los vencimientos, que ocurren casi a diario, de los créditos que previamente ha otorgado a los bancos comerciales (IABM 1995).

<sup>28</sup> Entre éstas, destacan las siguientes:

1) Modificaciones a la mecánica de las subastas de crédito que el Banco Central realiza para regular la liquidez. En el pasado, el Banco de México con frecuencia fijaba las tasas al operar en corros, o influía directamente sobre ellas al señalar sus niveles máximos o mínimos aceptables en las subastas. En la actualidad, las tasas se determinan en las subastas en forma completamente libre.

2) Reforma al sistema de pagos. Se limitó el acceso de los bancos comerciales al crédito del Banco de México en el transcurso de una misma jornada. Además, dicho crédito quedó condicionado a la constitución de garantías.

3) Ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de TESOBONOS en moneda extranjera. Un factor que en los primeros meses del año causó grandes fluctuaciones en el tipo de cambio, fue la demanda de moneda extranjera ejercida por los tenedores de TESOBONOS, al convertir a dólares los pesos que obtenían de la amortización de esos títulos. Para abatir la volatilidad cambiaria consecuente, se decidió abrir una ventanilla especial a través de la cual los citados títulos pudieran ser amortizados en dólares a petición del inversionista.

Por esta razón, el Banco de México resolvió facultar a los bancos que cumplieran con ciertas condiciones, particularmente en cuanto a calificación técnica y solvencia, para realizar operaciones de futuros —*forwards*, para distinguirlos de los *futures*— “a la medida” de moneda extranjera. En 1995, el Banco de México también expidió las disposiciones necesarias para facilitar la operación de un mercado de futuros de pesos mexicanos en el *Chicago Mercantile Exchange*. De esta forma se predecía que las variaciones del tipo de cambio en el corto y mediano plazos ocasionen problemas cada vez menores para las empresas; inclusive, conforme la estabilización financiera continuara, se esperaba la extensión de los plazos de los distintos tipos de coberturas disponibles en el mercado.

El conjunto de las medidas adoptadas,<sup>29</sup> coadyuvaron al restablecimiento de la confianza de los agentes económicos en la estrategia de estabilización, lo que se reflejó a partir de mediados de marzo en diferentes indicadores de la economía. De hecho, el periodo que va de mediados de marzo a mediados de septiembre de 1995 se caracterizó por una relativa estabilidad financiera. Los factores aquí pertinentes de mencionar son los siguientes. En primer lugar, la cotización de la moneda nacional con respecto al dólar se apreció en forma considerable desde marzo de 1995, para después mantenerse más o menos estable en el periodo junio-mediados de septiembre (ver gráfica 7 “Tipo de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 02/01/1992-29/12/1995”). Asimismo, otros dos factores adicionales reflejaron la mayor estabilidad cambiaria: 1) el diferencial entre las cotizaciones de compra y venta de pesos por dólar en el mercado interbancario se redujo sustancialmente, y 2) los márgenes iniciales en los contratos a futuro del peso mexicano se ajustaron a la baja, al pasar de 15 mil a 8

---

4) Impulso a los mercados de futuros y opciones del peso mexicano. Se pensó que la existencia de un mercado eficiente de futuros de divisas es de gran utilidad para aminorar la volatilidad del tipo de cambio. Mediante las ventas o compras que se realizan en ese mercado, los exportadores e importadores, así como, en general, los acreedores y deudores de moneda extranjera, pueden eliminar o reducir sustancialmente los riesgos cambiarios a que están expuestos y quitarle presiones al mercado cambiario al contado.

5) Nueva política de información del Banco de México. Para que los agentes económicos pudieran dar mejor seguimiento a las acciones del banco central, se acordó darlas a conocer con la mayor oportunidad posible. Se decidió, entre otras medidas: a) publicar diariamente el saldo de las cuentas corrientes de la banca en el Banco de México a la apertura de la jornada, el de billetes y monedas en circulación y el programa de las operaciones de mercado abierto que conducirá el banco central durante el día; b) reportar semanal y mensualmente, a partir de información preliminar, pero con no más de tres días hábiles de retraso, las cifras de los principales rubros del estado de cuentas del Banco, entre las que se encuentran la base monetaria, el crédito interno neto y las reservas internacionales.

6) Liquidación anticipada de reportos sobre valores gubernamentales (IABM 1995).

<sup>29</sup> Tales como el propio anuncio del nuevo programa económico (el PARAUSEE), la ratificación del programa monetario, el establecimiento de esquemas específicos para resolver el problema bancario y los apoyos financieros externos.

mil 750 dólares por contrato de 500 mil pesos. Estos márgenes dependen de manera directa de la volatilidad observada en el tipo de cambio.<sup>30</sup>

Sin embargo, la conjugación de otra serie de factores propició que el contexto de relativa estabilidad financiera se interrumpiera abruptamente a partir de mediados de septiembre. En la gráfica 8 “CETES 28 días” (Tasa de rendimiento promedio mensual, 1995-01/2000-12), se observa que la tasa de CETES se elevó de menos de 20 por ciento en mayo a 40 por ciento en septiembre. Entre estos factores destacan *grosso modo* los siguientes: 1) la adquisición por parte de los bancos de moneda extranjera en el mercado, presionando al alza el tipo de cambio; 2) la elevación de la cartera vencida de los bancos y las dudas respecto al incumplimiento de los deudores; y 3) la depreciación de la moneda doméstica durante el mes de septiembre, la cual coincidió con caídas de las tasas de interés en pesos<sup>31</sup> (véase gráficas 9 y 10, respectivamente,

<sup>30</sup> Otros factores que demuestran la relativa estabilidad financiera de este periodo son los siguientes:

1) La banca recobró en este periodo su capacidad para renovar la mayoría de sus pasivos externos y contratar nuevos financiamientos. Ello hizo posible que las instituciones que usaron recursos del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), para hacer frente a vencimientos de deuda en moneda extranjera, hayan podido liquidar totalmente su adeudo con ese fideicomiso a inicios de septiembre.

2) La proporción de los inversionistas que acudían a la ventanilla especial en el Banco de México para la amortización de TESOBONOS en moneda extranjera se redujo, lo cual sugería que quizá parte de los recursos pagados al vencimiento de los citados instrumentos se estaba reinvertiendo en el país. En los meses de julio y agosto se amortizaron las mayores cantidades de TESOBONOS vencidos.

3) México recobró su acceso (en el mes de mayo) a los mercados financieros internacionales, dado que algunas entidades del sector público colocaron deuda en los mercados del exterior.

4) En el periodo abril-agosto, el Banco de México logró acumular aproximadamente 8 mil 200 mdd en reservas internacionales, debido a que en ese lapso se redujeron sustancialmente las amortizaciones netas de deuda externa y a que pudieron atraerse recursos externos adicionales a los provenientes de las autoridades del exterior y de las instituciones multilaterales

5) La tasa de inflación mensual mostró una tendencia declinante de abril a agosto, desaceleración atribuible a la mayor estabilidad cambiaria, el bajo ritmo de actividad económica y la moderación de las revisiones salariales.

6) Las tasas de interés mostraron una tendencia a la baja, como resultado de la formación de expectativas de inflación a la baja. La tendencia a partir de abril de una inflación descendente permitió que se abatieran las expectativas inflacionarias, fenómeno que se manifestó en caídas muy importantes de las tasas de interés (IABM 1995).

<sup>31</sup> Respecto al punto 1) los bancos adquirieron moneda extranjera, para cumplir con el precepto de regulación que les obligó, en el mes de septiembre, a formar reservas prudenciales adicionales en esa moneda, para respaldar su cartera de créditos denominada en divisas de difícil cobro.

En relación al punto 2), estos factores hicieron que los participantes del mercado tuvieran serias dudas sobre la salud de las instituciones de crédito y la suficiencia de los programas de saneamiento bancario que se habían aplicado hasta entonces. No obstante que a mediados de septiembre se anunció el ADE (Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores), persistió la incertidumbre sobre la solidez del sistema financiero mexicano.

Por lo que se refiere al inciso 3), este factor supuso que el Banco de México había relajado su postura de política monetaria. Ello aceleró la depreciación del tipo de cambio y presionó al alza las tasas de interés (IABM 1995).

“Índice del tipo de cambio real, 1994-2000”, basado en el costo de la mano de obra de la industria no manufacturera e “Índice del tipo de cambio real 1994-2000”, basado en precios al consumidor).

A finales de octubre, se anunció el ADE (Alianza para la Recuperación Económica), mediante el cual se pretendió fortalecer el PARAUSEE. La firma de este acuerdo coincidió con la decisión de múltiples inversionistas del extranjero de retirar sus recursos de México, motivados, entre otros factores, por su práctica de reducir o eliminar a fin de año su exposición al riesgo cambiario. Esta combinación de factores aceleró la rápida depreciación del peso durante el mes de octubre, haciendo que el tipo de cambio alcanzara por momentos durante los primeros días de noviembre niveles superiores a 8 pesos por dólar, mientras que la TIIP llegó a alcanzar ese mes casi 70 por ciento. Ante ello, el banco central intervino en el mercado de divisas. Durante noviembre lo hizo en dos jornadas, utilizando un reducido monto de reservas (300 mdd en total). El Banco de México volvió a intervenir en otras dos veces en el mercado de cambios en el mes de diciembre, vendiendo 205 mdd.

Estas intervenciones contribuyeron a “ordenar” el mercado de cambios. El banco central propició el alza transitoria de las tasas de interés. A partir de la tercera semana de noviembre el tipo de cambio se apreció (ver gráfica 7 “Tipo de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 02/01/1992-29/12/1995”) y las tasas de interés cayeron. No obstante la turbulencia en los mercados financieros nacionales en el periodo de mediados de septiembre a inicios de noviembre, el sector público colocó en los últimos dos meses del año montos importantes de instrumentos de deuda en el exterior (2 mil 865.7 mdd).<sup>32</sup>

## POLÍTICA CAMBIARIA, 1996-2000

Para las autoridades monetarias, los resultados obtenidos en 1996 con el régimen cambiario de flotación que se adoptó a finales de 1994 fueron positivos. Al implantarse el régimen de flotación había temor de que la cotización de la moneda extranjera frente al peso resultara en exceso volátil. Sin embargo, la evolución mostrada por

---

<sup>32</sup> Durante 1995 los deudores y los intermediarios financieros atravesaron por una situación difícil. El Banco de México otorgó créditos al FOBAPROA por 37 mil 975 millones de pesos y al Fondo de Apoyo al Mercado de Valores (FAMEVAL) por mil 983 millones de pesos. Sin embargo, evitó que los apoyos referidos se tradujeran en expansión monetaria. Para ello esterilizó montos iguales, ya sea por medio de la reducción de sus créditos a los intermediarios financieros o en virtud de depósitos constituidos en el Banco Central por el propio FOBAPROA o por los bancos apoyados por este último (IABM 1985).

el tipo de cambio a partir de principios de 1996, no correspondió a ese temor. En efecto, durante algunas etapas de 1995 la cotización del peso frente al dólar mostró una sustancial inestabilidad, pero este resultado fue atribuible “no [a] la naturaleza del régimen de flotación, sino [al] ambiente de incertidumbre entonces reinante” (IABM 1996).

La volatilidad de la cotización del peso frente al dólar se redujo en forma considerable durante 1996. Según una muestra que incluye 12 divisas importantes en flotación frente al dólar, la tasa de cambio del peso mexicano fue la segunda menos volátil en 1996 (ver cuadro 3 “Volatilidad de los tipos de cambio de las monedas nacionales de países seleccionados frente al dólar, 1995-2000”). Al respecto, el Banco de México argumenta que ello no resultó de medidas orientadas a mantener artificialmente el tipo de cambio a niveles determinados.<sup>33</sup>

Otro temor que se tuvo con la flotación fue que las inversiones en planta y equipo, en particular las correspondientes al sector exportador, sufrieran un deterioro por la dificultad para predecir el tipo de cambio real. Sin embargo, la inversión en ese sector continuó con dinamismo. Un indicador son las importaciones de bienes de capital efectuadas por las empresas exportadoras, las cuales aumentaron, en términos de dólares, 28 por ciento en 1995 y 26 por ciento en 1996.

Es evidente que con el transcurso del tiempo varían muchos de los elementos de una economía, lo que hace imposible asegurar la permanencia del tipo de cambio real. Entre esos elementos están el nivel general de los precios y de los salarios (en el interior y respecto del extranjero), la productividad relativa de la mano de obra y lo que se llama *términos de intercambio*, es decir, la relación entre los precios de los productos y servicios de exportación e importación. También se modifican la magnitud y dirección de las inversiones extranjeras, ya sean directas o de cartera. Así, resulta muy difícil, si no imposible, que la autoridad pueda ajustar el tipo de cambio de forma acertada y oportuna en respuesta a la evolución de cada una de estas variables.

Una de las grandes *virtudes* de la flotación que a menudo los estrategas de política monetaria-cambiaría exaltan, consiste en que hace improbable que el tipo de cambio se aleje, de manera persistente y considerable, de los niveles que en las distintas épocas resultan congruentes con los *fundamentales* de la economía. Destacan también otra ventaja de la flotación: desalienta las inversiones internacionales de corto plazo, al disminuir su rentabilidad previsible, una vez ajustada por riesgo cambiario. Esto debido a que por virtud de una depreciación moderada durante la vida de la inversión, lo cual no es remoto en un régimen de flotación, el inversionista

---

<sup>33</sup> Además, complementa así: “Fue consecuencia de un entorno internacional favorable, una política fiscal atinada, el continuado proceso de desregulación y privatización, una política monetaria congruente con el objetivo de abatimiento de la inflación y, en general, avances significativos en otros ámbitos” (IABM 1996).

puede sufrir un quebranto que resulte muy superior a la ganancia que se obtenga por el diferencial de tasas de interés entre el país y el extranjero. Este es un atributo importante —se argumenta— pues esas inversiones pueden causar apreciaciones indeseables del tipo de cambio, así como su reversión puede causar depreciaciones tanto o más indeseables.

Por otra parte, también se destaca que el régimen de flotación favorece la inversión en activos reales, por la razón importante siguiente. En ausencia de flexibilidad del tipo de cambio, la economía absorbe los *shocks* tanto de índole interna como externa a través de ajustes de las tasas de interés, así como de las reservas, si se cuenta con ellas y se tiene la disposición y facultad para usarlas. En la flotación, los *shocks* se amortiguan mediante variaciones tanto de las tasas de interés como del tipo de cambio y, sólo en casos extraordinarios, de las reservas. Así, se reducen la volatilidad y las presiones alcistas sobre las tasas de interés. En apoyo de esta afirmación se ha argumentado que, en el contexto de la política de estabilización, de 1988 a 1989 la inflación bajó de 52 a 20 por ciento, y de 1995 a 1996 descendió de 52 a 27.7 por ciento. Sin embargo, en el segundo de los bienios mencionados, en el cual ya regía la flotación, las tasas de interés, tanto nominales como reales,<sup>34</sup> fueron notablemente menores y más estables.

Es pertinente mencionar que los participantes en el mercado de cambios, tanto intermediarios como compradores y vendedores finales, aprendieron a operar en la flotación. En parte, ello se debió al notable desarrollo que tuvieron varios mecanismos de cobertura (como el mercado de futuros de Chicago y el de contratos adelantados en el mercado interbancario), los cuales hicieron posible que los diversos agentes económicos se protegieran contra riesgos cambiarios de corto y aun de mediano plazo.

En la “Exposición sobre la Política Monetaria para 1996” se anticipó la posibilidad de que el Banco de México adquiriera, en su caso, divisas en el mercado, cuidando de no presionar al tipo de cambio de “manera indeseable” y de no enviar señales que pudieran interpretarse en forma errónea por los agentes económicos. Desde entonces se estimó que la posibilidad de acumular un monto mayor de activos internacionales contribuiría a lograr mejoras ulteriores en el costo y el plazo del financiamiento externo (ESPMBM 1996).

En el periodo enero-julio de 1996, el Banco de México se abstuvo de intervenir en el mercado cambiario. Sin embargo, a finales de julio de 1996, la Comisión de Cambios consideró que aumentar el nivel de las reservas de divisas del banco central se podía lograr en lo sucesivo sin causar trastornos, por el desempeño favorable que,

---

<sup>34</sup> Es obvio que las tasas reales fueron menores en el bienio 1995-1996 que en el bienio 1988-1989, debido a que en el primero las tasas nominales fueron más bajas y la inflación fue superior.

en general, el mercado cambiario doméstico mostró durante los primeros siete meses de 1996. Si bien la Comisión estimó conveniente y oportuna la mayor acumulación de reservas internacionales, también advirtió la importancia de que ella se lograra mediante un esquema que favoreciera las compras del banco central “cuando el mercado estuviera ofrecido” y las inhibiera “cuando estuviera demandado”. Pero, sobre todo, como ha quedado asentado, que se obtuviera mediante una fórmula que no alterara la naturaleza del régimen de flotación, una de cuyas características principales es no predeterminar el nivel del tipo de cambio.

El esquema que se decidió adoptar para alcanzar los propósitos señalados consistió en las siguientes medidas: 1) el Banco de México subastó el último día hábil de cada mes entre las instituciones de crédito, derechos de venta de dólares al propio banco central (estos derechos se podrían ejercer total o parcialmente dentro del mes inmediato siguiente al de la subasta respectiva); y 2) los tenedores de los derechos podrían vender dólares al Banco de México al tipo de cambio interbancario de referencia determinado el día hábil inmediato anterior,<sup>35</sup> cuando dicho tipo de cambio no fuese mayor a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de los derechos respectivos.

El efecto expansivo sobre la base monetaria de las compras de moneda extranjera que efectuaba el Banco de México era compensado por la propia institución. De esta manera, la evolución de la oferta de dinero primario no resultaba modificada por las operaciones referidas. El mecanismo de opciones aludido entró en operación en agosto de 1996. En ese mes, se ejerció el monto total subastado de opciones de venta, razón por la cual el banco central adquirió 130 mdd de los bancos comerciales. En vista de la buena acogida que tuvo el mecanismo y de los favorables resultados de la primera colocación de las opciones referidas y de su ejercicio, la Comisión de Cambios resolvió incrementar el monto de los derechos a subastarse a 200 mdd por mes a finales de agosto y a 300 mdd en diciembre. Por concepto de este mecanismo, el Banco de México adquirió divisas por 909 mdd en el lapso comprendido de agosto a diciembre de 1996.

Desde la primera semana de agosto, cuando entró en operación el mecanismo de opciones, y hasta el cierre de ese mes, el tipo de cambio interbancario se mantuvo por debajo del promedio móvil, lo que favoreció el ejercicio de las opciones. Posterior-

---

<sup>35</sup> Para estos efectos, el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior es el que el Banco de México publicaba en el *Diario Oficial de la Federación* el día del ejercicio de la opción. La publicación se hacía todos los días hábiles bancarios a fin de dar a conocer el tipo de cambio conforme al cual deberían solventarse las obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas dentro del territorio nacional. El tipo de cambio que se publicaba en un día determinado reflejaba el tipo de cambio de mercado del día hábil bancario inmediato anterior, según el muestreo que al efecto realizaba el banco central (IABM 1996).

mente, en septiembre, el peso mostró ligera volatilidad, la cual fue suficiente para que se cumplieran las condiciones para el ejercicio total de las opciones. En octubre, sin embargo, el tipo de cambio se depreció, lo que tendió a incrementar su promedio y, en consecuencia, inhibió el ejercicio total de las opciones. Una vez que los mercados financieros y de cambios presentaron mayor estabilidad, el tipo de cambio mostró una leve tendencia a la apreciación. Ello permitió que a partir de mediados de noviembre y hasta el cierre del año, el tipo de cambio se mantuviera la mayor parte del tiempo por debajo del promedio, favoreciendo así el ejercicio total de las opciones de venta de divisas al banco central.

Cabe mencionar que, independientemente de las divisas que el Banco de México adquirió mediante el mecanismo descrito, el gobierno federal contribuyó también al incremento de las reservas internacionales del Banco de México, mediante las ventas al banco central de divisas provenientes de la contratación de crédito del exterior.

La acumulación de activos internacionales por parte del Banco de México, resultante del mecanismo descrito, al parecer permitió al país lograr mejores condiciones en cuanto al costo y plazo del financiamiento externo. Parece evidente que un acervo más elevado de activos internacionales da mayores seguridades a los inversionistas en cuanto a la capacidad de pago del país de los vencimientos de la deuda externa, en particular en el caso de eventuales dificultades para contratar nuevos financiamientos. Como se sabe, estos financiamientos son los que normalmente, en México y en la mayoría de los países, proporcionan el grueso de los recursos para cubrir los vencimientos de la deuda externa.

Por otra parte, no obstante las ventajas de contar con activos internacionales más cuantiosos, su acumulación no es gratuita. La otra cara de la moneda es que un país no puede acumular reservas sin sacrificar importaciones que pueden ser valiosas para el buen funcionamiento de su economía, o sin obtener financiamientos que causan intereses normalmente superiores a los que devenga la inversión de las propias reservas. Por lo tanto, una política de acumulación de activos internacionales debe proseguirse sólo en la medida que ello sea prudente a la luz del perfil y monto de las amortizaciones futuras de deuda externa que el país enfrente.

Según las autoridades monetarias, quienes consideran que la suficiencia de las reservas internacionales debe juzgarse a partir de su relación con el nivel de las importaciones, es un criterio que ha devenido obsoleto, más aún en el régimen cambiario de flotación vigente. Las importaciones no se pagan con reservas sino con exportaciones y, en parte, con financiamientos externos, si estos existen. El nivel deseable de las reservas, no sólo en México, sino en general, está más determinado por la magnitud de los eventuales flujos netos de capital hacia el extranjero, que por el volumen del comercio exterior o de otros renglones de la cuenta corriente (IABM 1997).

Durante 1997 los resultados que se obtuvieron bajo el régimen de flotación también se consideraron en conjunto positivos (IABM 1997). Como ya se dijo líneas atrás, la volatilidad de la cotización del peso frente al dólar se redujo en forma considerable durante 1996, pero también en el primer semestre de 1997 (ver cuadro 4 “Tipos de cambio representativos, 1995-2000”). Según una muestra que incluye 12 divisas importantes que flotan frente al dólar, la tasa de cambio del peso fue la segunda menos volátil en el segundo semestre de 1996 y la primera menos volátil durante el primer semestre de 1997.<sup>36</sup> No obstante, el renovado nerviosismo ocasionado por la crisis de los países asiáticos propició que la tasa de cambio del peso pasara a ser, de la muestra de monedas sólidas señalada con anterioridad, la segunda más volátil durante el segundo semestre de 1997 (ver cuadro 3 “Volatilidad de los tipos de cambio de las monedas nacionales de países seleccionados frente al dólar, 1995-2000”). Hay que apuntar que en la muestra reportada en este cuadro, el peso es la única moneda correspondiente a un país de los llamados de economías emergentes.

Por otra parte, si se compara la evolución de las principales variables financieras de México con la de otros países en desarrollo, se percibe que el país pudo absorber de manera “muy eficaz” el *shock* externo proveniente de Asia, a pesar de la gran magnitud de éste. No obstante, ello no quiere decir que México no haya permanecido inmune a la crisis experimentada por los países asiáticos. Si bien los nexos económicos con aquellos países en crisis eran muy pequeños, la crisis hizo que los inversionistas institucionales contrajeran de súbito sus inversiones en los llamados países emergentes en general —entre ellos, por supuesto, México. Las repercusiones más serias se sintieron en el país a finales de octubre. La tasa de interés interbancaria en Hong Kong se elevó de 5.9 a 150 por ciento y su índice bursátil se desplomó 13.7 por ciento. Estos acontecimientos tuvieron un impacto inmediato en los mercados financieros de América Latina, principalmente en Brasil, por haber tenido un marco macroeconómico muy similar al de los países asiáticos que entraron en crisis. En México, el 27 de octubre el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores se contrajo 13.3 por ciento y la moneda nacional se depreció 7.2 por ciento. La tasa de interés de CETES a 28 días, que en la subasta del 21 de octubre se había reducido a 17.3 por ciento, una semana después aumentó a 20.9 por ciento.

