

EL COLEGIO DE MEXICO

CENTRO DE ESTUDIOS ECONOMICOS

TRABAJO DE INVESTIGACION PARA OBTENER EL GRADO DE
MAESTRIA EN ECONOMIA

La Política Cambiaria en México: 1977-1982

Oscar Franco López Portillo

Promoción 1983-85

1986

Asesor: Profra. Nora Lustig

CONTENIDO

I. INTRODUCCION

II. DESEMPEÑO GLOBAL, SECTOR EXTERNO Y POLITICA ECONOMICA

II.1) ALGUNOS INDICADORES DE LA EVOLUCION ECONOMICA

II.2) EL DESEQUILIBRIO EXTERNO

NOTAS

III. LA POLITICA CAMBIARIA EN EL DISCURSO OFICIAL

III.1) EL CONVENIO CON EL F.M.I.

III.2) PLANES ECONOMICOS

III.3) LA POSICION PRESIDENCIAL Y EL DEBATE EN EL GABINETE ECONOMICO

NOTAS

IV. POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA 1977-1981

IV.1) LA POLITICA DE TIPO DE CAMBIO

IV.2) LA POLITICA DE TASAS DE INTERES E INSTRUMENTOS DE CAPTACION

IV.3) LOS RESULTADOS

IV.4) EVALUACION DE LA POLITICA

NOTAS

V. EL DEBATE SOBRE POLITICA CAMBIARIA

V.1) OPCIONES DE POLITICA CAMBIARIA LUEGO DE LA DEVALUACION DE 1976

V.2) LAS MODALIDADES DEL AJUSTE DE 1981-1982

V.3) PRECIOS EXTERNOS, TIPO DE CAMBIO, TASA DE INTERES E INFLACION

V.4) EL DEBATE SOBRE EL CONTROL DE CAMBIOS

NOTAS

VI. LA POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN 1982

VI.1) HASTA FEBRERO 17

VI.2) DE LA DEVALUACION A AGOSTO 6.

VI.3) DE AGOSTO A DICIEMBRE

VI.4) EVALUACION DE LA POLITICA

NOTAS

VII. CONCLUSIONES

OBRAS CONSULTADAS

I INTRODUCCION

La escasez de divisas ha constituido tradicionalmente una de las restricciones más significativas al desarrollo económico del país. Con la exportación masiva de hidrocarburos emprendida desde mediados de la década pasada, y el acceso a enormes recursos crediticios internacionales ligado tanto a la bonanza petrolera como a las favorables condiciones de oferta en los mercados financieros externos, se presentó una oportunidad histórica sin precedentes de consolidar un proceso de crecimiento autosostenido, independiente y menos vulnerable respecto a las vicisitudes del ciclo capitalista internacional.

En ese contexto, la cuestión crucial consistía en elaborar un proyecto nacional que asegurase que el empleo de tales recursos se tradujera en el logro del objetivo mencionado. La política cambiaria, que comprende el manejo del tipo de cambio y las modalidades de convertibilidad y transferibilidad de la moneda, debía desempeñar un papel clave en la estrategia. De manera esquemática se presentaban dos opciones extremas: por un lado, dejar que las fuerzas del mercado determinasen su asignación; por otro, establecer mecanismos conscientes y planificados de uso de las divisas, bajo el control del Estado. Cada una de estas

opciones correspondía, en última instancia, a concepciones y proyectos de nación diferentes, y se complementaban con políticas también de distinto corte en otros ámbitos.

En este trabajo se pretende reseñar y analizar los principales acontecimientos y acciones verificados en el campo de la política cambiaria en el período 1977-1982, así como los diagnósticos y alternativas sobre la materia surgidos en distintas esferas.

Inicialmente se presenta un panorama de la evolución general de la economía y del sector externo. A continuación se reseñan los planteamientos más representativos del discurso oficial relacionados con el manejo del tipo de cambio. En la sección IV se revisan y discuten las principales medidas de las políticas cambiaria y de tasa de interés adoptadas entre 1977 y 1981, mientras que las correspondientes a 1982 se tratan en el apartado VI.

Algunos de los argumentos del debate sobre alternativas de política cambiaria, así como de la relación entre precios externos, tipo de cambio, tasa de interés e inflación se presentan y analizan en el apartado V.

Por último, se plantean algunas reflexiones a manera de conclusión.

II) DESEMPEÑO GLOBAL, SECTOR EXTERNO Y POLITICA ECONOMICA.

II.1) ALGUNOS INDICADORES DE LA EVOLUCION ECONOMICA .

La actividad económica en 1977 se vio desfavorablemente influida por la crisis heredada del año precedente, los efectos de la devaluación y las políticas de ajuste instrumentadas en concordancia con el Convenio de Facilidad Ampliada, pactado en septiembre de 1976 con el Fondo Monetario Internacional, y ratificado por la nueva administración. El producto creció sólo 3.4% (de acuerdo con la metodología del Sistema de Cuentas Nacionales), por debajo de su tendencia histórica. Los sectores que más resintieron el estancamiento fueron la construcción, el comercio y la industria manufacturera. La inversión, tanto pública como privada, mostró tasas de crecimiento negativas, en tanto que el consumo se expandió por debajo del ritmo de aumento de la población.

El incremento de los precios al consumidor, aunque importante (28.9%) resultó inferior al que indicaban los pronósticos y las tendencias de principio del año. El déficit fiscal se logró reducir en términos nominales, con base sobre todo en la desaceleración del gasto público, corriente y de inversión. La subocupación y el desempleo abierto (en particular en ciertas ramas manufactureras y la construcción) se elevaron sensible-

mente. Por otra parte, "los trabajadores que no perdieron su empleo experimentaron una reducción en su nivel de vida, ya que el aumento de los precios al consumidor... no se vió acompañado de un aumento salarial equivalente (el tope fue de 10%)" (1).

En 1978, sobre todo a partir del segundo trimestre, se inicia una etapa de franca recuperación, derivada fundamentalmente del estímulo a la demanda agregada. Factor decisivo fue la reactivación del gasto público, y en particular la expansión de la inversión en la actividad petrolera, lo que a su vez influyó sobre el comportamiento del gasto privado. Así, la inversión pública creció más de 30% en términos reales, y la privada por arriba de 5% (2). Para el segundo semestre del año la producción de bienes de inversión crecía ya a tasas de más de 20%, también en términos reales.

Globalmente, el producto tuvo un repunte importante (8.2%), contribuyendo de manera particular la minería (incluye petróleo), la construcción y las manufacturas. La inflación cedió sustancialmente (17.5%), y a pesar de que los salarios reales continuaron en descenso hubo cierta compensación a través de la generación de empleo.

Aunque la oferta interna tuvo inicialmente una respuesta satisfactoria gracias a la existencia de márgenes de capacidad

ociosa, las importaciones hicieron una aportación destacada a la oferta global (cuadro 2).

El punto culminante del boom petrolero se alcanzó en 1979, al observarse una tasa de crecimiento del PIB de 9.2%, si bien la inflación no pudo seguirse abatiendo (18.2%). Por sectores, nuevamente el petróleo, la construcción, las comunicaciones y transportes y las manufacturas tuvieron un papel relevante. En contraste, la agricultura mostró un crecimiento negativo.

El impulso a la demanda provino de nueva cuenta de la inversión, aunque el consumo mostró asimismo un comportamiento dinámico. Por el lado de la oferta, "la menor flexibilidad de respuesta... se debió a la agudización de diversos cuellos de botella y el agotamiento del exceso de capacidad instalada en la industria" (3).

En 1980 se presenta un cambio de dirección en la tendencia de la actividad productiva. Si bien el aumento del PIB fue muy sustancial (8.3%), el dinamismo de algunos sectores clave como las industrias manufacturera y de la construcción se debilitó. Por otra parte, la inflación se aceleró, el déficit público como proporción del PIB llegó a 6.5% y las importaciones en términos reales crecieron a una tasa récord de 31.9% en términos reales (mientras las exportaciones, incluyendo el petróleo, sólo se expandían 6.1%).

Las políticas expansionistas siguieron prevaleciendo durante el primer semestre de 1981. Hacia mediados de año, a los crecientes desequilibrios de la economía -el de las finanzas públicas y el externo, particularmente- se vinieron a sumar algunos acontecimientos externos desfavorables: la baja en el precio y las ventas al exterior de hidrocarburos y el alza en las tasas de interés internacionales. En respuesta se instrumentó un programa de ajuste que incluía reducción selectiva del gasto público y reimplantación de controles a la importación.

No obstante, el ritmo de crecimiento se mantuvo alto (7.9%), y la inflación fue similar a la del año anterior (28.7%). El mantenimiento de altas tasas de crecimiento se sustentó en este caso en la ampliación del déficit público (14.5% del PIB) y en la contratación de crédito externo (56.6% más que el año anterior, medido en dólares).

Tomada en conjunto, la etapa de expansión 1978-1981 muestra facetas contradictorias: por una parte, las tasas de crecimiento (8.6% en promedio) superaron incluso a las previstas en los planes de desarrollo, y la generación de empleo estuvo por encima del crecimiento de la población. Por otra, el crecimiento fue sectorialmente desequilibrado, el salario real se deterioró y los desequilibrios fiscal y externo se agudizaron, lo mismo que la inflación.

En cuanto al desbalance sectorial, se observa una diferencia notable entre el crecimiento del sector petrolero y el del resto de la economía. Esta dualidad resultó principalmente de la "desaceleración del crecimiento manufacturero que, por primera vez en 1980 y por segunda en 1981 presentó -durante un período de auge- un ritmo de expansión inferior al de la producción total" (4).

El énfasis en el desarrollo del sector petrolero no fue acompañado de una articulación suficiente con el resto de la economía. Ello no sólo hacía más vulnerable al sistema respecto a choques externos, sino que limitaba las posibilidades de expansión ulterior. El auge petrolero permitió la conservación de altas tasas de crecimiento, al tiempo que el déficit externo, el fiscal, la inflación y otros desequilibrios no sólo persistían sino se agudizaban. Una estrategia de tal naturaleza habría de encontrar inevitablemente límites a su continuidad y desembocar en una grave crisis.

En 1982 la situación sufrió un deterioro asombrosamente acelerado, como lo reflejan los principales indicadores. En términos reales el producto global descendió: las tasas más bajas correspondieron a construcción, transportes y comunicaciones, sector agropecuario y manufacturas. La inflación alcanzó un nivel sin precedente de 98.8%. La inversión, pública

CUADRO 1

PRODUCTO INTERNO BRUTO (REAL) POR SECTORES: ESTRUCTURA
PORCENTUAL Y TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL

CONCEPTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL**						TASA DE CRECIMIENTO(%)						1977-82*
	1977	78	79	80	81	82	1977	78	79	80	81	82	
TOTAL	100	100	100	100	100	100	3.4	8.2	9.2	8.3	7.9	-0.5	6.1
AGROPECUARIO	11	10	9	8	8	7	7.5	6.0	-2.1	7.1	6.1	-0.6	4.0
MINERIA	3	3	4	7	6	10	7.6	14.3	14.7	22.3	15.3	9.2	13.9
MANUFACTURAS	24	24	23	23	22	21	3.5	9.8	10.6	7.2	7.0	-2.9	5.9
CONSTRUCCION	6	6	6	7	7	6	-5.3	12.4	13.0	12.3	11.8	-5.0	6.5
ELECTRICIDAD	1	1	1	1	1	1	7.6	7.9	10.3	6.5	8.4	6.6	7.9
COMERCIO, RESTAURANTES	24	24	24	23	23	23	1.8	7.9	11.7	8.1	8.5	-1.9	6.0
TRANSPORTES, COMUNICACIONES	6	6	7	7	7	6	6.6	12.5	15.5	14.1	10.7	-3.8	9.3
SERVICIOS FINANCIEROS	9	9	8	8	8	8	3.7	4.4	5.3	4.6	4.8	2.9	4.3
SERVICIOS COMUNALES	17	18	18	18	19	19	3.8	6.7	7.9	7.6	7.7	4.4	6.4

FUENTE: S.P.P. SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES DE MEXICO.

* PROMEDIO ARITMETICO.