Una vez que quedó claro que el régimen cambiario de Hong Kong no iba a colapsar y que el gobierno brasileño iba a hacer ajustes mayores en sus políticas monetaria y fiscal, el riesgo de contagio disminuyó sustancialmente, lo que dio lugar a que la

---

<sup>36</sup> Nuevamente, según el Banco de México, ello de ninguna manera se debió a supuestas medidas orientadas a mantener artificialmente el tipo de cambio a niveles determinados, “sino que fue resultado de una política fiscal atinada, del continuado proceso de desregulación y privatización, de una política monetaria congruente con el objetivo de abatimiento de la inflación y, en general, de avances significativos en otros aspectos de la política económica, además de un entorno internacional favorable” (IABM 1997).

moneda doméstica se apreciara y las tasas de interés cayeran. El país logró sortear los efectos desestabilizadores provenientes de los mercados financieros internacionales gracias a que en el momento en que los eventos descritos ocurrieron, su economía se encontraba “fundamentalmente sana”. Los mecanismos de libre determinación del tipo de cambio y de las tasas de interés permitieron llevar a cabo el ajuste de manera prácticamente inmediata y al menor costo posible, incluso sin que el Banco de México tuviera que ajustar su postura de política monetaria (IABM 1997).

De hecho, al comparar a la economía mexicana con los principales países llamados de economías emergentes, debe destacar la gran resistencia que mostró ante los embates provenientes de la notable inestabilidad en los mercados financieros internacionales que fue provocada principalmente por la crisis de los países asiáticos. En el cuadro 5 “Indicadores financieros de países seleccionados”, para el periodo 1 de julio-31 de diciembre de 1997, se reporta, para los principales países llamados emergentes, el desempeño durante el segundo semestre de 1997 de las siguientes variables: tipo de cambio de sus monedas nacionales con respecto al dólar de Estados Unidos, tasas de interés locales e índices de cotizaciones de sus respectivas bolsas de valores. Destaca la gran estabilidad relativa mostrada por las citadas variables en el caso de México. Además, de hecho, en ese periodo las tasas de interés en pesos cayeron y el índice de precios y cotizaciones de la bolsa subió (ver gráfica 8 “CETES 28 días”, en tasa de rendimiento promedio mensual, 1995/01-2000/12).

Otra virtud de la flotación del tipo de cambio que a menudo la autoridad monetaria y los analistas vinculados a ella exaltan consiste en que compromete poco o nada a las reservas internacionales. Al conservarse éstas, se reduce el riesgo país y permite aumentar las posibilidades de refinanciamiento de los pasivos con el exterior, lo que a su vez da mayor seguridad a los tenedores de deuda externa mexicana.

Asimismo, es conveniente señalar que los avances tecnológicos en computación y telecomunicaciones han hecho posible que la información pertinente para los participantes en los mercados financieros nacionales e internacionales fluya con gran rapidez. Esto se considera que ha sido clave para profundizar el mercado cambiario nacional: el volumen promedio diario de operación en dicho mercado a finales de 1997 fue cercano a los 11 mil mdd, 350 por ciento más que lo operado a mediados de 1995. Otra muestra del grado de madurez que también a menudo se cita ha alcanzado el mercado cambiario del peso, lo representa el hecho de que el diferencial entre las cotizaciones de compra y venta durante la mayor parte del año se mantuvo en niveles comparables con los vigentes en los principales mercados en donde se comercia con las divisas más importantes. Los mercados cambiarios profundos hacen más factible que operaciones de cuantía considerable se puedan llevar a cabo sin afectar mayormente al tipo de cambio.

Además, la disposición oportuna de información ha promovido el desarrollo sano de los mercados de contratos derivados<sup>37</sup> del peso. Como ejemplo de la evolución de este tipo de mercados, se puede mencionar que el interés abierto promedio del año en los contratos a futuro del peso en Chicago creció 262 por ciento entre 1995 y 1997. Así también, el volumen operado diario se ha incrementado sensiblemente (IABM 1997).

La posibilidad de operar con derivados referidos al tipo de cambio peso-dólar permite a los agentes económicos cubrir sus riesgos cambiarios (o exponerse a ellos, en el caso de especuladores) sin tener que efectuar operaciones en el mercado de cambios al contado. Por su parte, la volatilidad de los precios de los contratos a futuro del peso, a todos sus plazos, se redujo considerablemente durante el año, con excepción del mes de octubre, por las razones líneas arriba apuntadas.

Respecto al temor de la flotación en el sentido que las inversiones en planta y equipo, en particular las correspondientes al sector exportador, sufrieran detrimento por la dificultad para predecir el tipo de cambio real, hay que señalar que la inversión en ese sector se incrementó con dinamismo. Un indicador son las importaciones de bienes de capital efectuadas por las empresas exportadoras, las cuales aumentaron, en dólares, 33.4 por ciento en 1995, 25.6 por ciento en 1996 y 29.5 por ciento durante 1997. Es conveniente citar también que la inversión privada se elevó 25.7 por ciento en dicho año, un incremento anual sin precedentes.

Además, el régimen cambiario vigente en México aumenta el riesgo de las inversiones extranjeras de corto plazo, ya que cualquier ganancia obtenible en virtud del diferencial entre las tasas de interés nacionales y del exterior, queda expuesta a ser anulada con facilidad por movimientos relativamente pequeños del tipo de cambio (movimientos que son más factibles dada la flotación). A finales de 1997, el acervo de la inversión extranjera en instrumentos de deuda denominada en moneda nacional ascendió aproximadamente a 3 mil 300 mdd, cifra significativamente menor a la de febrero de 1994, que era de casi 22 mil mdd.

A la luz de la evolución del tipo de cambio, de la situación de liquidez prevalente en los mercados financieros internacionales y de la conveniencia de continuar acumulando activos internacionales netos, la Comisión de Cambios decidió en varias ocasiones durante el transcurso de 1997 modificar el monto de las compras de moneda extranjera que el Banco de México podía hacer a través del mecanismo de opciones<sup>38</sup> (IABM 1997).

---

<sup>37</sup> Los derivados que se usan con más frecuencia en el caso del peso mexicano son los futuros, los *forwards* y las opciones.

<sup>38</sup> El mecanismo de opciones fue puesto en marcha en agosto de 1996, al estimar la Comisión de Cambios que la disponibilidad de un mayor monto de activos internacionales contribuiría a que el país obtuviese

Al inicio se determinó subastar opciones por 130 mdd cada mes, pero esta cantidad se fue modificando gradualmente. Al cierre de 1996, el monto se elevó a 300 mdd. En febrero de 1997, la Comisión de Cambios resolvió que, a partir de ese mes, en caso de ejercerse antes del día 16 el 80 por ciento, o más, de las opciones correspondientes a ese mismo periodo, se convocaría inmediatamente a una subasta adicional de opciones por otros 300 mdd. Estas últimas tendrían vigencia sólo por el resto del mes respectivo. Así, el monto potencial de moneda extranjera que el Banco de México podía llegar a adquirir cada mes a través del mecanismo aludido se incrementó a 600 mdd a partir de esa fecha.

Al cierre de julio de 1997, la Comisión de Cambios decidió incrementar a 500 mdd la subasta de opciones susceptibles de ejercerse en agosto, realizándose una segunda subasta por igual cantidad si, durante la primera quincena, se hubieran ejercido 80 por ciento o más de las opciones subastadas el 31 de julio (esto último no sucedió). Por lo tanto, la Comisión de Cambios elevó a mil mdd el monto potencial de moneda extranjera que el Banco de México podría adquirir durante agosto mediante el esquema de que se trata. La misma Comisión determinó mantener vigente este esquema en septiembre de 1997.

A fines de septiembre, la acumulación de activos internacionales en el año ascendió a más de 11 mil mdd, de los cuales 3 mil 351 mdd se habían obtenido por el citado mecanismo de opciones. Dada la rápida acumulación de activos internacionales que se observó, la Comisión de Cambios acordó reducir el monto de opciones de venta de dólares al Banco de México que podrían ejercerse durante el mes de octubre a 400 mdd, reduciéndose a 800 mdd el monto potencial de moneda extranjera que el banco central podría adquirir durante el mes. Al cierre de octubre se redujo una vez más el monto de opciones de venta de dólares a 250 mdd, lo cual representaba un monto potencial de compras de dólares por parte del Banco de México de 500 mdd al mes. La cantidad señalada se mantuvo vigente hasta el cierre del año. El mecanismo de opciones cumplió con el objetivo primordial para el cual se creó. Durante 1997, se subastaron opciones por 5 mil 150 mdd, ejerciéndose 4 mil 476 mdd.

La “prudente” acumulación de activos internacionales, tanto en términos brutos como netos, que se logró a partir de enero de 1996, fue un elemento fundamental para que el 19 de febrero de 1997 la Comisión de Cambios anunciara el establecimiento

---

mejores condiciones en cuanto al costo y plazo del financiamiento externo. Según el Banco de México, el esquema de opciones establecido ha sido un mecanismo “muy apropiado” para acumular reservas internacionales en el contexto de un régimen de flotación. En primer lugar, porque este mecanismo favorece las ventas de dólares al Banco Central sólo cuando el mercado de esa moneda está ofrecido, en tanto que las inhibe cuando se encuentra demandado. En segundo término, y quizá más importante, porque dicha fórmula no altera la naturaleza del régimen de flotación, una de cuyas características principales es la de no predeterminedar el nivel del tipo de cambio (IABM 1997).

de un esquema de ventas contingentes de dólares por parte del Banco de México, conforme al cual el banco central ofreció en subasta hasta 200 mdd cada día en que las instituciones de crédito le presenten (antes de las 12:15 horas), posturas con un tipo de cambio por lo menos dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior.<sup>39</sup>

Según el banco central, el propósito de este esquema era tan sólo el de moderar la volatilidad del tipo de cambio, no el de defender niveles específicos de la cotización de la moneda nacional. Como se señaló en el párrafo anterior, para que el mecanismo de venta de dólares actúe, es necesario que se presenten posturas con un tipo de cambio que supere por lo menos en dos por ciento al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior. A este respecto, es oportuno decir una característica de los episodios de 1995 en los que la moneda doméstica se depreció a gran velocidad. La liquidez del mercado de cambios se agotó entonces casi por completo. Esto resultó muy inconveniente, ya que, debido a la falta de liquidez, demandas subsecuentes y no muy cuantiosas de moneda extranjera causaron depreciaciones desproporcionadas del peso.

El temor residía en que estas situaciones pudieran llevar a la formación de espirales devaluatorias, de graves consecuencias sobre el nivel de la inflación y de las tasas de interés y, por lo tanto, sobre la actividad económica y el empleo. Por lo tanto, con la finalidad de reducir el riesgo de realización de situaciones de esa naturaleza, se decidió adoptar la citada medida. Ello sin incurrir en el riesgo de perder cantidades excesivas de reservas internacionales. Además, al vender los dólares mediante subastas y al no intentar la defensa de cotizaciones específicas del tipo de cambio, presumiblemente este precio alcanzaría con rapidez el nivel que, en las nuevas circunstancias, equilibre la oferta y la demanda de moneda extranjera. Más aún, es posible que el mero conocimiento de que el banco central venderá 200 mdd si el tipo de cambio se deprecia dos por ciento o más de un día a otro, reduzca las probabilidades del surgimiento de espirales devaluatorias.

De allí que, en tres ocasiones, dos durante octubre y una en noviembre de 1997, se aplicó este esquema. El 27 de octubre por efecto de la volatilidad en los mercados internacionales causada por la crisis de los países del sudeste asiático se activó el mecanismo, subastándose 200 mdd y el peso alcanzó una cotización de 8.2285 pesos

---

<sup>39</sup> Para estos efectos, el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior fue el que el Banco de México publicó en el *Diario Oficial de la Federación* el día de la subasta (a menos de que el Banco de México haya vendido el día hábil inmediato anterior divisas mediante el mecanismo citado, en cuyo caso el tipo de cambio del día hábil inmediato anterior sería el que hubiera resultado de la subasta del día hábil inmediato anterior). La publicación se hizo todos los días hábiles bancarios a fin de dar a conocer el tipo de cambio conforme al cual debían solventarse las obligaciones denominadas en moneda extranjera pagaderas dentro del territorio nacional. El tipo de cambio que se publicaba en un día determinado reflejó el tipo de cambio de mercado del día hábil bancario inmediato anterior, según el muestreo que al efecto realizó el banco central.

por dólar. Este mecanismo se volvió a activar tres días después, el 30 de octubre se vendió la misma cantidad, llegando la cotización del peso a 8.3193 pesos por dólar. Una tercera ocasión se presentó el 6 de noviembre. Posteriormente, la cotización de la moneda doméstica mostró una tendencia a la apreciación, cerrando inclusive el año a niveles cercanos a 8.00 pesos por dólar. Así pues, el mecanismo de ventas contingentes de dólares por parte del Banco de México propició mayor estabilidad y orden en el mercado de cambios, sin que se haya comprometido un monto excesivo de reservas internacionales (IABM 1988).

Igualmente, durante 1988 se mantuvo sin alteración la política cambiaria. El régimen de flotación continuó vigente, al igual que los mecanismos automáticos de intervención del Banco de México en el mercado de cambios. Además, en 1998 se confirmó lo que había venido sucediendo desde 1995, en cuanto a que las intervenciones discrecionales de la autoridad monetaria en el mercado de divisas son muy esporádicas, respondiendo únicamente a fenómenos extraordinarios. Lo más sobresaliente durante 1998 en el ámbito cambiario que aquí es pertinente destacar fue la depreciación que mostró la paridad del peso con respecto al dólar de Estados Unidos. Esta depreciación no fue gradual ni continua, pues los periodos de relativa estabilidad fueron seguidos por movimientos abruptos del tipo de cambio, destacando los observados a finales de agosto y septiembre. Esta dinámica del tipo de cambio respondió fundamentalmente a las perturbaciones externas inusitadas que fueron surgiendo a lo largo de 1998.

Según el Banco de México, un fenómeno que presta sustento a la tesis de que en 1998 la cotización de la moneda nacional respondió principalmente a factores externos, es la estrecha correlación que se observó entre el tipo de cambio y el rendimiento neto de los bonos Brady emitidos por México (IABM 1998). Esta última variable se considera como una buena medida de la percepción de riesgo país por parte de los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, conforme la diferencia entre dicho rendimiento y el de los bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos es más alta, mayor es la percepción de riesgo país, por lo que menores serán las entradas de capital y mayores las presiones sobre el tipo de cambio.

No obstante, el rendimiento neto de los bonos Brady mexicanos puede también responder a factores internos. Sin embargo, en 1998 el rendimiento aludido se movió en gran sincronía con los de otros países latinoamericanos, lo que significa que dominó en su dirección<sup>40</sup> la percepción general sobre Latinoamérica de los mercados

---

<sup>40</sup> Los rendimientos de bonos corporativos en Estados Unidos, sobre todo de aquéllos que no tienen la mejor calificación crediticia, mostraron una evolución muy similar en 1998 a la observada en los rendimientos de los bonos Brady. Esto es una muestra más que en ese año hubo una descomposición financiera generalizada, que alcanzó a mercados muy variados en diferentes partes del mundo (IABM 1988).

financieros internacionales (aunque no se puede descartar que otros factores también hayan influido en esta tendencia). Destaca el gran incremento que registraron los citados rendimientos netos durante agosto y septiembre, como reflejo de la descomposición de la situación financiera internacional, y la subsiguiente contracción neta de recursos a los llamados países de los mercados emergentes. Así pues, para estudiar el comportamiento del tipo de cambio se puede considerar, a grandes rasgos, a esta variable explicativa como externa.

En 1998 los tipos de cambio de otros países con regímenes de flotación, mostraron un comportamiento similar al del tipo de cambio del peso con respecto al dólar (ver cuadro 3 “Volatilidad de los tipos de cambio de las monedas nacionales de países seleccionados frente al dólar, 1995-2000”). Las divisas de los países seleccionados mostraron en el periodo 1997-1998 una tendencia hacia la depreciación y una volatilidad muy similar a la del peso mexicano. Ello a pesar de ser monedas de naciones que tradicionalmente han tenido fundamentos económicos sanos y han seguido políticas sólidas. Al igual que el caso del tipo de cambio peso-dólar, su comportamiento en 1998 fue reflejo de la marcada inestabilidad de la situación económica mundial durante la mayor parte del año.

Un resultado interesante durante 1998 fue que los tipos de cambio real de países tales como Australia, Canadá y Nueva Zelanda, sufrieron una depreciación de magnitud similar al de México. La diferencia reside que el ajuste correspondiente en estos tres países se alcanzó con una menor depreciación nominal y menor inflación que en el caso de México. Esto último se explica porque en el caso de México,<sup>41</sup> las expectativas inflacionarias se ven fácilmente afectadas por los movimientos del tipo de cambio, debido a la alta correlación histórica que han exhibido éstos con respecto a la tasa de crecimiento de los precios (IABM 1998). A partir de aquí la autoridad monetaria infiere que uno de los grandes retos que enfrenta la política monetaria es romper el nexo tan directo que existe entre depreciaciones cambiarias e inflación. De lograrse, el régimen de tipo de cambio flotante será “más eficaz” en absorber los *shocks* externos.

Si bien la depreciación cambiaria produjo durante 1998 una inflación en México superior a la que se tenía como objetivo, de ninguna manera se debe desestimar la

---

<sup>41</sup> Es pertinente señalar que los países asiáticos cuyas divisas se depreciaron considerablemente en el periodo 1997-1998, también registraron inflaciones menores a las de México en ese periodo. La modesta reacción de la tasa de inflación a las cuantiosas depreciaciones cambiarias en esos países se explica por cuatro razones: 1) en el periodo considerado, se redujo el precio en dólares de las principales importaciones de la región, debido al menor ritmo de crecimiento económico mundial; 2) existe evidencia de que los productores de bienes comerciales en Asia absorben una buena parte de las fluctuaciones cambiarias mediante disminuciones de sus márgenes, con el objeto de no perder participación de mercado; 3) en los países aludidos se llegaron a utilizar intensivamente controles de precios y de salarios; y 4) el buen desempeño de la inflación en estas economías en el pasado, inhibió la reacción de las expectativas inflacionarias a los movimientos cambiarios (IABM 1988).

contribución que hizo el régimen de flotación al proceso de absorción de los *shocks* del exterior. Estos causaron una marcada contracción de la oferta de recursos externos hacia el país, a lo cual la economía se pudo ajustar mediante una depreciación del tipo de cambio real y un incremento de las tasas de interés reales, lográndose preservar las reservas internacionales. La respuesta conjunta de esas dos variables a las perturbaciones, permitió que el ajuste no recayera únicamente sobre el nivel y la volatilidad de las tasas de interés, lo cual a su vez protegió, cuando menos parcialmente, el ritmo de actividad económica. Esto último no puede conseguirse con un régimen de tipo de cambio fijo.

La flexibilidad del tipo de cambio también contribuyó, entre otros factores, a que la tasa de crecimiento de las exportaciones se mantuviera a niveles relativamente altos, a pesar de las difíciles condiciones prevalcientes en el exterior. Es oportuno recordar que el dinamismo de las exportaciones mexicanas —en particular de las no petroleras— fue un elemento toral para la recuperación y sostenimiento del alto crecimiento económico en el país, durante el periodo 1996-1998.

Como se ha expuesto, el banco central enfatiza pues las virtudes del régimen cambiario de flotación como amortiguador de perturbaciones externas, en cuanto a mitigar el efecto de éstas sobre la actividad productiva y el sector exportador de la economía.

Durante 1998 el Banco de México participó en el mercado cambiario fundamentalmente por la vía de dos mecanismos: mediante la compra de dólares a través de opciones, y por medio del esquema de ventas contingentes de dólares. Como un “evento excepcional”, en una ocasión el banco central vendió moneda extranjera de manera discrecional. Ello, a fin de restablecer el orden en el mercado en una situación de iliquidez, y desincentivar actividades especulativas en contra de la moneda doméstica, que estaban resultando desestabilizadoras.<sup>42</sup>

Durante 1998, el Banco de México compró a través del mecanismo de opciones mil 428 mdd, monto significativamente menor al adquirido en 1997 (4 mil 225 mdd). De hecho, durante el último año mencionado, en todos y cada uno de los meses se presentaron las condiciones en el mercado cambiario que hicieron posible la compra de moneda extranjera por parte del banco central. En contra de ello, en tres de los meses a lo largo del periodo enero-septiembre de 1998 no se ejercieron las opciones subastadas, lo cual respondió a la marcada tendencia hacia la depreciación que mostró el tipo de cambio durante ese lapso. Asimismo, la Comisión de Cambios

---

<sup>42</sup> Según el Banco de México, el esquema de opciones ha sido muy apropiado para acumular reservas internacionales en el contexto de un régimen de flotación. En primer lugar, porque este mecanismo favorece las ventas de dólares al banco central “sólo cuando el mercado de esa moneda está ofrecido, en tanto que las inhibe cuando se encuentra demandado”. En segundo término, y quizá más importante, porque no altera la naturaleza del régimen de flotación, una de cuyas características principales es la de no predeterminedar el nivel del tipo de cambio (IABM 1998).

determinó la suspensión de las subastas de opciones de venta de dólares a partir de octubre, con objeto de reducir la gran volatilidad prevaleciente en el mercado, que había sido causada por la contracción de liquidez asociada con la abrupta reducción de los flujos de capital hacia México.

Contrariamente a lo sucedido con el mecanismo de opciones, durante 1998 el Banco de México participó con mayor frecuencia en el mercado de cambios mediante el esquema de ventas contingentes de dólares.<sup>43</sup>

Durante 1998 la variabilidad diaria del tipo de cambio fue mucho mayor que la de 1997 (ver cuadro 4 “Tipo de cambios representativos, 1995-2000”), por lo que se presentó con mayor frecuencia la condición que hace que las instituciones de crédito participaran en la subasta de venta de dólares. Así, mientras en 1998 el Banco de México vendió por el mecanismo descrito un total de 895 mdd, en 1997 dicho monto fue de 600 mdd.<sup>44</sup>

La volatilidad del tipo de cambio tiende a elevarse conforme se reduce la liquidez del mercado. Cuando así ocurre, demandas no muy cuantiosas de moneda extranjera pueden causar depreciaciones desproporcionadas del peso. Tales situaciones pueden llevar a la formación de espirales devaluatorias, de graves consecuencias sobre el nivel de la inflación y de las tasas de interés, y, por lo tanto, sobre la actividad económica y el empleo. Con la finalidad de reducir este riesgo, se decidió adoptar el esquema de ventas contingentes descrito. Ello, por cierto, sin incurrir en el peligro de perder cantidades significativas de reservas internacionales. De hecho, todo combinado, resultó que el banco central fue un comprador neto de dólares.

En 1998, se introdujo un ajuste leve al mecanismo de venta de dólares. La liquidez en el mercado de cambios cayó abruptamente a partir de septiembre, con lo que se incrementó la volatilidad cambiaria. En estas circunstancias, y con el objeto de aumentar la eficacia del sistema de ventas automáticas, la Comisión de Cambios determinó que el Banco de México pudiera efectuar hasta tres subastas de dólares durante el día, sin aumentar el monto total a subastarse (que se mantuvo en 200 mdd).<sup>45</sup>

---

<sup>43</sup> Conforme a esta fórmula, el banco central ofreció diariamente en subasta hasta 200 mdd a las instituciones de crédito que le presentaron, a ciertas horas preestablecidas, posturas con un tipo de cambio por lo menos dos por ciento superior al tipo de cambio del día hábil inmediato anterior.

<sup>44</sup> Es pertinente recordar que el propósito de ese esquema es tan sólo el de moderar las fluctuaciones del tipo de cambio, no el de defender niveles específicos de la cotización del peso (IABM 1998).

<sup>45</sup> La primera subasta se celebraría entre las 9:00 y 9:15 horas; si no se agotan los 200 mdd, se celebraría una segunda subasta entre las 11:00 y 11:15 horas; y, por último, si hubiera todavía un remanente, se celebraría una tercera entre las 13:00 y 13:15 horas. Este mecanismo inició con una sola subasta al día, que se celebraba entre las 12:00 y 12:15 horas. Así pues, el aumento en el número de subastas en el día incrementa el monto esperado de moneda extranjera que el Banco de México podría vender a través del mecanismo en cuestión, pero no el monto total ofrecido por día (IABM 1998).