** CON BASE EN MILLONES DE PESOS CORRIENTES.

CUADRO 2

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL (REAL): ESTRUCTURA PORCENTUAL
Y TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL

CONCEPTO	ESTRUCTURA PORCENTUAL						TASAS DE CRECIMIENTO(%)						1977-82*
	1977	78	79	80	81	82	1977	78	79	80	81	82	
OFERTA GLOBAL	100	100	100	100	100	100	2.2	9.3	11.0	10.8	9.5	-5.6	6.2
PIB	92	91	89	87	86	91	3.4	8.2	9.2	8.3	7.9	-0.5	6.1
IMPORTACIONES CIF	8	9	11	13	14	9	-10.2	21.9	29.9	31.9	20.3	-37.1	9.5
DEMANDA GLOBAL	100	100	100	100	100	100	2.2	9.3	11.0	10.8	9.5	- 5.6	6.2
CONSUMO TOTAL	71	71	69	67	66	71	1.7	8.3	8.9	7.8	7.7	1.2	5.9
INVERSION TOTAL	21	21	22	25	26	20	-0.3	11.9	17.6	22.0	15.6	-28.7	6.5
FORMACION BRUTA DE CAPITAL	18	18	19	21	21	19	-6.7	15.2	20.2	14.9	14.7	-15.9	7.1
PRIVADA	11	10	11	12	12	11	-6.7	5.1	22.7	13.7	13.9	-17.3	5.2
PUBLICA	7	8	8	9	9	8	-6.7	31.6	17.1	16.7	15.8	-14.2	10.1
EXPORTACIONES FOB	8	8	8	8	8	9	14.7	11.6	12.1	6.1	6.2	13.7	10.7

FUENTE: S.P.P. SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES DE MEXICO.

* PROMEDIO ARITMETICO.

CUADRO 3

INDICADORES ECONOMICOS 1977-1982

(INCREMENTOS ANUALES PORCENTUALES Y PROPORCION DEL PIB)

	<u>INCREMENTOS ANUALES (%)</u>						<u>PROPORCION DEL PIB (%)</u>					
	1977	78	79	80	81	82	1977	78	79	80	81	82
PIB	3.4	8.2	9.2	8.3	7.9	-0.5	100	100	100	100	100	100
PIB POR PERSONA OCUPADA	-0.9	4.4	4.0	1.9	1.2	0.4						
PIB PER CAPITA	0.3	5.0	5.9	5.2	4.9	-3.3						
PODER ADQUISITIVO SALARIO	-0.9	-3.4	-1.1	-6.6	2.3	-1.9						
OCUPACION	4.4	3.7	4.9	6.3	6.6	-0.9						
PRECIOS AL CONSUMIDOR (DIC-DIC)	28.9	17.5	18.2	29.8	28.7	98.8						
INGRESOS SECTOR PUBLICO*	39.7	33.5	37.0	62.0	14.3	74.9	26.0	29.4	28.6	33.3	27.7	30.7
EGRESOS SECTOR PUBLICO*	33.0	31.5	39.3	57.3	47.7	81.6	31.5	32.8	34.8	39.3	42.2	48.7
DEFICIT PUBLICO*	-4.0	30.6	34.1	67.8	205.9	94.2	5.1	5.3	5.4	6.5	14.5	17.9
DEUDA PUBLICA EXTERNA**	16.0	14.6	13.3	13.6	56.6	11.2	28.2	25.5	22.1	18.4	23.6	61.4
IMPORTACIONES CIF	-10.2	21.9	29.9	31.9	20.3	-37.1	8.8	9.9	11.7	14.3	15.9	10.1
EXPORTACIONES FOB	14.7	11.6	12.1	6.1	6.2	13.7	8.8	9.1	9.3	9.1	9.0	10.2

FUENTES: S.P.P. SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES DE MEXICO.

NAFINSA LA ECONOMIA MEXICANA EN CIFRAS 1984.

* EN TERMINOS NOMINALES.

y privada, sufrió una contracción severa, lo mismo que el empleo. El déficit público como proporción del PIB ascendió a 17.9%.

II.2) EL DESEQUILIBRIO EXTERNO.

Se ha querido separar este aspecto de la descripción precedente pues constituye uno de los elementos más significativos, y al mismo tiempo paradójicos, de la historia económica del período 1977-1982. En efecto, el deterioro de las relaciones con el exterior que se suponía que la exportación masiva de hidrocarburos ayudaría a aliviar, se agudizó a tal extremo que se convirtió en uno de los determinantes fundamentales de la crisis.

Como ya se ha señalado, las importaciones tuvieron un comportamiento muy dinámico, que explica en buena medida que el déficit comercial se haya más que cuadruplicado entre 1977 y 1981, a pesar del incremento también considerable de las exportaciones (cuadro 4). Respecto a estas últimas, lo más notable es el cambio en su composición, pues si en 1977 los hidrocarburos representaban 22% del total, para 1982 esa proporción había pasado a 74%. Esto significa que las exportaciones no petroleras aumentaron menos de 50% en todo el período, mientras que las petroleras se multiplicaron por 15.

En cuanto a los servicios no financieros, su papel compensador en cuenta corriente se debilitó, al grado de que en 1981 mostraron ya un saldo deficitario.

Una de las cargas más pesadas en el egreso de divisas fue el pago a servicios factoriales, destacadamente los intereses de la deuda pública y privada. Se observa que hacia fines de 1982 el déficit en la balanza de servicios financieros representaba más de las dos terceras partes de los ingresos petroleros ese año. La presencia de este renglón fue una de las principales causas para que el saldo negativo en cuenta corriente se haya más que septuplicado entre 1977 y 1981.

Para el financiamiento de ese déficit se tuvo que recurrir al expediente de los recursos externos, especialmente en la forma de créditos. Una imagen clara de los resultados de este proceso se refleja en la evolución de la balanza de endeudamiento (cuadro 6). Se tiene así que mientras la deuda global se multiplicó por 2.7 en el período, el pago de intereses más que se quintuplicó. En cuanto a su estructura por plazos, mientras que en 1977 la deuda de corto plazo representaba alrededor de 20%, en 1982 esa proporción ascendía a casi 30%.

El coeficiente del servicio de la deuda (intereses más amortizaciones entre exportaciones de bienes y servicios) se mantuvo

por encima del 50%, con excepción de 1980.

En cuanto a la fuga de capital, a las que se hará referencia posteriormente, "habría alcanzado un monto total de 22 500 millones de dólares. Esto es un poco más de la tercera parte de la deuda externa acumulada hasta 1981" (5).

En un análisis por fuente y uso de divisas llama la atención que mientras que en 1977 el sector público aportaba 44.8% del total de las divisas y utilizaba el 45.0%, hacia 1981 la aportación era del 63.8% y el uso tan sólo de 35.3% (6).