Durante los primeros días de septiembre de 1998, se elevaron tanto la velocidad de depreciación de la moneda nacional como la volatilidad del tipo de cambio, todo en el contexto de un mercado cambiario nacional muy ilíquido. Esta situación se prestó a que aumentara la participación de especuladores, lo que a su vez desestabilizó aún más las condiciones del mercado. La inestabilidad se agravó en particular el 10 de septiembre, fecha en la que la incertidumbre sobre la situación financiera de Brasil y la caída del índice de precios y cotizaciones de la bolsa de valores de Nueva York enturbiaron considerablemente el ambiente en los mercados financieros internacionales. Ese día, el Banco de México inyectó al mercado 200 mdd por medio del esquema de ventas contingentes. Con el fin de “apoyar esta intervención y combatir de manera más efectiva las actividades especulativas, que amenazaban con llevar al tipo de cambio a niveles cada vez más apartados de los congruentes con los fundamentos de la economía”, la Comisión de Cambios acordó que el Banco de México vendiera 278 mdd adicionales, de manera discrecional (IABM 1998).

Como se ha dicho, estas intervenciones contribuyeron a ordenar el mercado. La eficacia de las participaciones del Banco de México en el mercado cambiario se explica en parte porque fueron acompañadas de acciones complementarias en materia monetaria (por ejemplo, el 10 de septiembre el “corto” se elevó de 70 a 100 mdp). Esas acciones del banco central propiciaron el alza transitoria de las tasas de interés. A partir de la tercera semana de septiembre el tipo de cambio se apreció y las tasas de interés cayeron (ver gráfica 8 “CETES 28 días”, expresado en tasa de promedio mensual, 1995/01-2000/12”).

Las acciones de política del Banco de México tuvieron por objeto procurar la evolución ordenada de las variables nominales de la economía, incluyendo al tipo de cambio, fundamentalmente a través del manejo de la política monetaria, y sólo en situaciones extraordinarias recurrió a la intervención directa en el mercado de cambios.

Durante 1999, el tipo de cambio del peso frente al dólar estadounidense —en el contexto del régimen de libre flotación— mostró una tendencia general hacia la apreciación. La dilución de las influencias externas negativas prevalecientes durante la segunda mitad de 1998 dio lugar durante los primeros meses de 1999 a una revaluación cambiaria y a la subsecuente estabilidad del tipo de cambio. Asimismo, la recuperación del precio del petróleo y el dinamismo de la economía de Estados Unidos se reflejaron en un aumento considerable de las exportaciones de México. De esta manera, la apreciación del tipo de cambio vino acompañada de una reducción en el déficit de la balanza comercial.

Según el Banco de México, en 1999 nuevamente el régimen cambiario de flotación demostró su efectividad para ayudar a absorber las perturbaciones provenientes del ex-

terior. Asimismo, establece una conclusión que considero importante subrayar: en “un entorno externo incierto y dada la volatilidad de los flujos internacionales de capital, dicho régimen cambiario es... el idóneo para la economía mexicana” (IABM 1999).

El cuadro 3 “Volatilidad de los tipos de cambio de las monedas nacionales de países seleccionados frente al dólar, 1995-2000”, muestra la volatilidad de una amplia selección de divisas incluyendo al peso. En este cuadro destaca el hecho de que a lo largo de un periodo de análisis de ocho semestres entre 1996 y 1999, el peso registró una volatilidad muy similar, y en algunos casos inclusive menor, que la de las divisas de países que tradicionalmente han tenido fundamentos económicos robustos y han seguido políticas coherentes.

Durante 1999 el Banco de México participó en el mercado cambiario mediante los dos mecanismos ya conocidos: el establecido para la compra de dólares a través del ejercicio de opciones y el esquema de ventas contingentes de dólares. Bajo el primer mecanismo, compró 2 mil 225 mdd, monto superior al adquirido en 1998 (mil 428 mdd). Durante 1998 el esquema de opciones estuvo vigente sólo de enero a septiembre. En cambio, durante todo 1999 se presentó la precondition para la ejecución de las opciones. En contraste con lo sucedido en 1998, durante 1999 el Banco de México participó con menor frecuencia en el mercado de cambios por conducto del esquema de ventas contingentes de dólares.

Ciertamente, la variabilidad diaria que mostró el tipo de cambio durante 1999 fue menor que la de 1998, por lo que la condición que hace factible que las instituciones de crédito participen en la subasta de venta de dólares se presentó en 1998 con menor frecuencia. En particular, las ocasiones en que este mecanismo se activó en 1999 obedecieron al impacto de perturbaciones provenientes del exterior. Así, en 1999 el Banco de México vendió mediante el mecanismo descrito un total de 405 mdd, a diferencia de 1998 en que el monto ascendió a 895 mdd. A riesgo de ser repetitivo, es pertinente reiterar que según el Banco de México el propósito de dicho esquema es tan sólo el de contribuir a moderar la volatilidad que eventualmente pueda sufrir el tipo de cambio, no el de defender niveles específicos de su cotización (IABM 1998 y 1999).

Según la autoridad monetaria, durante el año 2000 el régimen de flotación cambiaria permitió que el efecto de los diversos factores que generaron incertidumbre de corto plazo con respecto a la evolución de la economía, fuese absorbido por movimientos transitorios del tipo de cambio.<sup>46</sup> Así, la incertidumbre asociada al proceso electoral se tradujo en una depreciación temporal del tipo de cambio. Sin embargo, en fechas posteriores a los comicios el tipo de cambio se apreció gradualmente (IABM 2000).

Al igual que en años anteriores, en el año 2000 la volatilidad del tipo de cambio del peso fue muy similar a la registrada por los tipos de cambio de otros países que

<sup>46</sup> El ejemplo que al respecto se cita fueron las elecciones federales de mediados del año (IABM 2000).

también cuentan con un régimen de flotación (ver cuadro 3 “Volatilidad de los tipos de cambio de las monedas nacionales de países seleccionados frente al dólar, 1995-2000”). Asimismo, el Banco de México participó en el mercado cambiario mediante los dos mecanismos ya señalados: el de compra de dólares a través del ejercicio de opciones y el de ventas contingentes de dólares.

En resumen, la compra de dólares por el Banco de México mediante la subasta de opciones de venta se estableció con la finalidad de acumular reservas internacionales. Como se señaló previamente, este mecanismo propicia que las ventas de dólares que los bancos comerciales hacen al banco central tengan lugar únicamente “cuando el mercado de dólares se encuentra ofrecido y las inhibe cuando el mercado está demandado”. Asimismo, en la óptica de la autoridad monetaria cabe señalar una vez más que este esquema no interfiere con la principal característica de los regímenes de flotación cambiaria que es la de no predeterminedar el nivel del tipo de cambio.

En el año 2000 el Banco de México subastó mensualmente opciones de venta de dólares por 250 mdd. Para el año en su conjunto, el total subastado fue de 3 mil mdd, de los cuales se ejercieron mil 844 mdd. Como era de esperarse, el ejercicio de las opciones subastadas se concentró en aquellos meses en los que el tipo de cambio mostró una tendencia hacia la apreciación. Lo anterior debido a que los tenedores de las opciones pueden vender dólares al Banco de México al tipo de cambio *fix* del día hábil anterior, cuando dicho tipo de cambio esté apreciado respecto a su promedio de los veinte días hábiles inmediatos anteriores al día del ejercicio de las opciones respectivas.<sup>47</sup>

En el año 2000 la variabilidad del tipo de cambio del peso mexicano fue ligeramente inferior a la observada durante 1999 y ello se tradujo en una menor venta de dólares vía este mecanismo. Así, en este año solamente el 8 de junio, el Banco de México realizó una venta contingente, por un total de 200 mdd.

En síntesis, la determinación del tipo de cambio del peso mexicano se siguió dando en el contexto de un régimen de libre flotación. Este régimen permite que el tipo de cambio absorba parte de los efectos causados por perturbaciones de carácter externo e interno. En este sentido, los lineamientos acordados por la Comisión de Cambios respecto a los mecanismos de intervención automáticos en el mercado de cambios por parte del Banco de México fueron claramente orientados hacia dos objetivos: la acumulación de reservas internacionales y moderar la volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, es importante destacar que, según el punto de vista de la autoridad monetaria, en ningún caso las acciones referidas han estado encaminadas a defender algún nivel específico del tipo de cambio.

---

<sup>47</sup> Por otra parte, a través del esquema de ventas contingentes el banco central ofrece diariamente en subasta a las instituciones de crédito hasta 200 mdd, siempre y cuando éstas presenten posturas superiores en al menos dos por ciento al tipo de cambio *fix* registrado el día hábil inmediato anterior.

## CAPÍTULO V

# EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DEL TIPO DE CAMBIO REAL, 2001-2006

### SITUACIÓN ACTUAL DEL TIPO DE CAMBIO REAL

EN LA GRÁFICA 11 “ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL: desviación estándar y promedio, 2000-2006” y en el cuadro 6 “Índice del tipo de cambio real con precios consumidor y con respecto a 111 países, 2000-2006” (base 1990), se presentan la desviación estándar y el promedio del tipo de cambio real para el periodo considerado. Por lo que respecta al promedio del índice del tipo de cambio real, este muestra una tendencia decreciente al pasar de 68 en el 2000 a 62 en el 2001, y de 61 en el 2002. Luego, a partir de este último año presenta una tendencia creciente en los años 2003 y 2004, al pasar dicho índice promedio anual a 71 y 77, respectivamente. A su vez, en los años 2005 y 2006 el promedio decrece consecutivamente a 73 y 72. Considerando todo el periodo, en forma consistente con lo anterior, la desviación estándar es mayor en los años 2002 y 2005, de 3.35 y 3.16, respectivamente.

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Promedio	68.8328	62.7818	61.0652	71.8138	77.2618	73.9075	72.9897

Efectivamente, los datos anteriores sugieren que el tipo de cambio real se apreció consecutivamente en forma consistente durante los años 2001 y 2002 y, a partir de este último año, se depreció también en forma consecutiva durante 2003 y 2004. Considerando este último año, se vuelve a apreciar consecutivamente durante los años 2005 y 2006. Por lo tanto, durante el periodo considerado el tipo de cambio real alternó entre la apreciación y la depreciación.

Asimismo, lo anterior se confirma con los datos contenidos en el cuadro 7 “Índice del tipo de cambio real, 1994-2006” (base 1990=100), cuyo extracto del mismo se presenta enseguida.

<b>Año</b>	<b>Basado en precios al consumidor <sup>(1) (2)</sup></b>	<b>Variación anual (por ciento)</b>
2000	68.8	-11.4
2001	62.8	-8.8
2002	61.1	-2.7
2003	71.8	17.6
2004	77.3	7.6
2005	73.9	-4.4
2006	73.0	-1.3
2005-01	77.8	2.9
2005-02	75.2	-2.8
2005-03	72.2	-7.2
2005-04	70.4	-10
2006-01	69.4	-10.7
2006-02	75.6	0.5
2006-03	74.2	2.7
2006-04	72.7	3.3

<sup>(1)</sup> Un aumento en el índice significa una depreciación del peso.

<sup>(2)</sup> El Banco de México estima el tipo de cambio real efectivo con base en los precios al consumidor y con respecto a una canasta de 111 países, ponderada con el PIB de cada uno de ellos.

Fuente: Banco de México (IABM 2006), FMI e INEGI.

El tipo de cambio real mide la competitividad de un país en el comercio exterior. Una subida del tipo de cambio real, es decir, una depreciación real quiere decir que los bienes extranjeros se encarecen en relación con los bienes domésticos. Manteniéndose todo lo demás constante, implica que los consumidores —tanto nacionales como extranjeros— probablemente alterarán en parte su gasto a favor de los bienes domésticos. Lo anterior significa que aumenta la competitividad de los productos nacionales, mientras que los productos producidos en el exterior son afectados por este movimiento al alza en el tipo de cambio real. Por otro lado, una disminución del tipo de cambio real, es decir, una apreciación real, significa que los bienes nacionales se encarecen relativamente respecto a los bienes extranjeros, es decir, implica una pérdida de competitividad de los bienes domésticos.

El índice del tipo de cambio real se estima con base en el tipo de cambio real, de modo tal que si el índice aumenta en cierto periodo con respecto al de un periodo de referencia, el cual, por supuesto, no necesita coincidir con el periodo base de cálculo, entonces el tipo de cambio real se habrá depreciado, con lo que se habrá ganado ventaja cambiaria. Si por el contrario el índice disminuye, ello implica una apreciación, y la consiguiente pérdida de ventaja cambiaria. Por supuesto, el aumento del tipo de cambio nominal no implica por sí mismo una devaluación del tipo de cambio real. El tipo de cambio real y, en consecuencia, el índice del tipo de cambio real, permanecerán constantes en la medida en que el tipo de cambio nominal aumente en la misma proporción que el índice relativo de precios internos/precios externos.

Los resultados del índice permiten pues apreciar las variaciones que ha tenido el tipo de cambio real durante el periodo considerado, pasando por épocas de apreciación/depreciación, en las que el peso de se ha deslizado con respecto al dólar.

En el transcurso del 2001, bajo el régimen de flotación cambiaria el posible efecto de los diversos factores que generaron incertidumbre de corto plazo con respecto a la evolución de la economía mexicana fue absorbido mediante movimientos transitorios del tipo de cambio. Así, los eventos del 11-S (11 de septiembre) en Estados Unidos dieron lugar a una sensible depreciación, la cual hacia finales de octubre quedó revertida prácticamente en su totalidad (ver gráfica 12 “Tipo de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 3/01/2000-29/12/2006”). En respuesta a estos eventos los participantes en el mercado esperaban en el corto plazo un tipo de cambio más depreciado, mayor incertidumbre respecto a su cotización a futuro así como un mayor sesgo a la depreciación. No obstante, a mediados de octubre las condiciones en el mercado cambiario ya eran muy similares a las prevaecientes antes del 11-S.

Durante el año 2001 el tipo de cambio mostró una tendencia hacia la apreciación, que al cierre del año resultó de 4.6 por ciento (ver gráfica 12 “Tipo de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 3/01/2000-29/12/2006”). Este comportamiento

se explica fundamentalmente por la cuantiosa entrada de capitales, atribuible en parte factores tales como las perspectivas favorables de mediano plazo que se tenían respecto a la economía nacional, la solidez de las cuentas externas del país y la reducción del riesgo país y de depreciación cambiaria.

Durante los primeros tres meses del 2002 el tipo de cambio mostró una tendencia a apreciarse, alcanzando el primero de abril la cotización de 9.01 pesos por dólar. A partir de ese momento la paridad comenzó a depreciarse ubicándose al final del 2002 en 10.40 pesos por dólar y acumulando con respecto al cierre del 2001 una depreciación de 13.5 por ciento (ver gráfica 12 “Tipo de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 3/01/2000-29/12/2006” y cuadro 8 “Tipos de cambio representativos, 2001-2006”). A esta tendencia hacia la depreciación del tipo de cambio del peso frente al dólar de Estados Unidos a partir del segundo trimestre contribuyeron, entre otros factores, la pérdida de dinamismo en las exportaciones mexicanas (ver cuadro 9 “Comercio exterior, 2001-2006”), las cuales fueron afectadas por la posición cíclica de la economía estadounidense; esto último, a su vez, se reflejó en la debilidad del dólar frente a otras divisas.

La depreciación del peso frente al dólar registrada en el último trimestre del 2002 estuvo acompañada por una depreciación del dólar frente al euro de 6.3 por ciento. La correlación entre la cotización peso-dólar y dólar-euro pudiera estar asociada al importante flujo de recursos financieros que tuvo lugar hacia México proveniente de Estados Unidos, el cual resintió la debilidad de la actividad económica en ese país.

Asimismo, las relaciones que presentó el peso con algunas variables financieras al parecer demostraron ser inestables o poco duraderas. Además, pudieron haber sido causadas por comportamientos especulativos, sobre todo cuando se redujo la liquidez en el mercado cambiario (por ejemplo, en las últimas semanas de diciembre).

Durante el año 2003 diferentes eventos de origen interno y externo propiciaron algunos episodios de volatilidad en el tipo de cambio. A principios de año se observó una rápida depreciación del peso acompañada de un aumento en la volatilidad implícita en las opciones de tipo de cambio. Este comportamiento se atribuyó principalmente a la situación geopolítica que prevaleció en esa época, propiciado por el conflicto en Irak, el cual se reflejó en un menor apetito por riesgo. Una vez que se disipó la incertidumbre geopolítica, las primas de riesgo comenzaron a disminuir. Ello, aunado a las bajas tasas de interés externas que prevalecieron, propició que el diferencial de los bonos de deuda soberana de México con respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos se redujera y que las presiones sobre la cotización del peso disminuyeran.

Sin embargo, la incertidumbre asociada a la posibilidad de un debilitamiento en la vinculación del ciclo manufacturero de México con el de Estados Unidos, propició

que hacia finales del año la cotización del peso frente al dólar se debilitara nuevamente y que las tasas de interés de corto plazo en México aumentaran.

En síntesis, la incertidumbre geopolítica asociada al conflicto bélico en Irak hacia finales de 2002 y principios de 2003, contribuyó a que en ese periodo la cotización del peso frente al dólar estadounidense tendiera a depreciarse. No obstante, durante el año 2004 prevalecieron condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. Ello debido a la menor incertidumbre geopolítica a nivel global y a las condiciones monetarias de relativa holgura que prevalecieron en el año. Lo anterior dio lugar a una considerable búsqueda por mayores rendimientos que, a su vez, facilitó el flujo de capitales hacia los llamados mercados emergentes, entre ellos México. Al parecer, este entorno contribuyó decisivamente a que la cotización del peso frente al dólar permaneciera relativamente estable, con una ligera tendencia hacia la apreciación a finales del año.

La considerable elevación de las cotizaciones internacionales de diferentes materias primas coadyuvó a que en el 2004 diversas economías llamadas emergentes, para las que un componente importante de sus exportaciones corresponde a materias primas, registraran una considerable tendencia hacia la apreciación de sus monedas. Este fue el caso de Chile, Brasil, Argentina y Colombia (IABM 2004). Sin embargo, en el caso de México la actividad exportadora es principalmente manufacturera (el petróleo sólo representó aproximadamente el 12 por ciento de las exportaciones totales durante 2004), por lo cual la cotización del peso mostró mayor estabilidad (ver cuadro 9 “Comercio exterior, 2001-2006”).

Durante los años 2004 y 2005 prevalecieron condiciones favorables en los mercados financieros internacionales, atribuibles a la relativa holgura y la menor incertidumbre geopolítica a nivel global. Lo anterior dio lugar a la búsqueda de mayores rendimientos en los mercados financieros internacionales y el mayor “apetito por riesgo” de los inversionistas, particularmente hacia las llamadas economías emergentes, lo que se vio reflejado en un comportamiento más estable de la cotización del peso frente al dólar.

Al igual que en los años 2004 y 2005, durante los primeros meses del 2006 continuaron las condiciones favorables en los mercados financieros internacionales como consecuencia de la relativa holgura a nivel global. Sin embargo, durante el segundo trimestre del año la percepción de una posible transición hacia un entorno de mayor restricción monetaria global se vio acompañada de una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y de un “menor apetito por riesgo” de los inversionistas. Lo anterior dio lugar a un incremento transitorio en las tasas de interés de plazos mayores y en los diferenciales de tasas de interés de deuda soberana en diversos países denominados emergentes. En el caso de México, este ajuste fue

afectado por cierta incertidumbre asociada al proceso electoral federal, lo cual propició que el ajuste al alza en las tasas de interés internas fuera ligeramente mayor que en otras economías llamadas emergentes.

El incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, con la consecuente disminución en los flujos financieros internacionales dirigidos hacia las economías emergentes, contribuyó a que el tipo de cambio de diversas economías registrara una tendencia a la depreciación de sus monedas, específicamente durante el segundo trimestre del año. Finalmente, es importante señalar que la volatilidad que se presentó en los mercados financieros internos durante el segundo trimestre fue, principalmente, de corto plazo y se dispó gradualmente a lo largo del tercer trimestre. Las tasas de interés de mayor plazo y el tipo de cambio regresaron a los niveles que habían observado antes del episodio de volatilidad.

En esta parte permítanme abrir un paréntesis para presentar algunos comentarios sobre los efectos de una sobrevaluación. Es difícil decir cuál debe ser el tipo de cambio real de equilibrio, y si el tipo de cambio real está en efecto apreciándose o depreciándose. No obstante, cuando hay un desalineamiento en el tipo de cambio producido por una sobrevaluación, se tiene que sus efectos principales son los siguientes.

*Primero:* una pérdida en la competitividad externa. Esta pérdida dirige a un incremento de las importaciones y a una reducción de las exportaciones. Incluso si el déficit comercial resultante puede financiarse mediante reservas o tomando préstamos, puede ser imprudente privarse de estos recursos o incurrir en pasivos externos crecientes cuyos intereses en última instancia necesitarían pagarse por los superávits comerciales.

*Segundo:* pérdida de producción doméstica, empleo e ingresos fiscales. Las firmas que no pueden competir rentablemente por más tiempo con las importaciones o que producen exportaciones para el mercado mundial, primero recortarán la producción y, si la sobrevaluación persiste, pararán la producción. El resultado será una pérdida de empleos y de ingresos tributarios.

*Tercero:* una última devaluación. Esta medida con frecuencia es forzada por los estrategias de política por una crisis de la balanza de pagos. Los mercados de activos anticiparán la devaluación y, por lo tanto, cambiarán a dólares y a otras divisas si éstas están disponibles libremente, o acelerarán las importaciones de los bienes con precios bajos y retendrán las exportaciones de los bienes que se vendan a precios domésticos más altos. Estos cambios a cuasi-dólares significan: *a)* una pérdida de divisas para el país, *b)* un subsidio a los importadores, y *c)* un aumento inesperado en las ganancias de los exportadores.

*Cuarto:* efectos adversos en los mercados financieros domésticos. Los comerciantes intentarán tomar préstamos en moneda doméstica para financiar la acumulación de las importaciones o vender los *stocks* de exportaciones que están retenidas en espera

de la devaluación. Las tasas de interés serán empujadas al alza, lo cual afectará a otros sectores. Si la sobrevaluación persiste, muchas industrias pueden ir a la quiebra especulando. Si los bancos quiebran debido a la especulación, el gobierno tendría que incurrir en costos considerables para rescatar al sistema financiero.

### ¿POR QUÉ LA MAYOR VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO REAL?

El tema de la volatilidad del tipo de cambio lleva a plantear la cuestión de si el tipo de cambio flotante libre constituye una alternativa viable para México,<sup>1</sup> que implica a su vez plantear si México realmente puede dejar el valor de su moneda a los caprichos de los flujos internacionales de capital y dedicar totalmente la política monetaria al objetivo de estabilizar los precios internos. Además, es importante también plantearse hasta qué grado este objetivo podría minarse por la excesiva volatilidad y los desalineamientos asociados con la flotación libre.

Así, independientemente de lo apropiado que el régimen de tipo de cambio flotante puede ser, de sus virtudes que en el caso de México continuamente son exaltados en forma impetuosa por la autoridad monetaria, parece que hay un número de razones que son inconvenientes, particularmente señaladas para los países en desarrollo y las economías en transición, así como también para los países industriales más pequeños. Sobre todo, comparado con las mayores economías industriales, las economías en desarrollo y de los llamados mercados emergentes son mucho más dependientes del comercio exterior, el cual típicamente se factura en divisas. En promedio, según UNCTAD (2000), la parte del comercio internacional de la producción doméstica de estos países es dos veces más grande que la de Estados Unidos, la Unión Europea o Japón, por lo que el impacto de los movimientos en el tipo de cambio en sus condiciones económicas domésticas —incluyendo los precios, la producción y el empleo— es muy grande. Sin embargo, estas economías tienen, o pueden tener en determinado momento, un endeudamiento externo neto elevado, una gran proporción de la cual está denominada en divisas. En consecuencia, los cambios agudos en su tipo de cambio tienden a generar dificultades en el servicio de la deuda, en la liquidez y problemas de solvencia. En un agudo contraste, un país como Estados Unidos puede tomar préstamos en su propia moneda, pasando efectivamente, por lo tanto, el riesgo del tipo de cambio a los acreedores.

---

<sup>1</sup> A nivel general, esta pregunta es válida también para los países en desarrollo y las economías en transición.

Una segunda razón consiste en el siguiente argumento. Muchas economías en desarrollo y en transición carecen de instituciones creíbles, y esto en sí mismo constituye una causa de la mayor volatilidad en los tipos de cambio y, por lo tanto, en el mercado de cambios, el cual se cree que ha dirigido a generalizar el *miedo a la flotación* (*fear floating*) entre los llamados mercados emergentes. En consecuencia, un gran número de aquellos países los cuales demandan permitir que sus tipos de cambio floten actualmente persiguen regímenes intermedios, y usan las tasas de interés y la intervención en el mercado de dinero para influir en los tipos de cambio. Este hallazgo también contradice la afirmación de que los mercados emergentes se han estado separando de los regímenes ajustables (Calvo y Reinhart, 2000; Fischer, 2001; Reinhart, 2000).

En esta línea, la experiencia de los mayores países industriales con tipos flotantes durante los años entreguerras, así como también desde el colapso del sistema de Bretton Woods, sugiere que la volatilidad, los giros y los desalineamientos en los tipos de cambio simplemente no pueden atribuirse a la carencia de instituciones creíbles. Mejor dicho, son características sistémicas de los mercados monetarios dominados por los flujos de arbitraje de corto plazo. A este respecto quizá sea válido citar un ejemplo histórico: la experiencia de Francia en la década de 1920, que fue descrita en forma clara en un reporte de la Liga de las Naciones en 1944:

Los peligros de tales movimientos acumulativos y que por sí mismo se agravan bajo un régimen de tipos de cambio libremente fluctuantes están claramente demostrados por la experiencia francesa de 1922-1926. Los tipos de cambio en tales circunstancias están limitados a llegar a ser altamente inestables, y la influencia de los factores psicológicos pueden ocasionalmente ser abrumadores. Los economistas franceses estuvieron tan impresionados por esta experiencia que desarrollaron una “teoría psicológica” especial de las fluctuaciones del tipo de cambio, enfatizando [que] el carácter indeterminado de los tipos de cambio pierden su propio nivel en un mercado sacudido por las anticipaciones especulativas... La experiencia del franco francés de 1922 a 1926 y de [tales] intervalos de fluctuaciones incontroladas como ocurrió en ciertas monedas en la década de los años 1930 demuestra no sólo la dificultad de mantener un tipo de cambio libremente flotante en un nivel estable... [Por otra parte], muestra también cuán difícil puede ser para la balanza comercial de un país ajustarse por sí misma a las extensas y violentas variaciones. [Liga de las Naciones, 1944: 18, 19; citado por UNCTAD (2000)].

Sobre esta misma experiencia, en 1937 von Hayek explicó los giros no sólo en términos de los flujos de capital de corto plazo; también argumentó que los tipos flotantes alentaron tales flujos de capital:

... los movimientos de fondos de corto plazo con frecuencia se deben no a los cambios en la demanda de capital para la inversión, sino a los cambios [tanto] en la demanda de efectivo (*cash*) como a las reservas de liquidez... [Es por esta razón] que los movimientos de capital

internacional de corto plazo tienen una mala reputación como causas de las perturbaciones monetarias. Y esta reputación no es despreciable en conjunto... [En conjunto soy incapaz de ver] por qué bajo un régimen de tipos de cambio variables el volumen de los movimientos de capital de corto plazo deben ser... muy grandes. Cada sospecha de que los tipos de cambio probablemente cambien en el futuro próximo crearía un poderoso motivo adicional para que los fondos cambien del país cuya moneda es probable que caiga al país cuya moneda es probable que aumente... Esto significa que si la causa original es un movimiento de capital de corto plazo, la variabilidad del tipo de cambio tenderá a multiplicar su magnitud y puede volver lo que originalmente podría haber sido un inconveniente menor en una perturbación mayor [von Hayek, 1937: 62-64; citado por UNCTAD (2000)].

De hecho, desde el colapso de los acuerdos de Bretton Woods, la volatilidad, los persistentes desalineamientos y los giros también han sido las características dominantes de los tipos de cambio de las mayores monedas de reserva —las otrora llamadas *divisas clave*. A pesar de una convergencia significativa de las tasas de inflación y de las tendencias en los costos laborales unitarios durante la década de los años 1990, los tipos de cambio de los países del G-3 continuaron mostrando persistentes desalineamientos y grandes giros. Este comportamiento desordenado causó serios problemas para los países en desarrollo en el manejo de sus monedas y su deuda externa, y con frecuencia fue un factor importante en las mayores crisis de los llamados mercados emergentes. Pero estos problemas generalmente han sido ignorados por los mayores países industriales, los cuales, en su mayor parte, han “engranado” su política monetaria a los objetivos domésticos, sobre todo, combatiendo la inflación. Sólo en unas pocas ocasiones han recurrido a la intervención (Estados Unidos y Japón por ejemplo, los cuales están comprometidos con la flotación libre) y a una coordinación política *ad hoc* cuando la inestabilidad de la moneda y los desalineamientos representaron amenazas serias a sus perspectivas económicas —en la segunda mitad de la década de 1980, para realinear y estabilizar el dólar a pesar del aumento de las presiones proteccionistas— asociados con grandes desequilibrios comerciales, y otra vez a mediados de los años 1990, cuando el yen aumentó a niveles sin precedentes respecto al dólar.

Adicionalmente, los países en desarrollo fueron alentados a adoptar la flotación con base en los argumentos de que la incertidumbre resultante del tipo de cambio podría remover las garantías implícitas y desalentar los préstamos imprudentes. Sin embargo, la experiencia ha mostrado que las crisis son probables que ocurran bajo tipos flotantes (*floating*) como bajo tipos pegados (*pegs*) ajustables (World Bank, 1998). En un entorno de liberalización financiera y libre movilidad de capital, los tipos de cambio nominales fracasan para moverse en una forma ordenada para ajustar las diferencias en las tasas de inflación (*v. gr.*, la paridad del poder de compra no se preserva), mientras que el ajuste de las tasas de interés a la inflación es verdaderamente rápido. Como

resultado, las monedas de los países de alta inflación tienden a apreciarse en el corto plazo. Bajo los tipos de cambio que en la literatura se llaman pegados suaves (*soft pegs*), la excesiva entrada de capitales (*v. gr.*, las entradas en exceso de las necesidades de la cuenta corriente) atraídos por las oportunidades de arbitraje incrementarían sus reservas internacionales; en tanto que bajo los tipos de cambio flotantes dirigirían a apreciaciones nominales, los cuales refuerzan —en vez de atemperar— las entradas de capital y agrava la pérdida de competitividad causada por la mayor inflación. Aunque las apreciaciones también aumentan los riesgos de la moneda, los mercados pueden ignorarlos cuando son conducidos por un comportamiento en manada. El caso que aquí se puede citar como ejemplo son los países del este asiático; si se hubiese permitido a sus monedas flotar en los primeros años de la década de 1990, cuando las entradas excedieron las necesidades de la cuenta corriente, el resultado podría haber sido apreciaciones adicionales y el ensanchamiento de los desequilibrios de pagos. De hecho, en presencia de grandes entradas de capital durante los primeros años de la década de 1990, muchos gobiernos de los países de Asia del Este generalmente eligieron intervenir para prevenir la apreciación.

Además, hay que tener presente que la experiencia de la posguerra de los llamados mercados emergentes con la flotación es limitada; en su mayor parte está concentrada en las consecuencias de los episodios que siguieron a las crisis financieras. No obstante, según este punto de vista, ello revela cierto número de características que desmienten las promesas de los defensores del tipo de cambio flotante. Ahora, el ejemplo es América Latina, donde las tasas de interés domésticas han sido más sensibles a los cambios en las tasas de interés de Estados Unidos, y han sido más variables en los países con regímenes flotantes que aquellos con tipos de cambio fijo (*fixed*) o pegado (*pegged*), implicando una menor —en vez de una mayor— autonomía monetaria y un mayor riesgo para el sistema financiero (Hausmann 1999). La flotación aparece para promover las políticas monetarias procíclicas cuando las tasas de interés tienden a aumentar durante la recesión. Ello también dirige a la contracción de los mercados financieros domésticos y a mayores tasas de interés, incrementando el riesgo de las tenencias de activos domésticos. Por lo tanto, conforme a lo aquí expuesto, el tipo de cambio flotante no es un dichado de virtudes intrínsecas como habitualmente se nos presenta.

## TIPO DE CAMBIO REAL Y SU IMPACTO EN LA BALANZA COMERCIAL

De acuerdo con el enfoque del tipo de cambio real, cambios en el tipo de cambio real tienen un impacto sobre la competitividad de los productos domésticos en los mercados internacionales, con las siguientes implicaciones. Una depreciación del tipo de cambio real significa que se habrá ganado ventaja cambiaria; en tanto que una apreciación del tipo de cambio real implica una pérdida de ventaja cambiaria.

Así, al ganar competitividad por la depreciación del tipo de cambio real, las exportaciones nacionales se incrementan debido al menor costo de los productos domésticos en el exterior. Por el contrario, cuando la paridad real se aprecia, la pérdida de competitividad provocará la caída del volumen de exportaciones nacionales por su mayor costo. Por el otro lado, las importaciones tenderán a disminuir cuando el tipo de cambio real se deprecie por el mayor costo de los productos en dólares, mientras que aumentarán cuando la paridad real se aprecie, por el mayor poder adquisitivo en términos de moneda local.

El resultado de este proceso se refleja en la balanza comercial. Por lo tanto, el saldo comercial mejora cuando el tipo de cambio real se deprecia, lo cual significa que probablemente se alcance una posición de superávit o, por lo menos, que se reduzca el nivel del déficit comercial. En otro sentido, cuando el tipo de cambio real sufra una apreciación, el saldo en la balanza comercial será impactado negativamente, provocando o empeorando el déficit existente.

La situación real de la economía mexicana durante el periodo que en esta sección se analiza, al parecer muestra que, por un lado, el tipo de cambio nominal ha estado sobrevaluado, y por el otro, que el tipo de cambio real se ha depreciado a partir del 2002 (ver gráficas 11-14: “Índice del tipo de cambio real: desviación estándar y promedio, 2000-2006”, “Tipo de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 3/01/2000-19/12/2006”, “Índice del tipo de cambio real, 1998-2006” e “Índice del tipo de cambio real, 2000-2006”; ver cuadros 6-8: “Índice del tipo de cambio real con precios consumidor y con respecto a 111 países, 2000-2006”, “Índice del tipo de cambio real, 1994-2006” y “Tipos de cambios representativos, 2000-2006”). Esto ha contribuido a la existencia de un permanente déficit comercial, que además es alimentado por diversos factores que se mencionan más adelante. La evidencia gráfica muestra una correlación aparentemente cercana y directa entre los cambios en el tipo de cambio real y los movimientos del saldo de la balanza comercial, dentro de un permanente déficit (excepto por febrero de 2003) cuando se registró un histórico superávit (ver cuadro 9 “Comercio exterior, 2001-2006”).

En forma sintética, la balanza comercial se caracterizó durante el 2001 por los

siguientes factores: la caída en el valor de las exportaciones y de las importaciones de mercancías con relación a sus niveles del año previo, atribuible a la contracción del comercio mundial; la caída de las exportaciones comprendió tanto a las no petroleras como a las petroleras; una marcada disminución en la segunda mitad del año de las exportaciones manufactureras; un incremento de la participación de los productos de México en el total de importaciones que efectúa Estados Unidos; descenso de las importaciones de mercancías, el cual obedeció a la pérdida de fortaleza que experimentaron la producción y la demanda internas, así como a la contracción de las exportaciones, las cuales generan una demanda de insumos importados; una ampliación del saldo comercial deficitario, atribuible en su totalidad a la disminución que experimentó el valor de las exportaciones petroleras (de hecho, el déficit comercial no petrolero se redujo significativamente con relación a su nivel del 2000) (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”). El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue más moderado que el del año precedente, tanto medido en dólares corrientes como en proporción del PIB, y se financió con recursos externos de largo plazo.

En el 2001 el déficit de la balanza comercial fue de 9 mil 954 mdd, monto 24.4 por ciento superior al de 8 mil 3 mdd del año anterior (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”). Este resultado se derivó de exportaciones de mercancías por 158 mil 443 mdd y de importaciones por 168 mil 396 mdd. La ampliación del déficit comercial es atribuible en su totalidad a la reducción que experimentó el valor de las exportaciones petroleras, el cual respondió, a su vez, a la debilidad que presentó la demanda mundial de crudo. El déficit comercial no petrolero disminuyó 2 mil 128 mdd con respecto a su nivel del 2000.

El valor de las exportaciones de mercancías descendió 4.8 por ciento en el 2001. El comportamiento de las ventas al exterior fue reflejo de la pérdida de vigor de la economía mundial y, en particular, de la de Estados Unidos. Las exportaciones no petroleras sufrieron una marcada desaceleración; para el año en su conjunto descendieron 3 por ciento, lo cual obedeció principalmente al comportamiento de las exportaciones de bienes manufacturados, las cuales se redujeron 2.7 por ciento en el año. Tanto las exportaciones del sector manufacturero no maquilador como las del maquilador experimentaron en 2001 variaciones negativas, pero la caída fue más pronunciada en las del sector maquilador.<sup>2</sup>

El valor total de las importaciones de mercancías se redujo 3.5 por ciento en 2001. Esto ocurrió en respuesta a la disminución de la producción y del gasto agregado

---

<sup>2</sup> En el 2001 el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 18.57 dólares por barril, nivel significativamente más bajo que el de 24.62 dólares del año previo. Así, esa reducción del precio propició que el valor de las exportaciones petroleras disminuyera 21.9 por ciento (IABM 2001).

internos, así como por el descenso de las exportaciones manufactureras que utilizan insumos importados. En el año se contrajeron las importaciones de bienes intermedios, tanto las correspondientes al sector maquilador como al no maquilador. Las importaciones de bienes de capital también descendieron (6.8 por ciento) debido a la contracción que mostró el gasto de inversión del sector privado. En contraste, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 18.3 por ciento, un incremento elevado pero significativamente menor que el observado en el 2000 (37.1 por ciento).

En 2001 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos cerró en 17 mil 681 mdd, nivel equivalente a 2.9 por ciento del PIB. Este déficit fue inferior al observado en el 2000, tanto medido en dólares corrientes (17 mil 737 mdd) como en proporción del PIB (3.1 por ciento). Este déficit se financió principalmente con recursos externos de largo plazo obtenidos por el sector privado, provenientes en su mayor parte de inversión extranjera directa y de préstamos al sector privado no bancario (IABM 2001).

En resumen, las características más sobresalientes en el 2002 de la balanza comercial consistieron en el ligero incremento del valor tanto de las exportaciones como de las importaciones de mercancías con respecto a los niveles del 2001; un aumento modesto de las exportaciones no petroleras a causa de la debilidad de la economía mundial y, por ende, de la demanda externa, en particular, de la proveniente de Estados Unidos;<sup>3</sup> un importante incremento de las exportaciones petroleras, lo cual reflejó la tendencia al alza de los precios internacionales del petróleo; aumento modesto de las importaciones de mercancías, en respuesta a los moderados incrementos que registraron la producción, la demanda interna y las exportaciones manufactureras, mismas que utilizan insumos importados; y reducción del saldo comercial deficitario. Además, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos tuvo una contracción significativa, el cual fue financiado en su mayor parte con recursos de largo plazo.

El déficit de la balanza comercial sumó 7 mil 997 mdd en el 2002, monto 19.7 por ciento menor que el registrado en el año previo (9 mil 954 mdd). Ese menor déficit fue reflejo en buena medida del aumento que experimentaron en el año las exportaciones petroleras.

El valor de las exportaciones de mercancías creció 1.4 por ciento en el 2002 (ver 9 cuadro "Comercio exterior, 2001-2006"). Las exportaciones no petroleras aumentaron ligeramente, en 0.4 por ciento, igual tasa que la de las ventas al exterior

---

<sup>3</sup> Esta evolución de las exportaciones no petroleras también es atribuible a que se ha atenuado la competitividad de la economía mexicana por la ausencia de nuevas medidas de cambio estructural, mientras que éste se ha profundizado en otras economías que concurren a los mercados del exterior en los que compete México (IABM 2002).

de productos manufacturados. Las exportaciones del sector manufacturero maquilador se incrementaron (1.5 por ciento), mientras que las del sector no maquilador disminuyeron (0.8 por ciento).<sup>4</sup>

El valor de las importaciones de mercancías se incrementó en 0.2 por ciento (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”). Este resultado se originó de la modesta expansión que presentaron en el año la producción y el gasto agregado internos, así como del bajo crecimiento que registraron las exportaciones manufactureras, las cuales utilizan insumos importados. Las importaciones de bienes intermedios se acrecentaron en tan sólo 0.3 por ciento, en respuesta a la combinación de un aumento de 2.9 por ciento de las correspondientes al sector maquilador y una reducción de 2 por ciento de las efectuadas por el sector no maquilador. Por otra parte, las compras en el exterior de bienes de capital descendieron 6.7 por ciento, como reflejo de la caída que observó en el periodo el gasto de inversión del sector privado.

En el 2002 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se contrajo, medido tanto en dólares como con relación al PIB. En efecto, en ese año el déficit resultó de 14 mil 58 millones de dólares, monto equivalente a 2.2 por ciento del PIB. Tales cifras se comparan favorablemente con el déficit observado en 2000 y 2001 de 18 mil 159 y 18 mil 8 mdd, que como proporción del PIB se ubicaron respectivamente en 3.1 y 2.9 por ciento. El déficit corriente se financió principalmente con recursos externos de largo plazo (IABM 2002).

Los rasgos característicos de la balanza comercial en el 2003 consistieron en un incremento modesto en el valor tanto de las exportaciones como de las importaciones de mercancías; falta de dinamismo de las exportaciones no petroleras debido a la escasa fortaleza durante la primera parte del año de la demanda externa y el debilitamiento de la competitividad de la economía del país; incremento significativo de las exportaciones petroleras, como reflejo de aumentos tanto del volumen como del precio del crudo; disminución de la participación de los productos mexicanos en las importaciones de Estados Unidos; moderado aumento de las importaciones de mercancías, en respuesta a la modesta expansión que registraron en el año la producción y el gasto agregado internos, así como por la disminución que presentaron las exportaciones manufactureras en cuya fabricación se utilizan insumos importados; reducción del déficit comercial, lo que se explica por el aumento en el valor de las exportaciones petroleras.

Durante el año 2003 el déficit de la balanza comercial sumó 5 mil 690 mdd, monto 28.1 por ciento menor al registrado el año previo (7 mil 916 mdd). Ese

---

<sup>4</sup> En el 2002 el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 21.58 dólares por barril, nivel 3.01 dólares superior al observado en 2001. El incremento de dicho precio propició que en el año el valor de las exportaciones petroleras creciera 13.1 por ciento (IABM 2002).

menor déficit se explica, principalmente, por el aumento que experimentaron las exportaciones petroleras. Por su parte, el valor de las exportaciones de mercancías creció 2.5 por ciento en 2003 (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”). Las exportaciones no petroleras disminuyeron ligeramente, en 0.1 por ciento, en respuesta a un descenso de 0.7 por ciento de las de productos manufactureros. En estas últimas se contrajeron tanto las efectuadas por el sector maquilador (0.9 por ciento) como las realizadas por el sector no maquilador (0.5 por ciento).<sup>5</sup>

El valor de las importaciones de mercancías aumentó 1.1 por ciento (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”). Ello respondió principalmente a dos factores: por un lado, al modesto crecimiento que presentaron la demanda interna y la producción nacional y, por otro, a la debilidad que registraron las exportaciones manufactureras, muchas de las cuales suelen utilizar insumos importados. Las importaciones de bienes intermedios se acrecentaron 1.8 por ciento, como resultado neto de un aumento de 3.8 por ciento de las adquisiciones efectuadas por el sector no maquilador y de una disminución de 0.4 por ciento de las correspondientes al sector maquilador. Por otra parte, las importaciones de bienes de capital descendieron en el año 3.7 por ciento, como reflejo de la caída que observó el gasto de inversión del sector privado. Con este resultado las importaciones de bienes de capital acumularon una caída durante tres años seguidos, lo cual no tiene precedente en las estadísticas de la balanza comercial. Las importaciones de bienes de consumo aumentaron moderadamente en 1.6 por ciento en 2003.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se contrajo, tanto medido en dólares como con relación al PIB. El déficit resultó de 9 mil 238 mdd, monto equivalente a 1.5 por ciento del PIB. Tales datos se comparan con el déficit observado en 2001 y 2002 de 18 mil 158 y 14 mil 53 mdd, que como proporción del PIB se ubicaron en 2.9 y 2.2 por ciento. Asimismo, al igual que en los años previos, en el 2003 el saldo deficitario de la cuenta corriente se financió principalmente con recursos financieros de largo plazo (IABM 2003).

Las características más relevantes de la balanza comercial en el 2004 gravitaron en torno a los siguientes factores: incrementos significativos en el valor tanto de las exportaciones como de las importaciones de mercancías; dinamismo de las exportaciones no petroleras en respuesta a una mayor fortaleza de la demanda externa; aumento importante por segundo año consecutivo de las exportaciones petroleras, como consecuencia del alza considerable que registró el precio internacional del crudo;

---

<sup>5</sup> En el 2003 las exportaciones petroleras crecieron 28.9 por ciento a tasa anual. Tal evolución se derivó por incrementos tanto del volumen como del precio del crudo exportado. En el año el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 24.79 dólares por barril, 3.21 dólares por encima del observado en 2002 (IABM 2003).

disminución de la participación de los productos mexicanos en las importaciones de Estados Unidos; crecimiento significativo de las importaciones de mercancías, derivado de la expansión que tuvieron en el año la producción y el gasto agregado interno, así como del aumento que presentaron las exportaciones manufactureras para cuya fabricación se utilizan insumos importados; fuerte crecimiento de las importaciones de productos provenientes de China; y ampliación del déficit comercial en respuesta al referido aumento de las importaciones de mercancías. El efecto de las mayores importaciones se vio parcialmente compensado por el elevado valor de las exportaciones petroleras y por el importante crecimiento de las exportaciones no petroleras.

Durante el año 2004 el déficit de la balanza comercial sumó 8 mil 530 mdd, monto superior al registrado el año previo (5 mil 779 mdd). Esto se explica por el aumento que experimentaron las importaciones, cuyo efecto sólo se vio parcialmente compensado por el crecimiento que registraron tanto las exportaciones petroleras como las no petroleras.

El valor de las exportaciones de mercancías creció 14.5 por ciento (ver 9 cuadro "Comercio exterior, 2001-2006"). Ese año las exportaciones no petroleras crecieron 12.9 por ciento, con un incremento de 12.6 por ciento de las correspondientes a productos manufactureros. En estas últimas, se expandieron tanto las efectuadas por el sector maquilador (13 por ciento), como las realizadas por el no maquilador (12 por ciento).<sup>6</sup>

El valor de las importaciones de mercancías aumentó 15.6 por ciento (ver 9 cuadro "Comercio exterior, 2001-2006"). Ello respondió al crecimiento que presentaron en el año la demanda interna y la producción nacional, así como al dinamismo de las exportaciones manufactureras, mismas que utilizan insumos importados.

Las importaciones de bienes intermedios se acrecentaron 15.8 por ciento, como resultado de incrementos de 15.8 por ciento de las adquisiciones efectuadas por el sector no maquilador y de 15.9 por ciento en las correspondientes al sector maquilador. En cuanto a las importaciones de bienes de capital, éstas mostraron un crecimiento de 11.8 por ciento, luego de tres años consecutivos de haber resentido descensos. Por otra parte, las importaciones de bienes de consumo aumentaron 17.9 por ciento.

El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en 2004 resultó de 8 mil 712 mdd, monto equivalente a 1.3 por ciento del PIB. Tales datos se comparan respectivamente con el déficit observado en 2002 y 2003 de 13 mil 410 y 8 mil 587

---

<sup>6</sup> En el 2004 las exportaciones petroleras crecieron 27.2 por ciento, lo que respondió al importante incremento experimentado por el precio del crudo exportado por el país. En el año el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 31.07 dólares por barril, nivel 6.23 dólares mayor al observado en 2003 y el más elevado registrado en los últimos 23 años (IABM 2004).

mdd, que como proporción del PIB se ubicaron en 2.1 y 1.3 por ciento. Al igual que en los dos años previos, en 2004 el saldo deficitario de la cuenta corriente se financió principalmente con recursos de largo plazo (IABM 2004).

Entre las características importantes de la balanza comercial durante 2005 destacan el aumento de las exportaciones no petroleras a una tasa más baja que la observada en el año previo, como resultado de un menor dinamismo de la demanda externa y de la persistente pérdida de competitividad de los productos mexicanos en los mercados internacionales; incremento significativo de las exportaciones petroleras, consecuencia del importante aumento que presentó el precio internacional del petróleo, y que contribuyó a que se redujera el déficit de la balanza comercial respecto al 2004; crecimiento de las importaciones de mercancías a una tasa inferior a la registrada en el año anterior, la cual respondió tanto a un menor dinamismo de la producción para el mercado interno como a la menor expansión que registraron las exportaciones manufactureras en cuya fabricación se utilizan insumos importados, desfavorable desempeño relativo, por tercer año consecutivo, de los productos mexicanos en el mercado de Estados Unidos, es decir, se redujo la participación de los productos mexicanos en las importaciones de Estados Unidos. El déficit de la cuenta corriente fue menor al observado en el 2004.