CUADRO 4

INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS 1977-82

(MILLONES DE DOLARES)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
EXPORTACIONES	4 648	6 063	8 818	15 308	19 420	21 006
DE PEMEX	1 031	1 868	3 975	10 439	13 305	15 623
IMPORTACIONES	5 705	7 918	11 980	18 486	23 920	14 422
SECTOR PUBLICO	2 117	2 916	3 994	6 754	8 822	5 309
SECTOR PRIVADO	3 588	5 001	7 985	11 732	15 108	9 112
BALANZA COMERCIAL	-1 055	-1 854	-3 162	-3 178	-4 510	6 585
BALANZA SERVICIOS NO FINANCIEROS	1 234	1 373	1 433	688	- 381	909
BALANZA SERVICIOS FINANCIEROS	-2 113	-2 583	-3 706	-5 415	-8 365	-10 750
BALANZA CUENTA CORRIENTE	-1 596	-2 693	-4 876	-6 751	-12 544	- 2 685
CUENTA DE CAPITAL	-2 276	3 254	4 521	9 799	21 860	6 080
A LARGO PLAZO	4 271	4 689	4 594	6 476	11 696	8 198
A CORTO PLAZO	-1 995	-1 435	- 72	3 223	10 163	- 2 118
ERRORES Y OMISIONES	- 22	- 127	703	-1 961	- 8 373	- 6 580
VARIACION RESERVA	657	434	419	1 151	1 012	- 3 185

FUENTE: BANCO DE MEXICO. INFORMES ANUALES (VARIOS AÑOS)

CUADRO 5
INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS 1982
(MILLONES DE DOLARES)

CONCEPTO	TRIMESTRE			
	I	II	II	IV
CUENTA CORRIENTE	-3 801	-2 334	- 141	1 397
INGRESOS	6 625	7 167	7 479	7 649
EXPORTACION MERCANCIAS	4 428	5 105 .	5 649	6 049
TURISMO	495	328	289	295
TRANSACCIONES FRONTERIZAS	674	588	558	456
EGRESOS (-)	10 425	9 501	7 620	6 252
IMPORTACION DE MERCANCIAS	5 063	4 145	3 142	2 087
TURISMO	219	238	213	119
TRANSACCIONES FRONTERIZAS	762	738	515	403
INTERESES SECTOR PUBLICO	2 255	1 980	1 933	2 232
OTROS INTERESES	816	884	636	478
CUENTA DE CAPITAL (NETO)	3 456	1 904	3 423	- 209
SECTOR PUBLICO (NETO)	734	3 840	5 127	- 838
SECTOR PRIVADO (NETO)	628	338	355	184
CAPITAL CORTO PLAZO (NETO)	2 094	-2 274	-2 059	445
ACTIVOS (NETO)	- 717	-1 586	840	283
ERRORES Y OMISIONES	-1 093	-1 288	-3 437	-2 544
VARIACION DE LA RESERVA BRUTA	-1 458	-1 103	- 368	- 257

FUENTE: BANCO DE MEXICO. INDICADORES ECONOMICOS.

CUADRO 6
INDICADORES DE LA DEUDA EXTERNA
(MILLONES DE DOLARES)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1977-82
DEUDA PUBLICA							
SALDO	22 912	26 265	29 757	33 813	53 007	60 500	
DESEMBOLSO	5 607	7 617	10 778	7 779	22 867	10 505	
AMORTIZACIONES	2 295	4 264	7 286	3 732	3 673	3 012	24 262
INTERESES	1 542	2 023	2 888	3 958	5 498	7 750	23 659
DEUDA GLOBAL							
SALDO	29 894	33 946	39 685	49 349	72 007	81 350	
MEDIANO Y LARGO PLAZO	23 676	28 869	33 279	39 779	51 137	58 383	
CORTO PLAZO	6 218	5 077	6 406	9 570	20 870	22 967	
DESEMBOLSO	6 611	8 791	14 794	14 252	28 942	14 655	
AMORTIZACIONES	3 223	4 739	9 055	4 588	6 284	5 312	33 201
INTERESES	1 979	2 572	3 737	5 437	8 668	10 500	32 893
RELACIONES (%)							
DEUDA GLOBAL/PIB	36.7	33.0	29.5	26.9	32.2	84.6	
SERVICIO/EXPORTACIONES	66.8	68.1	84.8	42.6	52.3	55.4	
SERVICIO/PIB	6.4	7.1	8.5	5.5	6.7	16.5	

FUENTE: AGUILERA (1984)

NOTAS.

- (1) Villarreal (1984), p. 424.
- (2) Cabe señalar que en el comportamiento de la inversión pública tuvo un peso decisivo la canalizada hacia obras de extracción y refinación de hidrocarburos. Entre 1977 y 1978, la inversión bruta fija en la industria del petróleo se expandió 57.2% en términos reales (NA-FINSA La Economía Mexicana en Cifras, 1984).
- (3) Banco de México, Informe Anual 1981, p. 26.
- (4) CIDE (1981), p. 9.
- (5) Villarreal (1984), p. 444.
- (6) Ruiz, C. Balanza de Pagos 1977-1981, mimeo, p. 15.

III. LA POLITICA CAMBIARIA EN EL DISCURSO OFICIAL.

III.1) EL CONVENIO CON EL F.M.I.

Ante el deterioro agudo de la situación económica y la incontenible embestida especulativa, las autoridades financieras mexicanas iniciaron conversaciones formales con el Fondo Monetario Internacional a mediados de 1976. El propósito era doble: por un lado negociar un acuerdo de Facilidad Ampliada, que daría al país acceso a recursos a que como miembro del F.M.I. tenía derecho; por otro obtener el aval tácito de la institución ante la comunidad financiera internacional.

Aunque no se difundió públicamente, es muy probable que en las negociaciones hayan participado miembros del equipo de trabajo del entonces presidente electo, en virtud de que las medidas enunciadas en la Carta de Intención habrían de constituir la base del programa de estabilización que la nueva administración se comprometería a llevar a efecto en los años 1977-1979. Si bien dicha carta nunca se dio a conocer oficialmente, a través de algunas síntesis y comentarios fue posible conocer la esencia de su contenido.(1)

En el ámbito de la política cambiaria se decidía adoptar un tipo de cambio flotante en función de las fuerzas del mercado, durante un período de duración no definida. Sin embargo

se sugería implícitamente algún tipo de intervención al señalarse que se propiciaría el sostenimiento de un tipo de cambio estable y compatible con el equilibrio de balanza de pagos. El tipo de cambio se emplearía como instrumento activo para reducir las barreras no arancelarias a la importación y los estímulos "indebidos" a la exportación. Se reiteraba la irrestricta libertad cambiaria y se rechazaba cualquier limitación a la convertibilidad y transferibilidad del peso.