En el 2005 la balanza comercial arrojó un saldo deficitario por 7 mil 559 mdd, inferior al de 8 mil 811 mdd registrado en el 2004 (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”). El valor las exportaciones de mercancías creció 13.7 por ciento en el 2005, en respuesta a aumentos de 34.8 por ciento de las petroleras y de 10.6 por ciento de las no petroleras. En estas últimas la expansión de las exportaciones manufactureras resultó también de 10.6 por ciento, lo que se derivó de incrementos de 11.3 por ciento de las exportaciones de las empresas maquiladoras y de 9.8 por ciento de las del sector manufacturero no maquilador (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”).<sup>7</sup>

Las importaciones de mercancías mostraron un crecimiento anual de 12.4 por ciento, tasa inferior a la de 15.4 por ciento registrada el año previo (ver 9 cuadro “Comercio exterior, 2001-2006”). Ello respondió, tanto a un menor dinamismo de la producción para el mercado interno, como a la menor expansión que presentaron las exportaciones manufactureras en cuya fabricación se utilizan insumos del exterior.

---

<sup>7</sup> Durante 2005 el mercado petrolero internacional continuó caracterizándose por precios del crudo muy elevados, lo que propició que el valor de las exportaciones petroleras de México aumentara 34.8 por ciento. En ese año el precio promedio de la mezcla mexicana del crudo de exportación se ubicó en 42.72 dólares por barril, nivel 11.67 dólares superior al registrado en 2004. Por otro lado, las importaciones de productos petroleros también presentaron un importante incremento anual (47.2 por ciento). Con lo anterior, en el 2005 el superávit de la balanza comercial petrolera del país (incluyendo los productos de la industria petroquímica) sumó 15 mil 612 mdd, lo que implicó un alza de 3 mil 10 mdd con relación al saldo del 2004 (IABM 2005).

Las importaciones de bienes intermedios crecieron 9.9 por ciento, las de capital 16 por ciento y las de consumo 24 por ciento.

La cuenta corriente de la balanza de pagos presentó en el 2005 un déficit moderado de 5 mil 708 mdd, monto equivalente a 0.8 por ciento del PIB. Dicho déficit se compara con el de 7 mil 180 mdd observado en 2004, que como proporción del PIB se ubicó en 1.1 por ciento. El saldo deficitario de la cuenta corriente de 2005 se financió ampliamente por un importante superávit de la cuenta de capital. Este último se vio favorecido por la holgura que prevaleció en los mercados financieros internacionales y la consecuente mayor preferencia por riesgo (IABM 2005).

Entre los rasgos básicos de la balanza comercial durante 2006 sobresalen el crecimiento de las exportaciones no petroleras superior al observado en el 2005; el incremento significativo del valor de las exportaciones petroleras, como resultado de los altos precios del crudo que prevalecieron en el mercado internacional, y el mayor crecimiento de las importaciones de mercancías que el registrado en el 2005. Ello reflejó el crecimiento más elevado del producto y de la demanda agregada en 2006 que lo alcanzado el año previo. La expansión de las importaciones comprendió a los tres renglones que las conforman (bienes intermedios, de capital y de consumo), destacando el repunte que presentaron las adquisiciones en el exterior de bienes de capital. Asimismo, destacan la recuperación de la participación de los productos mexicanos en el mercado de Estados Unidos, luego de que ésta había disminuido en los tres años previos. Por su parte, el déficit de la cuenta corriente fue moderado y menor que el registrado en 2005.

La balanza comercial arrojó en el 2006 un saldo deficitario de 6 mil 133 mdd, monto menor que el de 7 mil 587 mdd observado en el 2005 (ver 9 cuadro "Comercio exterior, 2001-2006"). El valor de las exportaciones de mercancías aumentó 16.7 por ciento a tasa anual, en respuesta a incrementos de 22.4 por ciento de las exportaciones petroleras y de 15.7 por ciento de las no petroleras. Al interior de estas últimas, las de productos manufacturados se expandieron a una tasa anual de 15.8 por ciento, pero presentaron una desaceleración en el segundo semestre del año.

En el 2006 persistieron los precios altos del petróleo crudo en los mercados internacionales, lo que propició que las exportaciones petroleras aumentaran 22.4 por ciento a tasa anual. En el año el precio promedio de la mezcla mexicana de crudo de exportación se ubicó en 53.04 dólares por barril, nivel 10.33 dólares superior al registrado en el 2005. Por su parte, las importaciones de productos petroleros también presentaron un significativo incremento anual (17.9 por ciento). Con lo anterior, en el 2006 el superávit de la balanza comercial petrolera (incluyendo los productos de la industria petroquímica) ascendió a 19 mil 829 mdd, lo que implicó un alza de 4 mil 221 mdd con relación al saldo del 2005 (ver 9 cuadro "Comercio exterior, 2001-2006").

El importante dinamismo que mostraron en el 2006 el producto y la demanda agregada implicaron que aumentara la demanda por importaciones de mercancías. En efecto, ese año tales adquisiciones en el exterior crecieron 15.5 por ciento, tasa que superó a la del 2005 (12.7 por ciento). Tal evolución se originó de incrementos en los tres tipos de bienes en que se clasifican: bienes de consumo (17.3 por ciento); bienes intermedios (15 por ciento); y bienes de capital (16.4 por ciento).

Durante el 2006 la cuenta corriente de la balanza de pagos de México mostró un saldo deficitario moderado. Así, este déficit resultó de 1,771 mdd, monto equivalente a 0.2 por ciento del PIB, mientras que en 2005 había alcanzado 4 mil 897 mdd (0.6 por ciento del PIB). Este resultado fue influido a la baja por los incrementos que experimentaron el superávit de la balanza comercial petrolera y el ingreso de recursos al país por concepto de remesas familiares.

## **POLÍTICA CAMBIARIA 2000-2006**

Como se mencionó en un apartado previo, en agosto de 1996 la Comisión de Cambios decidió introducir un mecanismo de acumulación de reservas internacionales por medio de la celebración de subastas de opciones de venta de dólares al Banco de México. Este mecanismo complementó la acumulación que normalmente se realiza a través de la compra neta de divisas por parte del banco central a PEMEX y al gobierno federal. El esquema de subasta de opciones cumplió con el objetivo para el cual se creó, permitiendo que el Banco de México incrementara sus activos internacionales de manera importante sin crear distorsiones en el mercado cambiario. En mayo del 2001 se consideró que el nivel alcanzado a esa fecha por el saldo los activos internacionales netos ya no justificaba continuar acumulándose por ese mecanismo. Por lo tanto, se decidió suspender su operación hasta nuevo aviso a partir de la subasta a realizarse el 29 de junio del 2001.<sup>8</sup> En lo que respecta al esquema de ventas contingentes de dólares,<sup>9</sup> y con el propósito de mantener la simetría del régimen de flotación vigente, se determinó suspenderlo a partir del 2 de julio del mismo año.

Durante el periodo en que estuvieron en funcionamiento los mecanismos aludidos (1996–2001), los ingresos de divisas ascendieron a 12 mil 245 mdd (opciones de

---

<sup>8</sup> Véase: boletín de prensa del Banco de México del 18 de mayo de 2001, y los documentos “Mecanismos para la Acumulación de Reservas Internacionales” y “Mecanismo para la Venta de Dólares”.

<sup>9</sup> Téngase presente que diariamente el banco central ofreció en subasta 200 mdd a un tipo de cambio por lo menos 2 por ciento superior al del día inmediato anterior.

compra de dólares) y los egresos a 2 mil 228 mdd (venta de divisas). La acumulación de activos a través de las opciones de compra de dólares representó el 27.5 por ciento de la acumulación de activos internacionales netos durante ése periodo.<sup>10</sup>

Durante los meses del año 2001 en los que estuvo vigente el esquema de subasta de opciones de compra de dólares a las instituciones de crédito por parte del Banco de México, se subastaron mil 500 mdd (250 mdd mensuales), de los cuales se ejercieron mil 363 mdd.<sup>11</sup> Por otra parte, el mecanismo automático de venta de divisas no se utilizó en dicho periodo.

En el transcurso del año el régimen de flotación cambiaria hizo posible que el efecto de los diversos factores que generaron incertidumbre de corto plazo con respecto a la evolución de la economía mexicana fuese absorbido mediante movimientos transitorios del tipo de cambio. Así, los eventos del 11-S (11 de septiembre) en Estados Unidos dieron lugar a una sensible depreciación, la cual hacia finales de octubre quedó revertida prácticamente en su totalidad. Hay que destacar que en respuesta a estos eventos los participantes en el mercado esperaban para los próximos tres meses un tipo de cambio más depreciado, mayor incertidumbre respecto a su cotización a futuro así como un mayor sesgo a la depreciación. No obstante lo anterior, para el 16 de octubre las condiciones en el mercado cambiario ya eran muy similares a las prevalecientes antes del 11-S (IABM 2001).

Durante el año 2001 el tipo de cambio mostró una tendencia hacia la apreciación, que al cierre del año resultó de 4.6 por ciento. Este comportamiento se explica fundamentalmente por la cuantiosa entrada de capitales, atribuible en parte a los siguientes factores: las favorables perspectivas de mediano plazo que se tienen respecto a la economía nacional, la solidez de las cuentas externas de México y la reducción del riesgo país y de depreciación cambiaria.

En resumen, la cotización del peso frente al dólar se dio en el contexto de un régimen de libre flotación, el cual fue “muy efectivo” para absorber, en parte, los efectos causados por las perturbaciones de carácter externo e interno (IABM 2001).

Durante los primeros tres meses del 2002 el tipo de cambio mostró una tendencia a apreciarse, alcanzando el primero de abril la cotización de 9.01 pesos por dólar. A

---

<sup>10</sup> De enero de 1996 a diciembre de 2001. El mecanismo automático de venta de divisas incluye una intervención directa por 278 mdd el 10 de septiembre de 1998 (IABM 2001).

<sup>11</sup> Respecto a la compra de dólares a las instituciones de crédito mediante el mecanismo de opciones en el periodo 1996–2001, hago en forma sintética las siguientes precisiones: 1) en agosto de 1996, la Comisión de Cambios anunció la subasta de opciones de venta de dólares al Banco de México; 2) desde febrero de 1997 y hasta diciembre de 1998, la Comisión de Cambios permitió llevar a cabo una subasta adicional en caso de que se ejerciera el 80% o más de las opciones para el mes respectivo antes del día 16 de dicho mes; y 3) a partir del 31 de mayo del 2001 la Comisión de Cambios decidió suspender la subasta de opciones de venta de dólares al Banco de México (IABM 2001).

partir de ese momento la paridad comenzó a depreciarse ubicándose al final del 2002 en 10.40 pesos por dólar y acumulando con respecto al cierre del 2001 una depreciación de 13.5 por ciento (ver gráfica 12 “Tipos de cambio interbancario con fecha valor 48 horas, 3/01/2000-29/12/2006”). A esta tendencia hacia la depreciación del tipo de cambio del peso frente al dólar estadounidense a partir del segundo trimestre contribuyeron varios factores, entre los que destaca la pérdida de dinamismo en las exportaciones mexicanas, las cuales fueron afectadas por la posición cíclica de la economía estadounidense; esto último, a su vez, se reflejó en la debilidad del dólar frente a otras divisas. Por otro lado, la depreciación del peso posiblemente también estuvo influida por cuestiones de índole estructural, asociadas con la posible pérdida de competitividad de las exportaciones mexicanas ante otros proveedores de manufacturas (por ejemplo, China). Esto a su vez es atribuido a la “falta de acuerdos para llevar a cabo las reformas de carácter estructural que la economía requiere para ser más flexible y eficiente” (IABM 2001).

El Banco de México (IABM 2002) argumenta que la trayectoria que mostró el tipo de cambio de marzo a septiembre resultó congruente con el aumento de la percepción del riesgo país ocurrido en el periodo. Sin embargo, en el último trimestre del 2002 el rendimiento neto de la deuda externa mexicana se redujo en alrededor de 96 puntos base (bono UMS26), en tanto que el peso se depreció 1.8 por ciento frente al dólar. Este resultado contrasta con la correlación positiva que se había observado en trimestres anteriores entre la cotización del peso y los indicadores del riesgo país para México. Uno de los factores que pueden explicar la divergencia entre los movimientos del tipo de cambio y de los indicadores del riesgo país puede ser la correlación positiva entre las paridades peso-dólar y dólar-euro. Esta correlación se había presentado hasta junio de 2002 pero ya no se observó en el periodo julio-septiembre.

A este respecto cabe citar que la depreciación del peso frente al dólar registrada en el último trimestre del 2002 estuvo acompañada por una depreciación del dólar frente al euro de 6.3 por ciento. La correlación entre la cotización peso-dólar y dólar-euro pudiera estar asociada al importante flujo de recursos financieros que tuvo lugar hacia México proveniente de Estados Unidos, el cual resintió la debilidad de la actividad económica en ese país.

Sin embargo, las relaciones que presentó el peso con algunas variables financieras al parecer demostraron ser inestables o poco duraderas. Además, pudieron haber sido causadas por comportamientos especulativos, sobre todo cuando se redujo la liquidez en el mercado cambiario (por ejemplo, en las últimas semanas de diciembre). Los movimientos de la paridad peso-dólar durante el 2002 también pudieron haber respondido a ciertos factores fundamentales que afectan el desenvolvimiento de variables reales que en el largo plazo son las que determinan el nivel de equilibrio del tipo de

cambio en términos reales. Entre estos factores se pueden destacar los siguientes: *a)* la incertidumbre en cuanto a la recuperación económica en Estados Unidos para el año siguiente; *b)* la percepción por parte de los inversionistas, de que ha disminuido la probabilidad de que se lleven a cabo las “reformas estructurales” que requiere la economía mexicana; *c)* la disparidad que se observó en el 2002 entre el incremento de la productividad en el sector de las exportaciones manufactureras de México y la productividad en el ramo manufacturero estadounidense; y *d)* la competencia más intensa que enfrentan las exportaciones mexicanas en el mercado estadounidense.

Por lo demás, durante el 2002 al parecer no se presentó evidencia de que el ajuste cambiario se hubiera manifestado en presiones sobre los precios que obstaculizaran el cumplimiento del objetivo de inflación. Sin embargo, en este punto la función del Banco de México consistió en que se mantuvo atento al surgimiento de dichas presiones, para contrarrestarlas, en su caso.

En lo que respecta al debilitamiento de la transmisión de las variaciones del tipo de cambio a los precios, este pudo obedecer a varios factores: *a)* los agentes económicos son ahora más cautos para modificar sus precios, ya que el tipo de cambio experimenta movimientos imprevistos en ambas direcciones; *b)* la debilidad que mostró la demanda agregada no conformó un entorno propicio para trasladar al consumidor los movimientos del tipo de cambio; *c)* al inicio de año muchos contratos y precios se habían estipulado tomando en cuenta una mayor depreciación que la observada en los primeros meses, por lo que al parecer ya se encontraba incorporada en un número elevado de precios; y *d)* la elevación de las tasas de interés que se produjo en paralelo con la depreciación del tipo de cambio (IABM 2002).

Se ha establecido en apartados previos que un régimen de libre flotación simplifica el manejo de la política monetaria ya que, bajo este esquema cambiario, el tipo de cambio se puede ajustar rápidamente ante las perturbaciones internas y externas, tales como cambios en las tasas de interés internacionales y en los términos de intercambio. Ello, a su vez, implica suponer que la economía se ajuste a estas perturbaciones con mayor facilidad.

Durante el año 2003, la Comisión de Cambios definió un mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México, el cual se anunció en el mes de marzo.<sup>12</sup> Aunque el mantener este tipo de activo implica beneficios —*v. gr.*, mejora las condiciones de financiamiento del país en los mercados

---

<sup>12</sup> La decisión de utilizar este mecanismo respondió a que, en los últimos años, el Banco de México acumuló un monto considerable de reservas internacionales. Véase los comunicados de prensa de la Comisión de Cambios publicados el 7 y el 20 de marzo del 2003, así como el documento “Informe sobre la Inflación: Enero-Marzo de 2003” en el que se hace una descripción del “mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de las reservas internacionales” del Banco de México.

internacionales— también genera un costo para el banco central. Este costo resulta principalmente de la diferencia entre el rendimiento de dichas reservas y la tasa de interés que se paga por los pasivos emitidos para financiar su tenencia. De hecho, en el margen los beneficios netos de continuar acumulando reservas internacionales son cada vez menores con respecto a sus costos. Así, el mecanismo anunciado para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales al parecer permitió canalizar al mercado la mitad de los flujos de divisas que, de otra forma, acrecentarían las propias reservas y que, además, funciona independientemente del nivel y la tendencia de la paridad cambiaria.

Adicionalmente, durante el año 2003 diferentes eventos de origen interno y externo propiciaron algunos episodios de volatilidad en el tipo de cambio. A principios de año se observó una rápida depreciación del peso acompañada de un aumento en la volatilidad implícita en las opciones de tipo de cambio. Este comportamiento se atribuyó principalmente a la situación geopolítica de que prevaleció en esa época, propiciado por el conflicto en Irak, el cual se reflejó en un menor apetito por riesgo. Una vez que se dispó la incertidumbre geopolítica, las primas de riesgo comenzaron a disminuir. Ello, aunado a las bajas tasas de interés externas que prevalecieron, propició que el diferencial de los bonos de deuda soberana de México con respecto a los bonos del Tesoro de Estados Unidos se redujera y que las presiones sobre la cotización del peso disminuyeran.

Sin embargo, la incertidumbre asociada a la posibilidad de un debilitamiento en la vinculación del ciclo manufacturero de México con el de Estados Unidos, propició que hacia finales del año la cotización del peso frente al dólar se debilitara nuevamente y que las tasas de interés de corto plazo en México aumentaran.

Finalmente, es importante destacar que durante 2003 no hubo evidencia de que el traspaso de los movimientos del tipo de cambio hacia la inflación se incrementara, por lo que las fluctuaciones cambiarias no tuvieron efectos importantes sobre la inflación (IABM 2003).

Como se mencionó líneas arriba, en marzo del 2003 la Comisión de Cambios definió un mecanismo cuyo objetivo sería reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de México. Dado el nivel que éstas habían alcanzado, se concluyó que los beneficios de continuar incrementando su nivel serían cada vez menos significativos. Por lo tanto, a partir de mayo del 2003, mediante ése mecanismo, el Banco de México subastó diariamente un monto fijo de dólares en un horario preestablecido. Se determinó que el monto de dólares por vender se calcularía trimestralmente y correspondería al 50 por ciento del flujo de acumulación de reservas durante el trimestre previo, una vez consideradas las ventas realizadas en ese mismo periodo. Si bien el mecanismo antes descrito cumplió con el objetivo de

reducir el ritmo de acumulación de reservas, el monto de dólares subastado diariamente presentó variaciones importantes entre trimestres durante finales de 2003 y principios de 2004. Ante ello, la Comisión de Cambios consideró conveniente realizar algunas adecuaciones al mecanismo citado (en marzo del 2004) para que los montos diarios a vender fuesen más estables entre trimestres. De esta forma, se modificó la distribución de las ventas de dólares en el tiempo, más no el monto total de dólares a subastar. Así, a partir del trimestre mayo-julio de 2004, del 50 por ciento del flujo acumulado de reservas netas en el trimestre previo, una vez deducidas las ventas realizadas en ese mismo periodo, se subastaría la cuarta parte en cada uno de los cuatro trimestres subsecuentes.

Como se mencionó previamente, la incertidumbre geopolítica asociada al conflicto bélico en Irak hacia finales de 2002 y principios de 2003, la cual se reflejó en un menor apetito por riesgo de los inversionistas, contribuyó a que en ese periodo la cotización del peso frente al dólar estadounidense tendiera a depreciarse. No obstante, durante el año 2004 prevalecieron condiciones favorables en los mercados financieros internacionales. Ello debido a la menor incertidumbre geopolítica a nivel global y a las condiciones monetarias de relativa holgura que prevalecieron en el año. Lo anterior dio lugar a una considerable búsqueda por mayores rendimientos que, a su vez, facilitó el flujo de capitales hacia los llamados mercados emergentes, entre ellos México. Al parecer, este entorno contribuyó decisivamente a que la cotización del peso frente al dólar permaneciera relativamente estable, con una ligera tendencia hacia la apreciación a finales del año.

La considerable elevación de las cotizaciones internacionales de diferentes materias primas coadyuvó a que en el 2004 diversas economías llamadas emergentes para las que un componente importante de sus exportaciones corresponde a materias primas, registraran una considerable tendencia hacia la apreciación de sus monedas. Este fue el caso de Chile, Brasil, Argentina y Colombia (IABM 2004). Sin embargo, en el caso de México la actividad exportadora es principalmente manufacturera, y el petróleo sólo representó aproximadamente el 12 por ciento de las exportaciones totales durante 2004 (ver 9 cuadro "Comercio exterior, 2001-2006"), por lo cual la cotización del peso mostró mayor estabilidad.<sup>13</sup>

A diferencia del año 2003, que se caracterizó por la incertidumbre geopolítica asociada al conflicto bélico en Irak, lo cual a su vez se reflejó en un "menor apetito por riesgo" y contribuyó a la depreciación del peso frente al dólar, durante los años

---

<sup>13</sup> Si bien en el 2004 las exportaciones totales de hidrocarburos alcanzaron los 23 mil 534.1 mdd, la balanza de hidrocarburos mostró un superávit de 13 mil 267.4 mdd (el comercio exterior del sector de hidrocarburos incluye petróleo crudo, gas, derivados del petróleo y petroquímica) (IABM 2004).

2004 y 2005 prevalecieron condiciones favorables en los mercados financieros internacionales; atribuibles a la relativa holgura y la menor incertidumbre geopolítica a nivel global. Lo anterior al parecer dio lugar a la búsqueda de mayores rendimientos en los mercados financieros internacionales y el mayor “apetito por riesgo” de los inversionistas, particularmente hacia las llamadas economías emergentes, lo que se vio reflejado en un comportamiento más estable de la cotización del peso frente al dólar.

Quizá es conveniente reiterar que la considerable elevación de las cotizaciones internacionales de diferentes materias primas coadyuvó a que tanto en el 2004 como en el 2005 diversas economías llamadas emergentes, para las que un componente importante de sus exportaciones corresponde a materias primas, registraran una tendencia hacia la apreciación de sus monedas. Este fue el caso de Chile, Brasil y Colombia. Sin embargo, la actividad exportadora en México es principalmente manufacturera, por lo que el tipo de cambio no presentó apreciaciones como las ocurridas en los países mencionados (IABM 2006).

Al igual que en los años 2004 y 2005, durante los primeros meses del 2006 continuaron las condiciones favorables en los mercados financieros internacionales como consecuencia de la relativa holgura a nivel global. Sin embargo, durante el segundo trimestre del año la percepción de una posible transición hacia un entorno de mayor restricción monetaria global se vio acompañada de una mayor volatilidad en los mercados financieros internacionales y de un “menor apetito por riesgo” de los inversionistas. Lo anterior dio lugar a un incremento transitorio en las tasas de interés de plazos mayores y en los diferenciales de tasas de interés de deuda soberana en diversos países denominados emergentes. En el caso de México, este ajuste fue afectado por cierta incertidumbre asociada al proceso electoral federal, lo cual propició que el ajuste al alza en las tasas de interés internas fuera ligeramente mayor que en otras economías llamadas emergentes.

El incremento en la volatilidad en los mercados financieros internacionales, con la consecuente disminución en los flujos financieros internacionales dirigidos hacia las economías emergentes, contribuyó a que el tipo de cambio de diversas economías registrara una tendencia a la depreciación de sus monedas, específicamente durante el segundo trimestre del año. Finalmente, es importante señalar que la volatilidad que se presentó en los mercados financieros internos durante el segundo trimestre fue, principalmente, de corto plazo y se disipó gradualmente a lo largo del tercer trimestre. Las tasas de interés de mayor plazo y el tipo de cambio regresaron a los niveles que habían observado antes del episodio de volatilidad.

## CONCLUSIONES

LA TRANSICIÓN DE UN RÉGIMEN CAMBIARIO a otro casi nunca ha sido una acción planeada por los estrategias de política económica, sino motivada por la insostenibilidad del régimen cambiario previo; es decir, básicamente se ha tratado de una medida transitoria de emergencia (*v. gr.*, 1982 y 1994).

Asimismo, en México la transición de un régimen de tipo de cambio a otro casi siempre ha sido traumática y enmedio de una crisis debido a que las autoridades se han negado a modificarlo por temor a perder credibilidad. En México estos cambios han sido siempre una medida de transición. Las devaluaciones del peso mexicano provocaron, sobre todo en 1982-1987 y 1994-1995, enormes variaciones del tipo de cambio nominal y fuertes presiones inflacionarias. Ello seguramente está vinculado con el hecho de que México, en tanto país en desarrollo, cuenta con una estructura productiva y un sistema financiero débiles que les resta libertad para instrumentar una política económica más adecuada.

En forma esquemática, la evolución de la política cambiaria en México comprende las siguientes etapas:

- Tipo de cambio semifijo (1977-1981). El petróleo se convierte en pivote de la economía.
- Devaluaciones menores continuas (deslizamientos) con propósitos subvaluatorios (1982-1987). Se usa el tipo de cambio fijo como promotor de las exportaciones.
- Deslizamientos predeterminados (*crawling peg*) adoptados en los programas de ajuste macroeconómico (*pactos*). El tipo de cambio juega el papel de ancla inflacionaria.

- Bandas cambiarias (del 11 de noviembre de 1991 al 21 de diciembre de 1994). La promoción de entradas de capital extranjero adquiere un papel relevante.
- Tipo de cambio flexible *de jure* (del 22 de diciembre de 1994 hasta la actualidad), que se caracteriza por intervenciones del banco central en el mercado de divisas. La prioridad es alcanzar niveles de inflación de un dígito.

A raíz del alza de los precios del petróleo y el descubrimiento de nuevos yacimientos, la economía mexicana pasó a depender por completo de los ingresos petroleros. Si bien hubo altas tasas de crecimiento del PIB, la laxitud de la política fiscal incrementó el gasto público casi 50 por ciento de 1977 a 1981; las presiones sobre los precios también eran constantes. Sin embargo, a finales del sexenio la inflación se aceleró y produjo la devaluación del peso.

La estrategia de crecimiento se basó en la monoexportación petrolera y el endeudamiento externo. El crecimiento acelerado de este periodo, el aumento de las importaciones por el auge petrolero y el tipo de cambio semifijo contribuyeron al desequilibrio en la cuenta corriente. Este desequilibrio se financió en buena medida con financiamiento externo. En 1981, la estrategia de crecimiento mostró sus límites; un desequilibrio fundamental fue el déficit comercial manufacturero. Al parecer, un punto de vista fuertemente establecido es que la crisis de 1981-1982 fue meramente un problema de desajuste en las cuentas externas causado por las importaciones de productos manufactureros necesarios para la explotación del petróleo.

Asimismo, se observa que cuando la economía mexicana dispone de recursos externos (en este caso por endeudamiento) para financiar el crecimiento, el tipo de cambio cumple un papel pasivo y no competitivo, con el fin de ofrecer condiciones atractivas al capital externo para cerrar la brecha de este sector.

Posteriormente, de febrero de 1982 a diciembre de 1987, el tipo de cambio se convirtió en un importante instrumento de corrección de la balanza comercial a partir de sus consecuencias depresivas en el producto y la demanda, y expansivas en las exportaciones manufactureras. Debido a que hasta finales del decenio de los años 1980 estuvo marginado de los mercados financieros internacionales a raíz de la crisis de la deuda, México tenía que mantener un superávit comercial para cumplir con las obligaciones del exterior. La búsqueda de este objetivo generó una carrera inflación-devaluación que acercó al país a la hiperinflación.

Estos años se caracterizaron por un ajuste prolongado con procesos de “paro y avance” en que la etapa recesiva fue la predominante; a esto se sumó el choque petrolero externo de 1986 y la fuga de capitales de 1987. El 18 de noviembre de este último año el Banco de México se retiró del mercado cambiario y el tipo de cambio libre se

devaluó 33.8 por ciento (de mil 700 a 2 mil 275 pesos por dólar) y al día siguiente 41 por ciento (2 mil 400 pesos por dólar). El lunes 14 de diciembre se depreció 18 por ciento el tipo de cambio controlado. Ante esta situación en el mercado cambiario, las fuertes presiones inflacionarias y la caída del PIB —y, por lo tanto, de la demanda interna—, en diciembre se emprendió un programa de ajuste en que la evolución del tipo de cambio y la especificación de una política de ingresos serían claves.

El régimen de tipo de cambio de 1987 a 1991 puede caracterizarse como semifijo con el propósito de reducir la inflación mediante su uso como ancla de precios y no de mejorar las cuentas externas. También se instrumentó el programa de estabilización con el objetivo único de disminuir la inflación, que a partir de 1988 se convirtió en el objetivo primordial de la política económica.

El régimen cambiario de paridad móvil anunciada (*crawling peg*) se estableció de enero de 1989 al 10 de noviembre de 1991: era uno de los compromisos establecidos en el Pacto para la Estabilización y el Crecimiento Económico (PECE); antes se había tenido un periodo de fijación del tipo de cambio a fin de cumplir con las medidas contenidas en el Pacto de Solidaridad Económica (PSE). Esta forma de utilizar el tipo de cambio como ancla de precios en un programa de estabilización se hizo práctica común en los países que se enfrentaron a fuertes presiones inflacionarias. Durante los años de paridad móvil preanunciada se decidió el deslizamiento cambiario de un peso diario a partir de 1989 hasta el 27 de mayo de 1990. El 28 de mayo de 1990 se determinó un deslizamiento diario de 80 centavos, medida que termina el 10 de noviembre de 1991. En 1989 hubo un viraje en cuanto a la utilización del tipo de cambio. Durante la crisis de la deuda, dada la marginación de los mercados internacionales de capital, el tipo de cambio junto con otros instrumentos se utilizó para equilibrar la balanza de pagos, pero la entrada de capital externo significó un giro en la utilización de éste. Así, la injerencia de capital extranjero de carácter privado significó que el tipo de cambio no se usaría para ayudar a equilibrar la balanza de pagos, papel que corresponde ahora al capital internacional; los movimientos del tipo de cambio tendrían que ser reducidos para no afectar los rendimientos de éste. En resumen, el tipo de cambio asume un papel menos activo en la economía. Por esto, cuando estos capitales salieron del país en el periodo 1994-1995 se regresó al uso del tipo de cambio como mecanismo de ajuste del sector externo y se pusieron en práctica otras políticas de contención de la demanda interna.

La banda de flotación como régimen cambiario en México se enmarca en el uso del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria en aras de dar continuidad a lo establecido en el *pacto*. Las bandas de flotación suponen de manera implícita que el diferencial de flotación entre un país y sus principales socios comerciales se estrecha de modo progresivo para que los movimientos del tipo de cambio no sean tan grandes; con

ellas se pretende que el país tenga elementos de flexibilidad y de predictibilidad en el tipo de cambio. Su aplicación se dificulta cuando la economía tiene que depender del capital externo para financiar sus desequilibrios macroeconómicos, ya que se requiere que el tipo de cambio fluctúe dentro de bandas estrechas a fin de proporcionar estabilidad y seguridad a los agentes privados internacionales en sus transacciones de capital. Cuando no se logra acercar la inflación interna a la externa, el sostenimiento del tipo de cambio dentro de la banda se vuelve más difícil.

Si bien en el periodo 1991-1994 la inflación se redujo de manera considerable, no se logró igualarla a la de Estados Unidos ni se pudo compensar este diferencial con mayores niveles de productividad debido a los rezagos internos. Por algunos años la entrada de capital hizo viable este régimen cambiario, pero en cuanto surgieron dudas respecto a los factores endógenos que sostenían la banda, el capital no estuvo dispuesto a cumplir el papel de cerrar la brecha externa y comenzó la fuga de capitales: el gobierno trató de sostener la banda por medio de sus reservas internacionales pero no logró detener el capital que salía del país y se precipitó la crisis cambiaria de 1994 que obligó al gobierno a adoptar un régimen cambiario flexible *de jure*.

Así, desde la crisis de 1994 el gobierno se vio obligado a adoptar un régimen de libre flotación *de jure* debido a que no contaba con reservas que le permitieran fijar el tipo de cambio, además de que ningún nivel de reservas sería suficiente para frenar el ataque especulativo.

Después de las turbulencias del periodo 1994-1995, el Banco de México y la Comisión de Cambios decidieron la aplicación de una variante del sistema de tipo de cambio flotante: la flotación administrada combinada con un objetivo de inflación establecido de antemano (*inflation targeting*). Esta combinación permite, al principio, que el banco central gane independencia y, después, que pueda influir favorablemente en la reducción del traspaso del tipo de cambio a la inflación.

Para ilustrar la política cambiaria enseguida se presenta una síntesis de las acciones que ha tomado la Comisión de Cambios desde la segunda mitad de los años 1990. En agosto de 1996 se estableció un mecanismo de subasta de dólares con el fin de tener una mayor acumulación de reservas internacionales. En febrero de 1997 el Banco de México puso en marcha un modelo de ventas contingentes de dólares con la finalidad de moderar la volatilidad del tipo de cambio. En mayo del 2001 el Banco de México decidió suspender temporalmente el mecanismo de subasta de dólares: en julio del 2001 se suspendieron también las ventas contingentes de dólares, y en mayo del 2003 el banco central decidió aplicar un mecanismo para reducir el ritmo de acumulación de reservas internacionales por considerarlas costosas.

Las acciones descritas estuvieron encaminadas a que el tipo de cambio observe un comportamiento estable de manera que ejerza una influencia a la baja en las ex-

pectativas inflacionarias. La estabilidad del tipo de cambio permite también que se incrementen las entradas de capital extranjero, aún cuando estas aprecian el tipo de cambio real y disminuyen la competitividad de las exportaciones.

Se ha mostrado que a partir de los años 1980 la restricción al crecimiento de la balanza de pagos se ha acentuado, lo que señala que mayores tasas de crecimiento del PIB van por fuerza asociadas con déficit crecientes en la balanza de pagos. Otro aspecto importante de la política cambiaria y su efecto en las principales variables macroeconómicas es el traspaso inflacionario del tipo de cambio; diversos estudios señalan que dicho traspaso ha disminuido a partir de 1996. Se observa que el tipo de cambio real y, por ende, el nominal es un factor importante que explica las fluctuaciones del PIB alrededor de su tendencia, por lo que existe una estrecha relación entre el tipo de cambio real y el ciclo económico.

El régimen cambiario adoptado en cada periodo está en línea con el objetivo prioritario de política económica que se plantea en cada lapso. Así, por ejemplo, durante 1949-1976 el tipo de cambio contribuyó al objetivo de crecer de manera sostenida y con baja inflación. El uso excesivo del tipo de cambio como ancla anti-inflacionario se hizo evidente en los años 1987-1991, cuando en el periodo anterior se había decidido su utilización con el propósito de alentar de manera acelerada las exportaciones. Actualmente, al parecer la política cambiaria coadyuva al objetivo de inflación preestablecido por el Banco de México.

En general, una conclusión básica es que la política cambiaria actual en México no es plenamente flexible, ya que considera la intervención en el mercado de cambios por parte del banco central a fin de evitar movimientos especulativos contra el peso. Adicionalmente, esto genera distorsiones en el precio de equilibrio respecto al dólar, dando lugar a distorsiones en el margen de sub/sobredevaluación real del peso que impactan negativamente los flujos de comercio exterior, derivado de la pérdida de competitividad de las exportaciones domésticas.

Asimismo, uno de los desafíos clave que la política monetaria enfrenta en el futuro es reducir la elevada rapidez por el cual las depreciaciones del peso alimentaban la inflación, para que así México sea capaz de tomar ventaja plena del régimen de tipo de cambio flotante y dejar que el tipo de cambio juegue su papel de "precio relativo" en lugar de ser una señal de la inflación futura.

# APÉNDICES



# I

## CUADROS ESTADÍSTICOS

### Cuadro 1

#### MÉXICO: RÉGIMENES CAMBIARIOS, 1988-1994

Enero-febrero de 1988	<i>Flotante manejado (managed float)</i> . Ocurrieron una cantidad significativa de intervenciones para suavizar las fluctuaciones del tipo de cambio.
Marzo-diciembre de 1988	Tipo de cambio <i>pegado estricto</i> . Se anunció un tipo de cambio de 2 mil 281 pesos por dólar estadounidense.
Enero-marzo de 1989	Se estableció un tipo de cambio preanunciado ( <i>tablita</i> ), que consistió de un ajuste diario de un peso por dólar estadounidense.
Abril-julio de 1989	El ajuste diario preanunciado del tipo de cambio se redujo a 0.80 pesos.
Agosto de 1989-octubre de 1991	El ajuste diario preanunciado del tipo de cambio se redujo a 0.40 pesos.
Noviembre de 1991-septiembre de 1992	El 11 de noviembre de 1991 se estableció un régimen de flexibilidad limitada que consistió de una ampliación de la <i>banda cambiaria</i> , con 1.2 por ciento <i>width</i> para el tipo de cambio peso-dólar. Se anunció que el techo de la banda se depreciaría a una tasa diaria de 0.20 pesos, mientras que el piso permanecería sin cambio en 3 mil 51 pesos con 20 centavos por dólar.
Octubre de 1992-diciembre de 1994	Del 20 de octubre hasta diciembre de 1992 la tasa de ajuste diario para la tasa del techo de la banda se fijó en 0.40 pesos. En este periodo, la banda <i>width</i> fue de 3.4 a 13.5 por ciento. El 20 de diciembre el techo de la banda se incrementó en 15 por ciento y el 22 de diciembre la banda cambiaria se abandonó por un nuevo régimen cambiario <i>flotante</i> .

Fuente: Banco de México (IABM 1988-1994).

*Cuadro 2*

**BALANZA COMERCIAL, 1995-2000**  
Millones de dólares

<b>Concepto</b>	<b>1995</b>	<b>1996</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
<b>Exportaciones</b>	79,542	96,000	110,431	117,460	136,391	<b>166,455</b>
Petroleras	8,423	11,654	11,323	7,134	9,928	16,383
No petroleras	71,119	84,346	99,108	110,325	126,463	150,072
Agropecuarias	4,016	3,592	3,828	3,797	3,926	4,217
Extractivas	545	449	478	466	452	521
Manufactureras	66,558	80,305	94,802	106,062	122,085	145,334
Maquiladoras	31,103	36,920	45,166	53,083	63,854	79,467
Resto	35,455	43,384	49,637	52,979	58,231	65,867
<b>Importaciones</b>	72,453	89,469	109,807	125,373	141,975	<b>174,458</b>
Bienes de consumo	5,335	6,657	9,325	11,108	12,175	16,691
Bienes intermedios	58,421	71,890	85,366	96,935	109,270	133,637
Maquiladoras	26,179	30,505	36,332	42,557	50,409	61,709
Resto	32,242	41,385	49,034	54,379	58,860	71,929
Asociados a la export.	40,753	19,170	23,071	67,830	78,358	96,096
No asociados a la export.	17,668	22,215	25,963	29,105	30,911	37,541
Bienes de capital	8,697	10,922	15,116	17,329	20,530	24,130
Balanza comercial total	7,089	6,531	624	-7,914	-5,584	-8,003
<b>Balanza comercial sin exportaciones petroleras</b>	---	---	---	-13,969	-14,423	<b>-24,386</b>

Fuente: Banco de México (IABM 1995-2002).

## Cuadro 3

VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO DE LAS MONEDAS NACIONALES  
DE PAÍSES SELECCIONADOS FRENTE AL DÓLAR, 1995-2000

País	Volatilidad Anualizada* (en porcentajes)											
	1995		1996		1997		1998		1999		2000	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Reino Unido	10.45	7.41	5.60	6.30	8.13	8.03	7.11	7.33	6.86	7.28	8.21	9.45
Nueva Zelandia	6.67	5.35	5.56	6.01	5.88	8.61	12.45	14.95	9.54	10.09	11.12	13.48
Australia	8.86	7.87	6.10	6.70	7.65	10.29	11.91	14.93	12.09	11.88	10.62	11.79
Finlandia	12.85	9.13	7.43	7.28	10.04	9.51	8.31	9.17	8.85	9.99	---	---
Suecia	12.70	9.91	8.02	7.28	10.26	10.58	9.57	12.59	8.48**	9.93**	11.36	11.74
Canadá	5.13	5.92	3.64	3.33	5.46	4.24	4.32	6.95	5.72	5.24	4.96	5.11
Italia	13.97	7.22	5.97	5.73	8.95	9.15	7.82	9.29	8.48**	9.93**	11.36	11.75
Sudáfrica	5.64	2.34	13.86	7.20	5.25	4.34	5.35	23.07	12.01	5.64	8.97	9.54
México	48.56	17.60	5.99	5.31	4.92	10.69	6.68	10.95	9.92	7.05	9.65	<b>7.73</b>
Suiza	16.67	12.13	7.77	8.84	11.70	9.81	8.70	10.91	9.63	10.90	---	---
Japón	14.12	14.04	8.14	7.09	12.56	12.29	12.56	20.08	13.60	12.49	10.33	7.68
Alemania	13.87	10.89	6.28	6.87	9.79	9.76	8.14	9.15	8.48**	9.93**	11.36	11.75

\* La volatilidad anualizada se define como la desviación estándar anualizada de las variaciones diarias del tipo de cambio.

\*\* Para 1999 I y II, respectivamente: Suecia, 8.73 y 9.22; Italia 8.86 y 9.99; y Alemania 8.87 y 9.99 (IABM 1999). Corregido en IABM (2000).

Fuente: Banco de México (IABM: 1996, 1999, 2000).

## Cuadro 4

**TIPOS DE CAMBIO REPRESENTATIVOS, 1995-2000**  
Pesos por dólar

Año	Tipo de cambio para solventar obligaciones pagaderas en moneda extranjera en la República Mexicana <sup>(1)</sup>		Tipo de cambio interbancario a 48 horas (cotizaciones al cierre) <sup>(2)</sup>			
	Fin del periodo	Promedio del periodo	Compra		Venta	
			Fin del periodo	Promedio del periodo	Fin del periodo	Promedio del periodo
1995	7.5425	6.4190	7.6700	6.3954	7.700	6.4258
1996	7.8509	7.5994	7.8850	7.5827	7.8950	7.6006
1997	8.0833	7.9185	8.0625	7.9122	8.0650	7.9232
1998	9.8650	9.1357	9.9030	9.1441	9.9080	9.1527
1999	9.5143	9.5605	9.4900	9.5516	9.5000	9.5592
2000	9.5722	9.4556	9.6200	9.4557	9.6500	9.4610

<sup>(1)</sup> El tipo de cambio *fix* es determinado por el Banco de México con base en un promedio de las cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para operaciones liquidables el segundo día hábil bancario siguiente. Se publica en el Diario Oficial de la Federación un día hábil bancario después de la fecha de determinación y es utilizado para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera liquidables en la República Mexicana al día siguiente de su publicación.

<sup>(2)</sup> Para operaciones al mayoreo entre bancos, casas de bolsa, casas de cambio, empresas y particulares. Este tipo de cambio es aplicable para liquidar operaciones el segundo día hábil bancario inmediato siguiente a la fecha de su concertación.

Fuente: Banco de México (IABM 2000).

## Cuadro 5

INDICADORES FINANCIEROS DE PAÍSES SELECCIONADOS  
Entre el 1 de julio y el 31 de diciembre de 1997

País	Variación del tipo de cambio <sup>(1)</sup>	Variación de los mercados de capitales <sup>(2)</sup>	Variación de las tasas de interés <sup>(3)</sup>
Argentina	0.00%	-15.99%	456
Hong Kong	0.03%	-29.46%	91
México	1.65%	14.10%	-214
Venezuela	3.34%	-7.34%	546
Perú	3.40%	-20.64%	20
Brasil	3.66%	-23.58%	1,795
Chile	5.66%	-29.17%	-13
Ecuador	11.07%	2.34%	-105
Singapur	17.35%	-34.20%	50
Colombia	18.92%	1.04%	243
Filipinas	49.85%	-55.70%	1,269
Malasia	53.45%	-64.10%	153
Corea del Sur	80.22%	-72.45%	1,310
Tailandia	92.62%	-63.31%	-125
Indonesia	122.14%	-75.28%	1,546

<sup>(1)</sup> Medido como unidades de moneda nacional por dólar (excepto para Estados Unidos, que se mide en dólares por marcos alemanes). El signo positivo indica depreciación.

<sup>(2)</sup> En dólares.

<sup>(3)</sup> Incremento en puntos base en los mercados locales, excepto para Perú y Ecuador, para los que se usó el *stripped yield* de sus bonos Brady a descuento.

Fuente: Banco de México (IABM 1997).

*Cuadro 6*

**ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL CON PRECIOS CONSUMIDOR  
Y CON RESPECTO A 111 PAÍSES, 2000-2006**  
Base 1990

<b>Mes/Año</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
Enero	73.3208	67.9054	58.6997	68.6766	75.6406	78.4731	69.5558
Febrero	71.3938	67.2564	58.0176	71.3510	76.0559	77.2791	68.4877
Marzo	69.9750	65.4224	55.5808	71.3053	74.9863	77.5971	70.2643
Abril	70.0193	62.8433	56.1239	69.3007	76.4642	76.8222	73.2923
Mayo	69.2799	61.3674	59.3339	68.9573	77.8705	75.5415	76.0565
Junio	72.4557	60.3931	61.6749	70.8211	77.8055	73.2407	77.5018
Julio	69.3818	60.8205	63.2299	69.6873	78.6019	71.4379	74.8630
Agosto	66.8271	61.4817	62.8741	70.9665	77.3612	72.2083	74.0515
Septiembre	66.1065	63.1758	63.9909	72.6566	77.6081	73.0668	73.6147
Octubre	66.3726	62.3245	63.8205	75.8929	77.5526	72.3262	72.4509
Noviembre	65.7017	60.5676	64.5087	74.9164	78.7790	69.7729	72.6848
Diciembre	65.1592	59.8229	64.9269	77.2336	78.4161	69.1240	73.0530
Desviación estándar	2.7609	2.7055	3.3524	2.8182	1.2138	3.1566	2.6069
Promedio	68.8328	62.7818	61.0652	71.8138	77.2618	73.9075	72.9897

Fuente: Banco de México (IABM 2000-2006).

## Cuadro 7

ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL, 1994-2006 <sup>(1)</sup>  
1990=100

Año	Basado en precios al consumidor <sup>(2)</sup>	Variación anual (en por ciento)
1994	75.9	3.3
1995	117.1	54.4
1996	102.9	-12.1
1997	85.8	-16.6
1998	84.6	-1.5
1999	77.7	-8.1
2000	68.8	-11.4
2001	62.8	-8.8
2002	61.1	-2.7
2003	71.8	17.6
2004	77.3	7.6
2005	73.9	-4.4
2006	73.0	-1.3
2005-01	77.8	2.9
2005-02	75.2	-2.8
2005-03	72.2	-7.2
2005-04	70.4	-10
2006-01	69.4	-10.7
2006-02	75.6	0.5
2006-03	74.2	2.7
2006-04	72.7	3.3

<sup>(1)</sup> Un aumento en el índice significa una depreciación del peso.

<sup>(2)</sup> El tipo de cambio real efectivo se estima con base en los precios al consumidor y con respecto a una canasta de 111 países, ponderada con el PIB bruto de cada uno de ellos.

Fuente: Banco de México (IABM 2006), FMI e INEGI.

## Cuadro 8

**TIPOS DE CAMBIO REPRESENTATIVOS, 2001-2006**  
Pesos por dólar

Año	Tipo de cambio para solventar obligaciones pagaderas en moneda extranjera en la República Mexicana <sup>(1)</sup>		Tipo de cambio interbancario a 48 horas (cotizaciones al cierre) <sup>(2)</sup>			
	Fin del periodo	Promedio del periodo	Compra		Venta	
			Fin del periodo	Promedio del periodo	Fin del periodo	Promedio del periodo
2001	9.1423	9.3425	9.1350	9.3350	9.1600	9.3399
2002	10.3125	9.6560	10.3800	9.6658	10.3950	9.6704
2003	11.2360	10.7890	11.2285	10.7972	11.2320	10.8023
2004	11.2648	11.2860	11.1500	11.2859	11.1510	11.2893
2005	10.7777	10.8979	10.6255	10.8923	10.6271	10.8945
2006	10.8810	10.8992	10.7975	10.9025	10.8090	10.9049

(1) El tipo de cambio *fix* es determinado por el Banco de México con base en un promedio de las cotizaciones del mercado de cambios al mayoreo para operaciones liquidables el segundo día hábil bancario siguiente. Se publica en el Diario Oficial de la Federación un día hábil bancario después de la fecha de determinación y es utilizado para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera liquidables en la República Mexicana al día siguiente de su publicación.