En materia de tasas de interés, el objetivo de retener el ahorro generado internamente se lograría a través de brindar seguridad a los depósitos y de mantener un diferencial de rendimientos respecto al exterior.

Así pues, el convenio se ciñó en forma bastante estrecha a las tesis tradicionales del F.M.I. Sin embargo, su instrumentación no se apegó estrictamente a la letra, sobre todo a partir de 1978 cuando el auge petrolero dio paso a una fuerte expansión. Este alejamiento de algunas de las políticas ortodoxas de estabilización se reforzó formalmente al pagarse con anticipación el crédito contraído con el Fondo.

Habrían de transcurrir seis años de múltiples acontecimientos, incongruencias, contradicciones y paradojas antes

de que el país se enfrentase nuevamente a la necesidad de pactar con el F.M.I. Las particularidades se comentarán en un apartado posterior.

III.2) PLANES ECONOMICOS.

Aunque el empleo de técnicas e instrumentos de planificación se remonta en el país a varios lustros atrás, en el período en consideración se realizó el primer esfuerzo sistemático por contar con programas sectoriales que se insertasen de manera coherente en un plan general. Al margen de observaciones que pudieran hacerse sobre los desfases, inconsistencias y aun contradicciones entre los distintos planes, llama la atención que en ninguno de los relacionados con cuestiones financieras, monetarias o comerciales aparezcan explícitamente definiciones en relación con la política de tipo de cambio y convertibilidad del peso.

Así, por ejemplo, en el Plan Nacional de Desarrollo Industrial que aparece en marzo de 1979 no hay referencia alguna al papel del tipo de cambio o al de una política deliberada y consciente de racionalización de uso de las divisas procedentes de las exportaciones de hidrocarburos.

En el Plan Global de Desarrollo, publicado en abril de 1980, se señala como objetivo de la política financiera el

propiciar la seguridad del ahorro en el marco de un tipo de cambio flotante y de libre convertibilidad. Las tasas de interés, por su parte, se fijarían en consideración al grado de liquidez de la economía y al comportamiento de las tasas externas.

Se plantea en este documento la elaboración de un presupuesto de divisas con el fin de racionalizar las importaciones del sector público, únicamente.

No aparece, sin embargo, ninguna referencia a la política cambiaria en relación con el fomento a las exportaciones, el control de las importaciones o la estrategia antinflacionaria.

Finalmente, en las postrimerías del sexenio se dio a conocer el Plan del Sector Comercio, que contemplaba tanto el comercio y abasto internos, como los intercambios con el exterior. No se consigna en este documento ninguna medida relacionada con el nivel o comportamiento del tipo de cambio.

III.3) LA POSICION PRESIDENCIAL Y EL DEBATE EN EL GABINETE ECONOMICO.

Habida cuenta de las características del sistema político mexicano, los pronunciamientos del Presidente de la República se transforman de inmediato en consignas que los funcionarios

de la administración deben justificar y reproducir disciplinadamente. Los debates y desacuerdos al interior del gabinete no se difunden públicamente, y sólo se llegan a conocer parcialmente a través de filtraciones de información.

En materia de política de tipo de cambio se pueden distinguir, a grosso modo, algunas etapas, de acuerdo al énfasis de la posición oficial. Inicialmente, y en un intento por definir distancias respecto a la política de los años previos, se tendió a restar importancia al manejo del tipo de cambio y a rechazar la subordinación de otras políticas a la defensa de una determinada paridad. Así, en el discurso de toma de posesión el presidente López Portillo señalaba: "El gobierno hará todos los esfuerzos...para combatir la idea de que el tipo de cambio es razón y patrón de nuestro desarrollo, dentro del cual le daremos el valor que justamente tiene y nada más".(2)

En el primer informe de gobierno se introducía la idea de un viraje en la conducción de la política económica con la alusión a "un patrón de crecimiento que agotó su último tabú con la devaluación". En el mismo sentido, meses después se afirmaba: "La paridad mantenida hasta 1976 había sido una precondition de nuestro desarrollo económico, y en los últimos años se convirtió en un objetivo". (3)

En una segunda etapa se asume la defensa y justificación .

del esquema de flotación que se pretendía instrumentar: "...la fuga de capitales cesó; empieza el regreso de capitales; la dolarización cesó y hemos encontrado un sistema de flotación sui generis para resolver los problemas de intercambio monetario". (4) Asimismo, en el informe de 1978 se aseguraba que "el tipo de cambio... responde adecuadamente a las condiciones de competencia internacional de nuestra economía".

Conforme aumentaban los costos de mantener un régimen de virtual "flotación fija" y la especulación aparecía, se comenzaron a generar presiones y rumores sobre una inminente devaluación. Esta fase coincide aproximadamente con la decisión de acelerar el ritmo de desliz en la segunda mitad de 1980. Como justificación a la medida se explicaba: "...muchos empresarios me han propuesto formalmente que devalúe... Pero he considerado que... para estimular las ventas al exterior hay otros apoyos... Por esa razón mantendremos la flotación del peso".(5)

Al agudizarse las presiones y enfrentarse una coyuntura externa desfavorable en el segundo semestre de 1981, la posibilidad de una devaluación se rechazó reiteradamente: "Muchos empresarios están deseosos de que el peso se devalúe y muchos técnicos recomiendan la medida. Nosotros preferimos estar atentos al mercado, y deslizarlo cuando la demanda lo indique... Lo que no podemos hacer son saltos bruscos que dañan, más que

nada, a nuestra psicología...".(6)

A principios de 1982, y ante un ataque especulativo incontenible, se hizo un desesperado y previsiblemente inútil llamado a la defensa del peso, al tiempo que se intentaba reivindicar la validez de la estrategia: "Estamos dándole ritmo al valor de nuestra moneda con el desliz, con los aranceles, con las licencias... Es la estructura que le hemos dado a nuestra política monetaria, porque no queremos hacerle el juego... a aquellos que se enriquecen con la especulación".(7)

Luego de la devaluación de febrero, las declaraciones reflejan la amargura por el fracaso de la estrategia previa y la aceptación a regañadientes de la medida: "La política de protección $\sqrt{\quad}$ al tipo de cambio $\sqrt{\quad}$ que habíamos ideado no fue comprendida" (8); "... el proceso devaluatorio era una medida que debía aplazarse todo el tiempo que fuera posible. Y así lo hicimos durante seis meses con medidas que nos funcionaron, hasta que en febrero de este año se rompió esta disciplina tácita".(9)

En relación con la posibilidad de introducir algún mecanismo de restricción cambiaria, no fue sino hasta cuatro meses antes de concluir su administración que el Presidente cambió radicalmente el contenido de sus declaraciones. En efecto, en agosto de 1982, al adoptarse un sistema cambiario dual,

se inició la transición a lo que sería, a partir del primero de septiembre, una firme convicción de la necesidad del control de cambios. Hasta entonces se le había rechazado reiteradamente, confiando en la respuesta positiva a los llamados de solidaridad y patriotismo. Así, durante el discurso de toma de posesión se hablaba del perjuicio que causa la "falta de solidaridad con el país al sacar recursos que son necesarios... Habrá libertad para hacerlo. Espero entendimiento y convicción para que no se haga".

En alusión a las dificultades administrativas y técnicas que involucraría la medida, se señalaba que no era posible "cerrar la frontera al libre cambio. Una frontera de tres mil kilómetros y una población mexicana en contacto con una economía externa ...nos lo impiden... es un problema de solidaridad". (10) En tanto que algunos meses después: "... por las características de nuestro país y por las libertades fundamentales en las que vivimos y por nuestra vecindad, no podemos controlar ni debemos controlar los cambios". (11) Y sólo semanas antes de la implantación del control generalizado, el convencimiento parecía irrefutable: "...no podemos de ninguna manera, ni administrativa, ni política, ni geográficamente controlar los cambios; es una libertad que tenemos que mantener, que no podemos perder como libertad; pero aun cuando pudieramos intentarlo, no podríamos administrarlo y crearíamos muchos más problemas que los que queremos resolver". (12)

Al justificar el sistema dual anunciado el 5 de agosto se precisaba: "los ingresos que se derivan del petróleo y los que al país ingresan por el crédito del estado no se pueden -por que no hay para más- destinar a otra cosa ...Que se acabe el negocio de la especulación ... lo hemos vivido mucho tiempo. Todo puede ser posible y todo puede terminar, y el momento de orientar el destino de nuestras divisas ha llegado al país". (13) Y en el mismo sentido, a una semana de concluir el régimen: "Ya no estamos desarmados... Antes estábamos organizados para que por la libertad de cambios nos descapitalizaran. Ahora ya no".(14)

A reserva de hacer algunas reflexiones sobre estos puntos de vista posteriormente, surge aquí una interrogante: ¿Por qué si se tenía plena conciencia de las implicaciones de la libertad cambiaria irrestricta se actuó tan tardíamente para limitarla? Y si hipotéticamente los precios del petróleo se hubiesen duplicado en agosto de 1982, acaso el derroche irracional de recursos hubiese continuado hasta que como medida de última instancia se detuviese el saqueo de divisas?

Como se señaló antes, rara vez trascienden las diferencias de opinión que surgen entre los miembros del equipo presidencial. Sin embargo, hacia fines de 1981 era ya conocida la existencia de serias divergencias respecto a la forma cómo hacer frente a las dificultades derivadas del adverso contexto internacional, y a las modalidades de ajuste que debían adoptarse. En el

terreno de la política de tipo de cambio el debate entre dos posiciones extremas -macrodevaluación vs. control de cambios- sólo se resolvió a favor de la primera hasta febrero de 1982, y sin aplicarse las medidas de restricción presupuestal con la profundidad que sugería el paquete.

En 1982 los conflictos al interior del gabinete económico tuvieron diversas manifestaciones: la combinación de medidas contraccionistas por un lado, y de promoción y defensa del empleo, por otro, en los ajustes de febrero y abril; la peculiar resolución sobre los aumentos salariales en marzo; la sustitución del secretario de Hacienda y del director del Banco de México en abril; las declaraciones de los nuevos funcionarios de estas dependencias sobre el ajuste no efectuado en 1981, y la inconveniencia de controles cambiarios. (15) Y en fin, el cambio en el diagnóstico oficial de la crisis al enfatizar menos los factores externos y la especulación y más las consecuencias de la indisciplina presupuestal.

NOTAS.

- (1) Véase, por ejemplo, Tello, C. La política económica en México, 1970-1976 , p. 176-182; también CIDE, Economía de América Latina, no. 4 , p. 208-210; y CEPAL (1982), p. 95-97.
- (2) Discursos pronunciados por el licenciado José López Portillo, Primer aniversario, p. 15.
- (3) Entrevista concedida a corresponsales extranjeros (28-VI-78), en S.P.P. Filosofía política de José López Portillo, 1979, p. 74.
- (4) Idem, p. 74.
- (5) Conferencia de prensa (5-XII-80), en S.P.P. Filosofía política de José López Portillo, 1981, p. 51.
- (6) Conferencia de prensa (10-VII-81), en S.P.P. Cuadernos de filosofía política, no. 56, p. 34.
- (7) Discurso pronunciado en la V Reunión de la República (5-II-82).
- (8) Discurso (18-II-82), en S.P.P. Filosofía política de José López Portillo, 1982, p. 73.
- (9) Entrevista (11-V-82), en idem, p. 75.
- (10) Conferencia de prensa (10-VII-81), op. cit, p. 40.
- (11) Discurso (18-II-82), op. cit. p. 74.
- (12) Entrevista (11-V-82), op. cit. p. 76.
- (13) Citado en Tello (1984), p. 102.
- (14) Conferencia de prensa (23-XI-82), en El Mercado de Valores, no. 48, p. 1229.

- (15) El secretario de Hacienda declaró que "lo recomendable hubiese sido llevar a cabo un ajuste. Empero no lo hicimos" (19-V-82). El artículo del director del Banco de México apareció, entre otras publicaciones, en Comercio Exterior, junio 1982.

IV. POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA 1977-1981.

En un contexto de inestabilidad cambiaria, apertura financiera al exterior e inflación interna superior a la internacional, las políticas de manejo de las tasas de interés e instrumentos de captación y de tipo de cambio tuvieron una estrecha vinculación. De hecho, como se discutirá posteriormente, esta relación implicó subordinar los objetivos de la política monetaria al sostenimiento de la paridad cambiaria, con serias consecuencias para el resto de la economía.

IV.1) LA POLITICA DE TIPO DE CAMBIO.

Algunas semanas después del abandono de la paridad de 12.50 pesos por dólar en agosto de 1976, se fijó un nuevo nivel que sin embargo no pudo sostenerse debido a la especulación. La nueva administración continuó formalmente con el esquema de flotación, aunque las oscilaciones hasta 1981 se dieron dentro de márgenes muy estrechos (cuadro 7).