(2) Para operaciones al mayoreo entre bancos, casas de bolsa, casas de cambio, empresas y particulares. Este tipo de cambio es aplicable para liquidar operaciones el segundo día hábil bancario inmediato siguiente a la fecha de su concertación.

Fuente: Banco de México (IABM 2006).

## Cuadro 9

COMERCIO EXTERIOR, 2001-2006  
Millones de dólares

CONCEPTO	2001	2002	2003	2004	2005	2006 <sup>(p)</sup>
<b>Exportaciones</b>	<b>158,779.7</b>	<b>161,046.0</b>	<b>164,766.4</b>	<b>187,998.6</b>	<b>214,233.0</b>	<b>249,997.2</b>
De maquiladoras	76,880.9	78,098.1	77,467.1	86,951.7	97,401.4	111,823.8
Resto	81,898.8	82,947.9	87,299.3	101,046.9	116,831.6	138,173.4
<b>Petroleras</b>	<b>13,199.4</b>	<b>14,829.8</b>	<b>18,602.4</b>	<b>23,666.6</b>	<b>31,890.7</b>	<b>39,021.9</b>
Petróleo crudo <sup>(1)</sup>	11,927.7	13,392.2	16,676.3	21,257.8	28,329.5	34,707.1
Otras	1,271.7	1,437.6	1,926.1	2,408.8	3,561.2	4,314.8
<b>No petroleras</b>	<b>145,580.3</b>	<b>146,216.2</b>	<b>146,164.1</b>	<b>164,332.0</b>	<b>182,342.2</b>	<b>210,975.3</b>
Agropecuarias	4,446.3	4,214.5	5,035.6	5,683.9	6,008.3	6,852.8
Extractivas	385.5	367.1	496.3	900.8	1,167.7	1,316.8
Manufactureras	140,748.5	141,634.5	140,632.1	157,747.3	175,166.2	202,805.7
De maquiladoras	76,880.9	78,098.1	77,467.1	86,951.7	97,401.4	111,823.8
Resto	63,867.6	63,536.4	63,165.0	70,795.6	77,764.8	90,981.9
<b>Importaciones</b>	<b>168,396.4</b>	<b>168,678.9</b>	<b>170,545.8</b>	<b>196,809.7</b>	<b>221,819.5</b>	<b>256,130.4</b>
Bienes de consumo	19,752.0	21,178.4	21,509.0	25,409.0	31,512.9	36,971.8
Bienes intermedios	126,148.8	126,508.1	128,831.5	148,803.7	164,091.1	188,633.9
Maquiladoras	57,598.5	59,296.0	59,057.2	67,742.2	75,678.9	87,503.2
Resto	68,550.2	67,212.0	69,774.3	81,061.5	88,412.3	101,130.4
Bienes de capital	22,495.7	20,992.5	20,205.3	22,597.0	26,215.5	30,524.9
<b>Balanza comercial total</b>	<b>-9,616.7</b>	<b>-7,632.9</b>	<b>-5,779.4</b>	<b>-8,811.1</b>	<b>-7,586.6</b>	<b>-6,133.2</b>
De maquiladoras	19,282.4	18,802.1	18,410.0	19,209.4	21,722.5	24,320.6
Resto	-28,899.1	-26,435.0	-24,189.4	-28,020.5	-29,309.1	-30,453.8

Nota: la suma de los parciales puede no coincidir con el total debido al redondeo.

<sup>(1)</sup> Información proporcionada por PMI Internacional, SA de CV

<sup>(p)</sup> Cifras preliminares.

Fuente: Grupo de trabajo integrado por el Banco de México, INEGI, Servicio de Administración Tributaria (SAT) y la Secretaría de Economía. (Banco de México: IABM 2006).

*Cuadro 10*

Resumen  
BALANZA COMERCIAL: 1986-1995  
Millones de dólares

<b>Año</b>	<b>Saldo</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Importaciones</b>
1986	5,020	21,804	16,784
1987	8,787	27,599	18,812
1988	2,610	30,692	28,082
1989	405	35,171	34,766
1990	-882	40,711	41,593
1991	-7,279	42,688	49,967
1992	-15,934	46,195	62,129
1993	-13,481	51,886	65,367
1994	-18,464	60,882	79,346
1995	7,089	79,542	72,453

Fuente: Banco de México (IABM 1995-2002).

*Cuadro 11*

Resumen  
BALANZA COMERCIAL: 1986-2000  
Millones de dólares

<b>Año</b>	<b>Saldo</b>	<b>Exportaciones</b>	<b>Tasa de crecimiento</b>	<b>Importaciones</b>	<b>Tasa de crecimiento</b>
1986	5,020	21,804	---	16,784	---
1987	8,787	27,599	20.99	18,812	10.78
1988	2,610	30,692	10.07	28,082	33.01
1989	405	35,171	12.73	34,766	19.22
1990	-882	40,711	13.60	41,593	16.41
1991	-7,279	42,688	4.63	49,967	16.75
1992	-15,934	46,195	7.59	62,129	19.57
1993	-13,481	51,886	10.96	65,367	4.95
1994	-18,464	60,882	14.77	79,346	17.61
1995	7,089	79,542	23.45	72,453	-9.51
1996	6531	96,000	17.14	89,469	19.01
1997	624	110,431	13.06	109,807	18.52
1998	-7913	117,460	5.98	125373	12.41
1999	-5,584	136,391	13.87	141,975	11.69
2000	-8,003	166,455	18.06	174,458	18.61

Fuente: Banco de México (IABM 1995-2002).

*Cuadro 12*

PRECIOS CONSUMIDOR, 1996-2006  
Variación anual en por ciento

Precios consumidor	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Fin de periodo</b>	27.70	15.72	18.61	12.32	8.96	4.40	5.70	3.98	5.19	3.33	4.05
Promedio anual	34.38	20.63	15.93	16.59	9.49	6.37	5.03	4.55	4.69	3.99	3.63

Fuente: Banco de México (IABM 2006).

*Cuadro 13*

PRINCIPALES INDICADORES DE PRODUCCIÓN, 2001-2006  
Variaciones anuales en por ciento

Concepto	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>PIB</b>	-0.2	0.8	1.4	4.2	2.8	4.8
Consumo privado	2.5	1.6	2.2	4.1	5.1	5.0
Consumo público	-2.0	-0.3	0.8	-0.4	0.4	6.0
Inversión privada	-5.9	-4.1	-1.6	8.8	9.7	11.5
Inversión pública	-4.2	17.0	8.5	2.5	-0.6	2.9
Exportación de bienes y servicios	-3.6	1.4	2.7	11.6	7.1	11.1
Importación de bienes y servicios	-1.6	1.5	0.7	11.6	8.6	12.2

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales de México, INEGI. Banco de México (IABM 2006).

## Cuadro 14

RESUMEN DE COMERCIO EXTERIOR  
Millones de dólares

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
<b>Exportaciones totales</b>	21,229.7	22,312.0	24,196.0	21,663.8	16,031.0	20,656.2	<b>20,565.1</b>
Petroleras	16,477.2	16,017.2	16,601.3	14,766.6	6,307.2	8,629.8	6,711.2
Petróleo crudo	15,622.7	14,793.1	14,967.5	13,308.8	5,580.2	7,877.0	5,883.5
Otras	854.5	1,224.0	1,633.8	1,457.9	727.0	752.8	827.7
No petroleras	4,752.5	6,294.9	7,594.7	6,897.1	9,723.8	12,026.4	13,853.9
Agropecuarias	1,233.3	1,188.5	1,460.8	1,408.9	2,098.4	1,543.0	1,670.3
Extractivas	501.6	523.7	539.1	510.3	509.7	576.0	660.3
Manufactureras	3,017.6	4,582.7	5,594.8	4,978.0	7,115.7	9,907.4	11,523.3
Sector público	17,788.5	17,359.4	17,803.6	15,777.9	7,649.5	10,164.3	8,034.2
Petroleras	16,460.7	15,960.1	16,499.9	14,683.8	6,217.6	8,496.2	6,558.6
No petroleras	1,327.8	1,399.3	1,303.7	1,094.1	1,431.8	1,668.1	1,475.6
Agropecuarias	319.6	275.6	289.4	246.5	351.6	210.4	108.8
Extractivas	347.8	357.0	316.1	327.7	325.8	394.4	268.0
Manufactureras	660.4	766.8	698.2	519.9	754.5	1,063.2	1,098.9
Sector privado	3,441.2	4,952.6	6,392.5	5,885.9	8,381.5	10,491.9	12,530.9
Petroleras	16.5	57.1	101.4	82.9	89.6	133.5	152.7
No petroleras	3,424.7	4,895.5	6,291.1	5,803.1	8,292.0	10,358.3	12,378.3
Agropecuarias	913.8	913.0	1,171.5	1,162.4	1,746.8	1,332.6	1,561.5
Extractivas	153.8	166.7	223.0	182.6	183.9	181.6	392.3
Manufactureras	2,357.2	3,815.8	4,896.6	4,458.0	6,361.2	8,844.1	10,424.5
Importaciones totales (FOB)	14,437.0	8,550.9	11,254.3	13,212.2	11,432.4	12,222.9	18,898.2
Sector público	5,400.5	4,306.5	4,789.7	4,386.6	3,343.8	2,780.1	3,552.0
Sector privado	9,036.5	4,244.4	6,464.6	8,825.6	8,088.6	9,442.7	15,346.2
Bienes de consumo	1,516.8	613.8	848.1	1,081.7	846.4	767.6	1,921.6
Sector público	631.4	397.2	529.3	558.6	400.6	284.8	396.3
Sector privado	885.4	216.5	318.7	523.1	445.8	482.8	1,525.3
Bienes de uso intermedio	8,417.8	5,740.4	7,833.4	8,965.1	7,631.9	8,824.6	12,949.8
Sector público	3,226.1	2,883.6	3,353.5	2,912.8	11.2	1,719.3	2,329.7
Sector privado	5,191.7	2,856.8	4,479.9	6,052.9	5,620.6	7,105.3	10,620.1
Bienes de capital	4,502.5	2,196.7	2,572.8	3,164.8	2,954.1	2,630.6	4,026.8
Sector público	1,543.1	1,025.7	906.9	915.2	932.0	776.1	826.0
Sector privado	2,959.4	1,171.0	1,666.0	2,249.6	2,022.1	1,854.6	3,200.9
Balanza comercial total	6,792.7	13,761.2	12,941.7	8,451.6	4,598.6	8,433.3	1,666.9
Balanza comercial pública	12,387.9	13,052.9	13,013.9	11,391.3	4,305.7	7,384.2	4,482.2
Balanza comercial privada	-5,595.3	708.2	-72.1	-2,939.7	292.9	1,049.2	-2,815.3

Fuente: Banco de México (IABM 1983-1989).

## Cuadro 15

BALANZA DE PAGOS (CONCEPTOS SELECCIONADOS)  
Millones de dólares

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Cuenta corriente	-4,878.5	5,323.8	4,238.5	1,236.7	-1,672.7	3,966.5	<b>-2,442.6</b>
Ingresos	28,919.4	28,944.5	32,902.3	30,774.4	24,170.2	30,568.6	32,589.9
Exportación de mercancías	21,229.7	22,312.0	24,196.0	21,663.8	16,031.0	20,656.2	20,565.1
Egresos	33,797.9	23,620.7	28,663.8	29,537.7	25,842.9	26,602.1	35,032.5
Importación de mercancías	14,437.0*	8,550.9	11,254.3	13,212.2	11,432.4	12,222.9	18,898.2
Intereses sector público	8,400.4	4,291.7	5,063.2	4,544.9	3,682.9	3,501.3	4,365.2
Cuenta de capital	8,630.9	-1,105.8	38.9	-1,256.7	1,836.8	-575.8	<b>-1,448.4</b>
Largo plazo	10,368.1	7,283.3	3,617.2	261.2	1,145.8	4,472.4	-771.6
Inversión extranjera directa	708.7	460.5	391.1	490.5	1,522.0	3,247.6	2,594.6
Corto plazo	-1,737.2	-8,389.1	-3,578.2	-1,787.9	691.0	-5,048.2	-676.8
Errores y omisiones	<b>-8,418.6</b>	-917.1	-924.3	-2,328.4	438.7	2,709.7	-2,842.5
Banco de México	-4,666.2	3,300.9	---	---	---	---	---
Variación de la reserva bruta	---	---	3,200.9	-2,328.4	985.0	6,924.4	-7,127.0

\* FOB.

Nota: En 1983 se inició el proceso de revisión metodológica de la balanza de pagos, por lo que en la de 1984 se incluyen nuevas modalidades. (Véase IABM 1984: 135-137).

Fuente: Banco de México (IABM 1983-1989).

Notas de IABM 1987:

- i) El decimal de las cifras puede no sumar el total, debido al redondeo.
- ii) La reserva está computada con el criterio del FMI, más la plata.
- iii) Las tenencias de oro están valuadas a 42.22 dólares la onza.

(p) Cifras preliminares

... No hubo movimiento

(-) El signo negativo significa egreso de divisas.

*Cuadro 16*

## ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

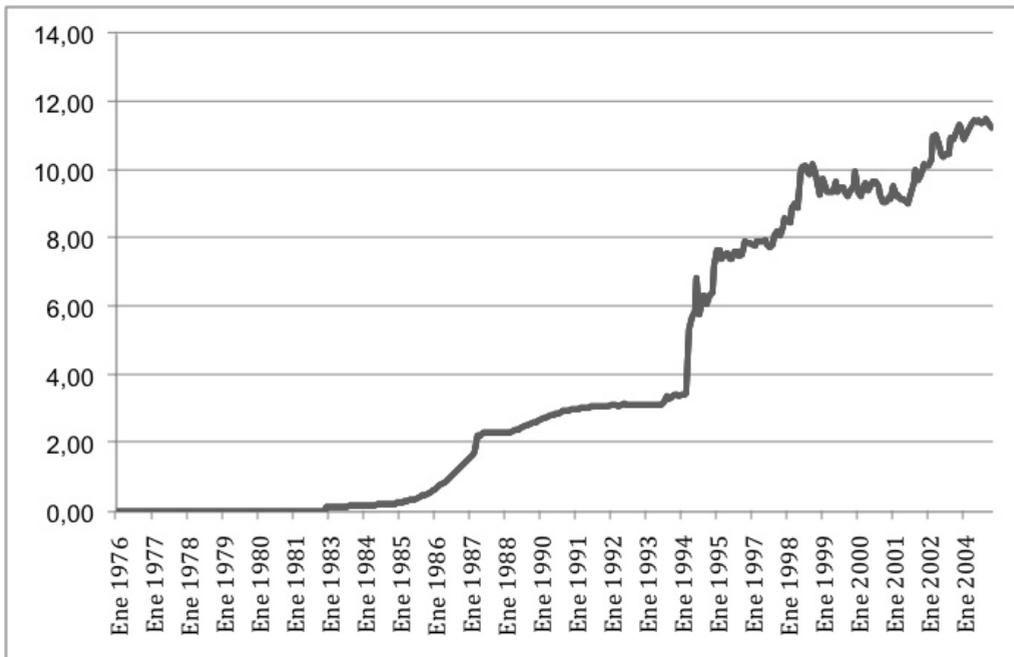
Año	Sin ajustar	Ajustado por tasas de interés internacionales
1977	111.9	120.8
1978	103.7	115.4
1979	112.8	111.8
1980	126.5	124.4
1981	123.3	126.5
1982	107.4	93.9
1983	98.1	77.3
1984	96.2	65.5
1985	91.0	70.0
1986	65.6	54.0
1987	72.4	65.8
1988	65.5	59.2
1989	68.0	57.5

Fuente: Banco de México (IABM 1989).

## II GRÁFICAS

Gráfica 1

TIPO DE CAMBIO FINAL DEL PERIODO, 01/1976-12/2004\*

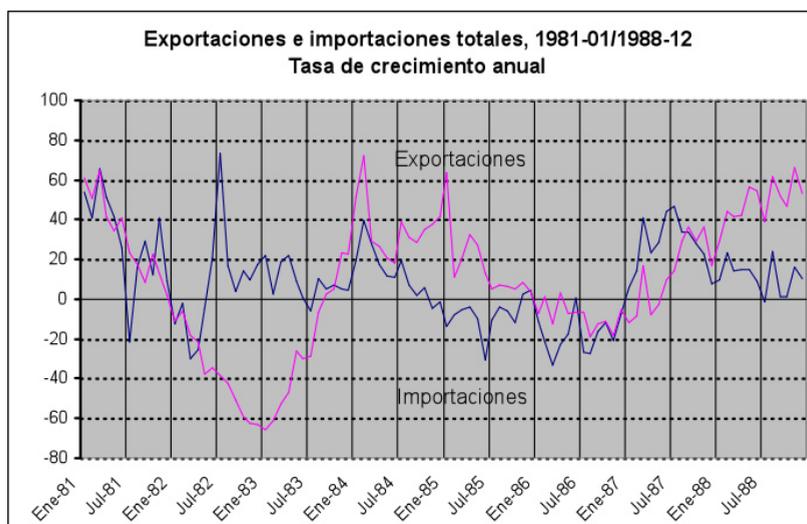


\* Tipo de cambio pesos por dólar de Estados Unidos, para solventar obligaciones denominadas en moneda extranjera. Periodicidad: Mensual.

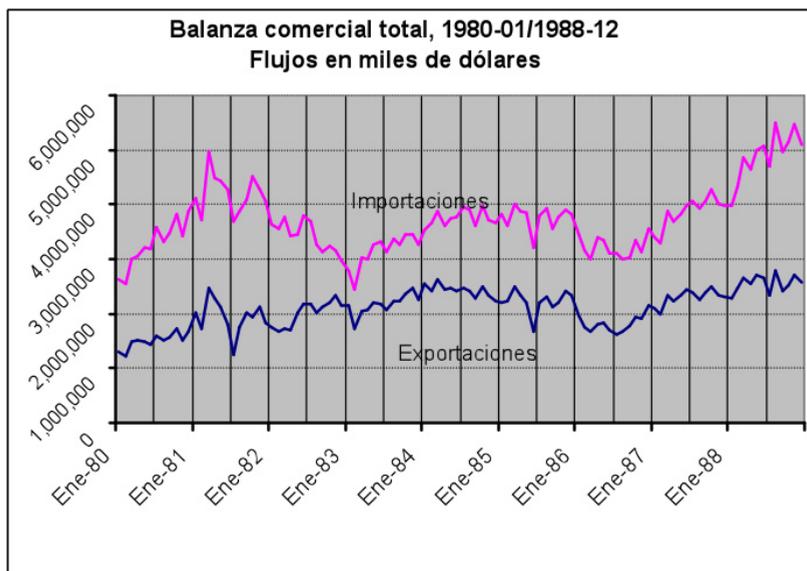
*Nota:* La serie histórica del tipo de cambio para solventar obligaciones pagaderas en moneda extranjera está constituida de la siguiente forma. De enero de 1960 a agosto de 1976 corresponde al tipo de cambio fijo de 12.50 pesos por dólar. De septiembre de 1976 a junio de 1977 se registra el tipo de cambio para operaciones en billete en el mercado. De julio de 1977 a julio de 1982 rige el tipo de cambio para operaciones en documentos. El tipo de cambio único (mex-dólar) corresponde a agosto de 1982. El tipo de cambio único ordinario de septiembre a noviembre de 1982. De diciembre de 1982 a julio de 1985, se reporta el tipo de cambio en el mercado controlado. De agosto de 1985 a octubre de 1991 se registra el tipo de cambio de flotación controlada (equilibrio). De noviembre de 1991 a la fecha se registra el tipo de cambio para solventar obligaciones pagaderas en moneda extranjera dentro de la República Mexicana.

Fuente: Banco de México.

Gráfica 2



Gráfica 3



## Gráfica 4

## ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL, 01/1976-12/2004\*



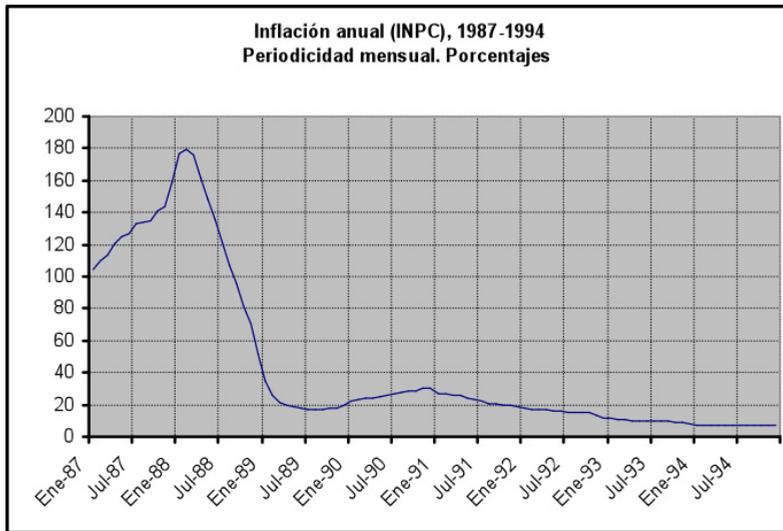
\*Con precios consumidor y con respecto a 111 países. Periodicidad: Mensual. Base: 1990.

Nota: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI e información del Banco de México.

Un aumento del Índice del tipo de cambio real representa una depreciación.

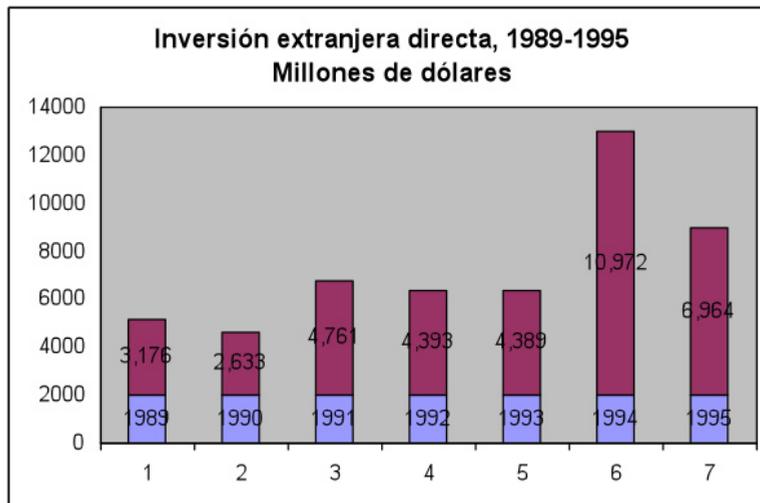
Fuente: FMI y Banco de México.

Gráfica 5



Fuente: Banco de México.

Gráfica 6



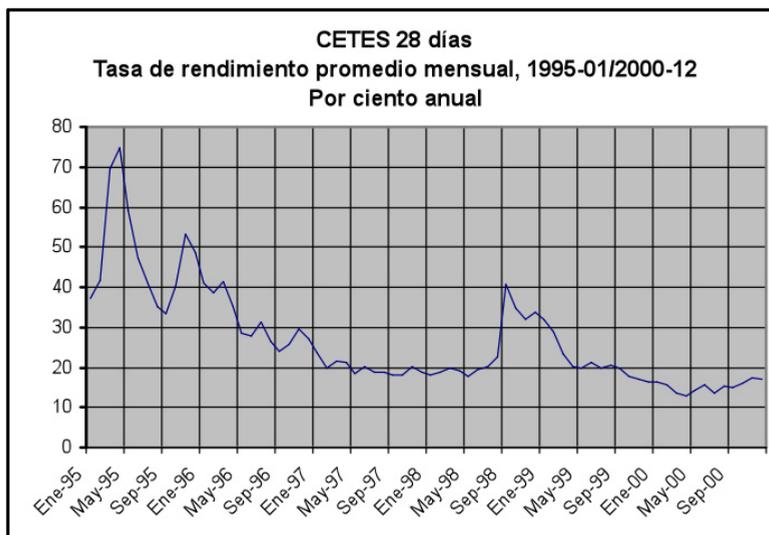
Fuente: Banco de México (IABM 1995).