Así, en 1977, luego de una caída a fines de enero, la cotización se mantuvo relativamente constante para finalizar el año con una depreciación acumulada de 13.9%. En 1978 y 1979 se observaron altibajos poco pronunciados, y los porcentajes de depreciación fueron de 0.0% y 0.3%, respectivamente. En junio de 1980 se pone en marcha un esquema de microdevaluaciones no

anunciadas que durante el resto del año evoluciona a un ritmo promedio de 5.4 centavos por mes, con lo que la depreciación de diciembre a diciembre es del orden de 1.9%. A pesar de que en este lapso el tipo de cambio se mantuvo prácticamente fijo, el Banco de México en su informe anual señalaba que se había continuado con "la política de sostener la flexibilidad del tipo de cambio, interviniendo sólo para evitar fluctuaciones bruscas". (1)

Durante 1981 se acelera el ritmo del desliz, sobre todo a partir del tercer trimestre y como parte del paquete diseñado para mejorar la situación de la balanza de pagos. Las tasas anualizadas de depreciación por trimestre fueron: 8.4%; 10.7%, 12.4%, 16.2%; de diciembre a diciembre de tasa fue de 12.8%.

En el informe del Banco Central correspondiente a ese año, aunque publicado en febrero de 1982, aparece una formulación utilizada con frecuencia en estos documentos, pero que bajo las circunstancias prevalecientes resultaba sorprendente: "Las reservas primarias y secundarias garantizan la libre convertibilidad y transferibilidad de nuestra moneda, el cumplimiento oportuno de nuestras obligaciones internacionales y la estabilidad de nuestro sistema cambiario". (2)

Puede argüirse que, al margen de otras consideraciones, la decisión de mantener estable el tipo de cambio respondía al

objetivo de controlar la inflación, y de hacer factible el sistema de depósitos en moneda extranjera, para el cual se requería minimizar el riesgo cambiario.

Con el fin de proporcionar a las empresas que se financiaban con moneda extranjera una vía de cobertura contra el riesgo cambiario, se creó en 1977 el sistema de reportos en dólares-créditos en moneda nacional. Mediante éste se creaban depósitos en divisas en los bancos comerciales quienes se cubrían constituyendo a su vez depósitos en el Banco de México a cambio de préstamos en pesos.

Con el mismo propósito se brindó al público la posibilidad de realizar las llamadas operaciones "swaps": se hacía un depósito en dólares en un banco y éste compraba pesos en el mercado de futuros, con lo que se podía obtener un premio adicional en el caso en que no se presentase una devaluación. Ahora bien, cabe señalar que las operaciones a futuros con pesos mexicanos sólo se verificaban en los mercados de Chicago (desde 1972) y Nueva York; la imposibilidad de cubrir adecuadamente el riesgo cambiario mediante un mercado dentro del país explica parcialmente la tendencia a mantener saldos en moneda extranjera. A pesar del escaso volumen de transacciones, las cotizaciones en esos mercados se utilizaban con frecuencia como indicador de las expectativas de devaluación y como una variable explicativa del comportamiento del proceso de dolarización. (3)

Por otra parte, la divergencia entre el ritmo de depreciación del peso y los diferenciales de inflación entre México y el resto del mundo provocaron una creciente sobrevaluación de la moneda nacional frente al dólar. Aunque son múltiples las dificultades de estimar el margen de discrepancia respecto al nivel de paridad, parece indudable que tal sobrevaluación se presentó (véase cuadro 8 para una estimación empleando distintos años base). En lo que no existe unanimidad es en lo relativo a la importancia que se puede atribuir a los efectos que acarrea sobre fenómenos como el deterioro en cuenta corriente, la dolarización, la fuga de capitales, etc. (4)

IV.2) LA POLITICA DE TASAS DE INTERES E INSTRUMENTOS DE CAPTACION.

Como respuesta a la persistencia de fugas de capital durante el último trimestre de 1976 y el primero de 1977, se comenzaron a introducir modificaciones al sistema de instrumentos y rendimientos al ahorro, con el fin de retener los capitales en el país y revertir la tendencia a la desintermediación financiera observada desde 1973.

El primer paso se tomó en relación con los depósitos en moneda extranjera en la banca nacional. Aunque vigentes desde 1932, los rendimientos a estos depósitos fijados por el Banco Central permanecieron prácticamente constantes durante la posguerra, y con frecuencia en un nivel inferior al prevaleciente

CUADRO 7
 TIPOS DE CAMBIO REPRESENTATIVOS
 DEL MERCADO
 (PROMEDIO ARITMETICO)

		PESOS POR DOLAR
1977	I	22.0421
	II	22.7532
	III	22.8525
	IV	22.6681
1978	I	22.7307
	II	22.7580
	III	22.8134
	IV	22.7658
1979	I	22.7578
	II	22.8294
	III	22.8081
	IV	22.8262
1980	I	22.8254
	II	22.8480
	III	22.9972
	IV	23.1335
1981	I	23.4903
	II	24.0906
	III	24.7938
	IV	25.6811
1982	I	34.3742
	II	46.7829
	III*	67.5838
	IV**	80.1290

FUENTE: BANCO DE MEXICO. INDICADORES ECONOMICOS.

* DEL 6 AL 31 DE AGOSTO SE CONSIDERO EL TIPO "GENERAL"

** DEL 1 DE SEPTIEMBRE AL 20 DE DICIEMBRE SE CONSIDERO EL TIPO "ORDINARIO". A PARTIR DEL 20 DE DICIEMBRE EL TIPO DE "MERCADO".

CUADRO 8

TIPO DE CAMBIO VIGENTE Y DE
PARIDAD,* BAJO DISTINTOS
AÑOS BASE

AÑO	TIPO VIGENTE	TIPO DE PARIDAD			
		BASE 56	BASE 65	BASE 70	BASE 77
1977	22.58	24.52	20.53	20.32	22.58
1978	22.77	26.46	22.15	21.92	24.39
1979	22.81	27.71	23.20	22.93	25.52
1980	22.95	29.73	24.88	24.60	27.36
1981					
I	23.49	31.64	27.59	26.22	29.13
II	24.09	32.54	27.25	27.00	29.98
III	24.79	33.87	28.36	28.07	31.18
IV	25.68	35.65	29.84	29.54	32.82
1982					
I	34.37	39.55	33.12	32.78	36.42
II	46.78	45.90	38.43	38.04	42.26
III	67.58**	54.08	45.29	44.82	49.79
IV	80.13**	63.21	52.89	52.40	58.22

FUENTE: I.M.F. INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS

BANCO DE MEXICO. INDICADORES ECONOMICOS.