Gráfica 7



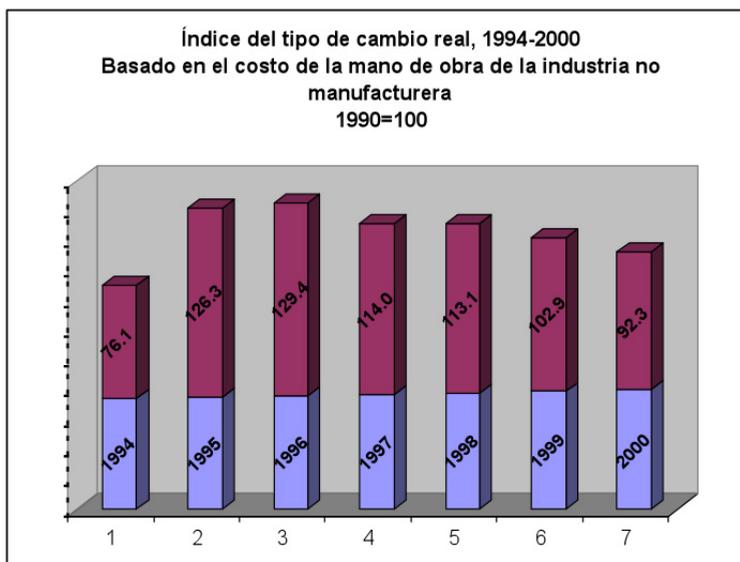
Fuente: Banco de México.

Gráfica 8



Fuente: Banco de México.

## Gráfica 9

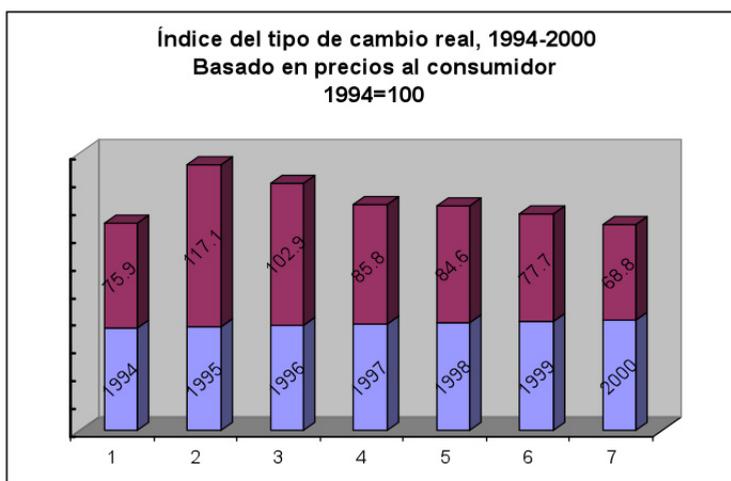


(1) Un aumento en el índice significa una depreciación del peso.

(2) El tipo de cambio real efectivo se estima con base en el salario por hora ajustado por el producto por hora hombre para México y sus ocho principales socios comerciales. Calculado con base en series desestacionalizadas.

Fuente: Banco de México (IABM 2003), FMI e INEGI.

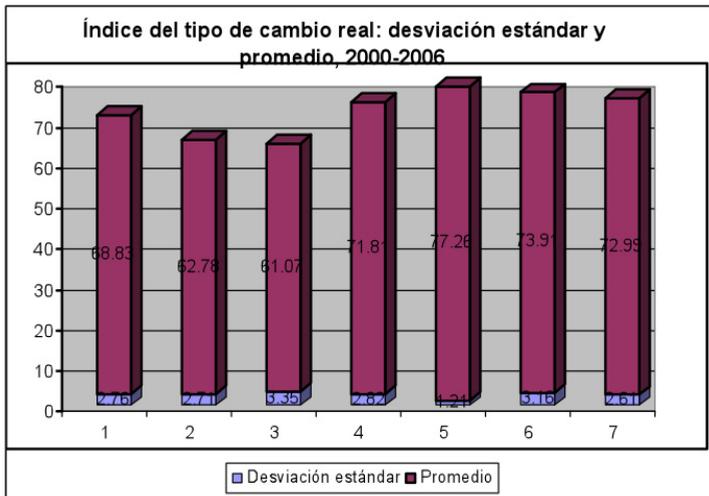
## Gráfica 10



(1) Un aumento en el índice significa una depreciación del peso.

(2) El tipo de cambio real efectivo se estima con base en los precios al consumidor y con respecto a una canasta de 111 países, ponderada con el PIB bruto de cada uno de ellos.

Gráfica 11



Fuente: Banco de México (IABM 2000-2006). Véase Cuadro: Índice del tipo de cambio real con precios consumidor y con respecto a 111 países, 2000-2006, Base 1990.

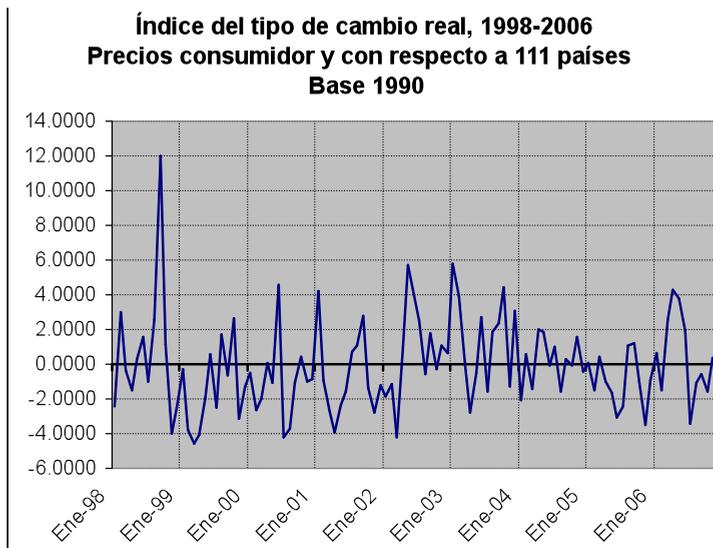
Gráfica 12



\*Para operaciones al mayoreo entre bancos, casas de bolsa, casas de cambio, empresas y particulares. Este tipo de cambio es aplicable para liquidar operaciones el segundo día hábil bancario inmediato siguiente a la fecha de su concertación. Niveles.

Fuente: Banco de México.

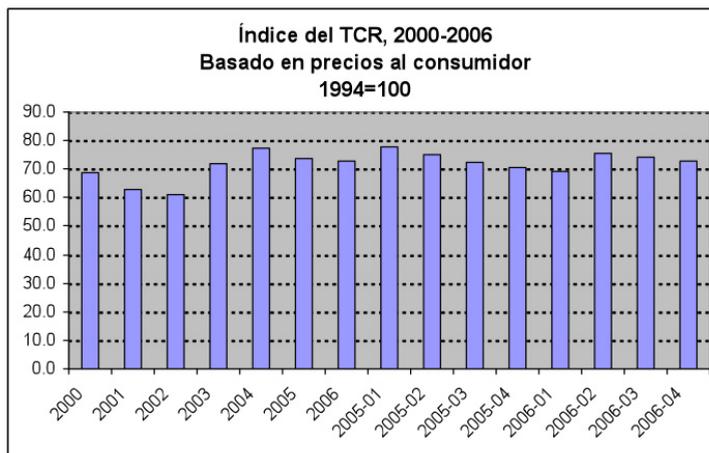
## Gráfica 13



Tasa de crecimiento mensual.

Fuente: Banco de México.

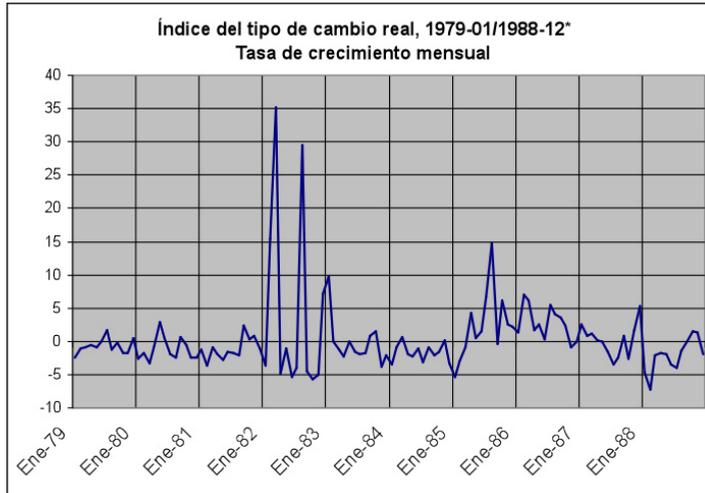
## Gráfica 14



(1) Un aumento en el índice significa una depreciación del peso.

(2) El tipo de cambio real efectivo se estima con base en los precios al consumidor y con respecto a una canasta de 111 países, ponderada con el PIB bruto de cada uno de ellos.

Fuente: Banco de México (IABM 2006), FMI e INEGI.

*Gráfica 15*

\*Periodicidad: mensual. Sin unidad. Base: 1990. Con precios consumidor y con respecto a 111 países.

Fuente: Banco de México.

## BIBLIOGRAFÍA

- ACEITUNO G. e I. RUPRAH (1982), “Déficit público e inflación”, en *Economía Mexicana*, número 4, CIDE.
- ALIBER, ROBERT Z. (1987), “Exchange Rates” en *The New Palgrave a Dictionary of Economics*, John Eatwel, Murray Milgate y Peter Newman (editores), MacMillan-Stockton-Maruzan, Hong Kong, volumen 2, pp. 210-212.
- BALASSA, BELA (1983), “La política de comercio exterior de México” en *Comercio Exterior*, volumen 33, número 3, marzo, pp. 210-222.
- BANCO DE MÉXICO (1982), “La economía mexicana en 1981” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 4, abril, pp. 447-454.
- (1982), “México: ajustes a la política económica” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 3, marzo, pp. 293-295 [Comunicado emitido por el Banco de México el 17 de febrero de 1982].
- (1982), “Programa de ajustes a la política económica” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 3, marzo, pp. 295-297 [Comunicado emitido por el Banco de México el 19 de febrero de 1982].
- (1982) “Principales medidas económicas adoptadas en agosto de 1982”, en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 9, septiembre, pp. 1019-1029.
- (1995), *Exposición sobre la política monetaria para 1995*, México, enero, pp. 56.
- (1996), *Exposición sobre la política monetaria para 1996*, México, enero, pp. 35.
- (1997), *Exposición sobre la política monetaria para 1997*, México, enero, pp. 37.
- (1998), *Exposición sobre la política monetaria para 1998*, México, enero, pp. 51.

- (1999), *Política monetaria. Programa para 1999*, México, enero, pp. 52.
- (2000), *Política monetaria. Programa para 2000*, México, enero, pp. 71.
- (2001), *Informe sobre la inflación octubre-diciembre 2000 y Programa monetario para 2001*, México, enero, pp. 94.
- (2002), *Informe sobre la inflación octubre-diciembre 2001 y Programa monetario para 2002*, México, enero, pp. 104.
- (2003), *Informe sobre la inflación octubre-diciembre 2002 y Programa monetario 2003*, México, enero, pp. 70.
- (2004), *Informe sobre la inflación octubre-diciembre y Programa monetario para 2004*, México, enero, pp. 56.
- (IABM 1981-2006), *Informe(s) anual(es)*, México.
- BRAGA DE MACEDO, DANIEL COHEN y HELMUT REISEN (editores) (2001), *Ni fijos ni flotantes. El tipo de cambio en economías emergentes, en transición y en desarrollo*, Development Centre Studies, OECD, París, pp. 93.
- BUENO, GERARDO M. (1983), “Hacia una evaluación de la actual política económica de México” en *Comercio Exterior*, volumen 33, número 4, marzo, pp. 283-291.
- CALVENTO, MARIANA (2006), “Fundamentos teóricos del neoliberalismo: su vinculación con las temáticas sociales y sus efectos en América Latina” en *Convergencia*, Revista de Ciencias Sociales, Centro de Investigación y Estudios Avanzados de la Facultad de Ciencias Políticas y Administración Pública, Universidad Autónoma del Estado de México, año 13, número 41, mayo-agosto, pp. 41-59.
- CALVO, GUILLERMO A. y ENRIQUE G. MENDOZA (1997), “La crisis de la balanza de pagos de México: crónica de una muerte anunciada” en *Investigación Económica*, México, volumen LVII, número 219, enero-marzo, pp. 13-51.
- CALVO, GUILLERMO A. (1998), *Política monetaria y cambiaria en economías en transición: dolarización, credibilidad imperfecta y mercados incompletos*, Academia Nacional de Ciencias Económicas, Buenos Aires, pp. 36.
- y CARMEN M. REINAR (1999), “Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate and Dollarization” en *Finance & Development*, septiembre, pp. 13-15.
- CALVO, GUILLERMO A. (2001), “The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance”, en Braga de Macedo, Daniel Cohen y Helmut Reisen (editores), *Don't Fix, Don't Float. The exchange rate in emerging markets, transition economies and developing countries*, Development Centre Studies, OECD, París, pp. 77-84.
- CAMBIASO, JORGE E. (1993), “Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital” en *Monetaria*, CEMLA, volumen XVI, número 1, enero-marzo, pp. 1-25.
- CARDOSO, HELIANA A. y SANTIAGO LEVY (1988), “México” en *The Open Economy. Tools for Policy Makers in Developing Countries*, Rudiger Dornbusch y F. Leslie C. H. Helmers

- (editores), The International Bank for Reconstruction and Development, Oxford University, Washington, pp. 348-369.
- CASAR, JOSÉ I. (1983), "La política económica del nuevo gobierno", en *Economía mexicana*, número 5, CIDE, México, pp. 35-56.
- , GONZALO RODRÍGUEZ y JAIME ROS (1985), "Ahorro y balanza de pagos: un análisis de las restricciones al crecimiento económico de México" en *Economía mexicana*, CIDE, número 7, pp. 21-33.
- CASTILLO A., RAMÓN (2001), "Variaciones nominales y reales del tipo de cambio bilateral México-Estados Unidos" en *Momento económico*, México, IIE-UNAM, número 118, noviembre-diciembre, pp. 39-46.
- CARTENS, AGUSTÍN G. y ALEJANDRO M. WERNER (1999), "Mexico's monetary policy framework under a floating exchange rate regime", Documento de Investigación 9905, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México, mayo, pp. 52.
- CIDE (1982), "Evolución reciente y perspectivas de la economía mexicana", en *Economía Mexicana*, CIDE, número 4, pp. 9-21.
- (1984), "Evolución reciente y perspectivas de la economía mexicana", en *Economía Mexicana*, CIDE, número 6, pp. 9-21.
- (1985), "Evolución de la economía mexicana y perspectivas" en *Economía Mexicana*, CIDE, número 7, pp. 9-20.
- (1986), "Evolución reciente y perspectivas de la economía mexicana", en *Economía Mexicana*, CIDE, número 8, pp. 9-29.
- CORDEN, W. MAX (1993), "¿Importa la cuenta corriente? El punto de vista tradicional y el moderno" en *Economía Mexicana*, volumen II, número 1, enero-junio, pp. 7-34.
- DE LA MADRID HURTADO, MIGUEL (1982), "Criterios generales de política económica [para la Iniciativa de la Ley de Ingresos y el Proyecto de Presupuesto de Egresos de la Federación para 1983]" en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 12, diciembre, pp. 1286-1296.
- DORNBUSCH, RUDIGER (1988), "Overvaluation and Trade Balance" en *The Open Economy. Tools for Policy Makers in Developing Countries*, Rudiger Dornbusch y F. Leslie C. H. Helmers (editores), The International Bank for Reconstruction and Development, Oxford University, Washington, pp. 80-107.
- EDWARDS, SEBASTIÁN (1990), "Conceptos y mediciones del tipo de cambio real" en *Monetaria* número 4, volumen XIII, octubre-diciembre, CEMLA, pp. 357-399.
- FERNÁNDEZ SANTISTEBAN, JOSÉ LUIS (1984), "Causas y perspectivas de la deuda externa de México", en *Economía Mexicana*, CIDE, número 6, pp. 63-76.
- FRENKEL, J. A. y H. JOHNSON (1976), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, Toronto, University of Toronto, pp. 24.

- GALINDO, LUIS MIGUEL (2006), “Banco de México: política monetaria de metas de inflación” en *Economía UNAM*, número 9, septiembre-diciembre, pp. 82-88.
- GARCÍA FERNÁNDEZ-MURO, CLARA e ILIANA OLIVIE ALDASORO (2000), “Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes” en *Comercio Exterior*, número 50, volumen 6, junio del 2000, pp. 475-483.
- GRANVILLE, BRIGITTE (2001), “Exchange Rates in Transition”, en Braga de Macedo, Daniel Cohen y Helmut Reisen (editores), *Don't Fix, Don't Float. The exchange rate in emerging markets, transition economies and developing countries*, Development Centre Studies, OECD, París, pp. 85-93.
- HELMERS, F. LESLIE C. H. (1988), “The Real Exchange Rate” en Rudiger Dornbusch y F. Helmers (editores), *The open economy. Tools for policy in developing countries. EDI Series in Economic development*, Oxford University, pp. 10-33.
- IBARRA, CARLOS A. (2004), “Capital Flows, Exchange Rate Regime, and Macroeconomic Performance in Mexico” en *Investigación Económica*, vol. LXIII, número 250, pp. 15-46.
- KRUGMAN, PAUL R. y MAURICE OBSTFELD (1996), *Economía internacional. Teoría y política*, McGraw-Hill, Madrid, pp. 403-442 y 483-526.
- LEVY-YEYATI, EDUARDO y FEDERICO STURZENEGGER (2003), “To float or to fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth”, en *The American Economic Review*, septiembre, volumen 93, número 4, pp. 1173-193.
- LORÍA DÍAZ, EDUARDO (1995), “Las nuevas restricciones al crecimiento económico de México” en *Investigación Económica*, número 212, abril-junio, pp. 51-85.
- LUSTIG, NORA (1995), “México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa” en *Comercio Exterior*, volumen 45, número 5, mayo, pp. 374-382.
- MANCERA AGUAYO, MIGUEL (1982), “Consideraciones sobre el control de cambios” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 6, junio, pp. 670-675.
- (1982), “XLVIII Convención Nacional Bancaria” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 8, agosto, pp. 886-889. [Discurso del director del Banco de México en la sesión inaugural el 31 de mayo].
- (1983), “Nueva política cambiaria” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 1, enero de 1983, pp. 73-76. [El 10 de diciembre de 1982 se anunció el establecimiento de dos mercados de divisas: uno sujeto a control y otro completamente libre. Texto íntegro que el director del Banco de México leyó al anunciar las nuevas características del tipo de cambio].
- MÁNTEY DE ANGUIANO, GUADALUPE (1997), “Efectividad de la política monetaria” en *Lecturas de política monetaria*, Alfredo Sánchez Daza (coordinador), México, UAM Azcapotzalco, pp. 35-54.
- y LEVY ORLIK, NOEMÍ (compiladoras) (1998), *Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano*, México, UNAM-DGAPA, ENEP-Acatlán, pp. 279.

- MÁNTEY DE ANGUIANO, GUADALUPE (2002), “Estabilidad de precios con crecimiento” en José Luis Calva (coordinador), *Política económica para el desarrollo sostenido con equidad*, tomo I, México, Juan Pablos, UNAM-IEEC, pp. 133-144.
- (2002), “Política monetaria con oligopolio bancario: el gobierno como emisor de última instancia y el sobreendeudamiento público en México” en *Momento Económico*, número 120, marzo-abril, pp. 2-13.
- MOGUILLANSKY, GRACIELA y TITELMAN, DANIEL (1994), “Inflación, déficit público y política cambiaria: los casos de Argentina, Chile y México” en *Investigación Económica*, número 207, enero-marzo, pp. 85-154.
- MUNDELL, ROBERT A. (1963), “Movilidad del capital y política de estabilización con tipos de cambios fijos y flexibles” en R. Caves y H. Johnson, *Ensayos de economía internacional*, Amorrortu, Buenos Aires, pp. 529-542.
- NADAL, ALEJANDRO (2002), “Contradicciones del modelo de economía abierta aplicado en México” en José Luis Calva (coordinador), *Política económica para el desarrollo sostenido con equidad*, tomo I, México, Juan Pablos-UNAM-IEEC, pp. 167-190.
- RIVERA-BÁTIZ, FRANCISCO L. y LUIS A. RIVERA-BÁTIZ (1994), *Internacional Finance and Open Economy Macroeconomics*, McMillan, pp. 461-486, 551-576 y 577-611.
- RUPRAH, INDER (1986), “Déficit fiscal, inflación y crecimiento: 1983-1987”, en *Economía Mexicana*, CIDE, número 8, pp. 31-50.
- (1987-1988), “Evolución reciente y perspectivas de la economía mexicana”, en *Economía Mexicana*, CIDE, números 9-10, pp. 9-20.
- SACHS, JEFFREY, D. y FELIPE LARRAÍN B. (1994), *Macroeconomía en la economía global*, México, Prentice Hall Hispanoamericana, pp. 282-319 (capítulos 10, 13 y 14).
- SANTAELLA, JULIO A. y ABRAHAM E. VELA (2005), “The 1987 Mexican Disinflation Program: An Exchange-rate based Stabilization?” en *Economía Mexicana. Nueva época*, CIDE, volumen XIV, 1er. semestre, pp. 5-40.
- SCHAECHTER, ANDREA; MARK R. STONE y MARK ZELMER (2000), *Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries*, Occasional Paper 202, International Monetary Fund, Washington, pp. 62.
- SCHATÁN PÉREZ, CLAUDIA (1981), “Efectos de la liberalización del comercio exterior en México” en *Economía Mexicana*, México, CIDE, número 3.
- (1985), “La liberación de importaciones de 1984-1985 y su posible impacto sobre las exportaciones de México” en *Economía Mexicana*, CIDE, número 7, pp. 79-103.
- SCHWARTZ ROSENTHAL, MOISÉS J. (1998), “Consideraciones sobre la instrumentación práctica de la política monetaria”, documento de investigación 9804, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México, octubre, pp. 34.
- SHCP (1982), “México y el FMI: la Carta de Intención” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 11, noviembre, pp. 1247-1251.

- SILVA-HERZOG F., Jesús (1982), “XLVIII Convención Nacional Bancaria” en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 8, agosto, pp. 881-889. [Discurso del secretario de Hacienda y Crédito Público en la sesión inaugural el 31 de mayo].
- SOLÍS, LEOPOLDO (1981), *La realidad económica mexicana. Retrovisión y perspectivas*, México, Siglo XXI, pp. 319.
- STUDART, ROGERIO (1998), “Políticas financieras y crecimiento en el contexto del desarrollo: lecciones derivadas de América Latina y del sudeste asiático en los años ochenta” en *Investigación Económica*, volumen LVII:224, abril-junio, pp. 15-42.
- TELLO MACÍAS, CARLOS (1982), “La banca nacionalizada: Primeras medidas concretas”, en *Comercio Exterior*, volumen 32, número 9, septiembre, pp. 948-950. [Director del Banco de México. Texto dado a conocer a los medios de difusión el 4 de septiembre de 1982].
- TORRES GAYTÁN RICARDO (1997), *Un siglo de devaluaciones del peso mexicano*, México, Siglo XXI, pp. 427.
- UNCTAD (2000), “Exchange Rate Regimes and the Scope for Regional Cooperation” (2001) en *Trade and Development Report*, parte dos, Capítulo v, pp. 109-129.
- VÁZQUEZ, A. (1982), “La política monetaria, 1973-1981”, en *Economía Mexicana*, número 4, CIDE.
- VILLARREAL, RENÉ (1976), *El desequilibrio externo en la industrialización en México (1929-1975): Un enfoque estructuralista*, México, FCE, pp. 281.
- (1988), *Industrialización, deuda y desequilibrio externo en México (1929-1975): Un enfoque neoestructuralista (1929-1988)*, México, FCE, pp. 616.
- WERNER, A. y MILO, A. (1998), “Acumulación de reservas internacionales a través de la venta de opciones: el caso de México”, documento de investigación 9801, Banco de México.
- WILLIAMSON, JOHN (1989), “What Washington Means by Policy Reform”, Institute for International Economics, Washington, noviembre, pp. 14.
- (2004), *A Short History of the Washington Consensus*, Barcelona, septiembre 24-25. [Paper commissioned by Foundation CIDOB for a conference “From the Washington Consensus towards the New Global Governance”].