* CALCULADO A PARTIR DE LA RELACION DE INDICES DE PRECIOS
AL MAYOREO ENTRE MEXICO Y ESTADOS UNIDOS.

** VEASE NOTA SOBRE TIPOS DE CAMBIO, CUADRO 7.

en los mercados internacionales. (5) A partir de marzo de 1977 se vincularon los movimientos de estas tasas a las fluctuaciones diarias correspondientes a cada instrumento en el mercado de eurodólares, añadiéndose un premio de un punto porcentual. Este margen se redujo a medio punto en abril de 1978 y se eliminó por completo a finales de ese año.

Esta medida, crucial para la evolución del sistema financiero durante el resto del período, constituyó un gran impulso al esquema de "mexdólares" y respondía al propósito de hacer a estos depósitos sustitutos perfectos (al margen de los riesgos de tipo político) de los que se mantenían en el extranjero;"... el objetivo de mayor relevancia era proporcionar a los residentes en México un menú competitivo de activos locales denominados en moneda extranjera que les permitiera protegerse del riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio, evitando así la fuga de fondos financieros a corto plazo con propósitos especulativos". (6). Se pretendía que los cambios en las expectativas con respecto a precios y tipo de cambio no se tradujeran en movimientos de capital sino en la estructura de la captación bancaria.

Posteriormente, y con el propósito de reforzar la mencionada sustituibilidad, se amplió la gama de instrumentos en moneda extranjera ofrecidos al público, aunque se conservó un diferencial en los rendimientos dependiendo de ciertos montos mínimos

de depósito.

Como era de esperarse, la indización de los rendimientos a la tasa LIBOR forzó a una modificación en los criterios de fijación de tasas de interés para depósitos en moneda nacional. Bajo condiciones de estabilidad de precios y tipo de cambio, la regla había sido mantener un margen de dos ó tres puntos por encima de los rendimientos del exterior. Con volatilidad cambiaria y señalados diferenciales de inflación, y en ausencia de restricciones cambiarias, el interés para ahorros en pesos tenía que ser suficiente para cubrir, aunque fuese en forma aproximada, tanto el rendimiento internacional como el descuento porcentual anualizado del peso en el mercado a futuros.

Fue así que desde mayo de 1977 aumentaron las tasas de interés y se revisó su estructura. Se crearon asimismo los depósitos en días preestablecidos y los certificados de la Tesorería (CETES). En 1978, el movimiento al alza continuó aunque en menor proporción que el de los mercados internacionales, dada la reducción del descuento del peso a futuro.

Como el proceso de dolarización de la captación volvió a manifestarse durante el segundo semestre de 1979, se instituyeron a partir de agosto revisiones semanales de las tasas de interés con el fin de suavizar los ajustes. El año siguiente

se generalizó a todos los instrumentos la separación de dos componentes del rendimiento: una tasa bruta fija, sujeta a impuesto, y una sobretasa exenta de gravámenes y revisable periódicamente.

En 1981 prosiguió el ajuste al alza de acuerdo con las tasas internacionales, la flotación cambiaria y la inflación esperada. El rendimiento promedio para depósitos en pesos fue 5.8 puntos superior al de dólares, y alcanzó un nivel de 1.5% en términos reales. (7)

En los cuadros 10 y 11 puede observarse la evolución de la discrepancia entre las tasas de interés vigentes y las de "paridad" (tasa internacional más el descuento del peso a futuros). Que el diferencial no sea cero "se debe por un lado a que las expectativas de devaluación medidas por la cotización a futuro son inciertas, y por otro lado a los costos de transacción". (8).

IV.3) LOS RESULTADOS: DESINTERMEDIACION, DOLARIZACION, DEUDA EXTERNA, FUGAS DE CAPITAL.

La expansión del sistema financiero mexicano, medida por ejemplo a través de la captación de ahorro y del financiamiento concedido como proporciones del PIB, fue una característica sobresaliente en los años sesenta. A partir de 1973 y hasta 1977

CUADRO 9
TASAS DE INTERES PASIVAS EN VARIOS MERCADOS

(PROMEDIOS TRIMESTRALES)

		UN MES			TRES MESES		
		MEXICO*	E.U.**	LONDRES	MEXICO*	E.U.**	LONDRES
1977	I	8.0	4.5	4.8	10.0	4.7	5.1
	II	8.0	4.9	5.3	10.0	5.0	5.6
	III	8.0	5.5	6.0	11.0	5.5	6.2
	IV	8.0	6.3	6.8	11.0	6.4	7.1
1978	I	8.0	6.4	7.0	11.0	6.6	7.3
	II	8.0	6.9	7.6	11.0	7.1	7.8
	III	8.5	7.8	8.4	11.0	8.0	8.7
	IV	10.2	9.1	10.2	11.7	9.8	11.1
1979	I	11.0	9.5	10.5	12.0	9.8	10.9
	II	11.0	9.1	10.5	12.0	9.4	10.6
	III	11.8	10.3	11.4	12.7	10.4	11.6
	IV	15.4	12.7	14.2	16.2	13.1	14.6
1980	I	17.8	14.3	15.6	18.7	14.5	16.1
	II	19.5	10.7	12.5	20.8	10.9	12.7
	III	17.7	9.2	10.2	19.3	9.4	10.7
	IV	22.4	15.0	16.8	23.7	15.1	16.4
1981	I	25.8	15.5	17.2	26.9	15.4	16.9
	II	24.9	16.6	17.8	27.4	16.5	17.6
	III	26.1	17.1	18.2	31.9	17.3	18.3
	IV	25.5	12.9	13.9	32.0	13.0	14.3
1982	I	27.1	13.7	14.7	33.9	13.9	15.2
	II	36.3	14.0	14.9	41.6	14.0	15.0
	III	46.7	10.8	11.8	51.2	12.5	12.5
	IV	44.0	8.8	9.6	47.8	9.8	9.8

FUENTE: BANCO DE MEXICO. INDICADORES ECONOMICOS.

* TASAS NETAS.

** CORRESPONDE A DEPOSITOS DE 100 000 DOLARES O MAS.

CUADRO 10

TASAS DE INTERES VIGENTE Y DE PARIDAD
EN DEPOSITOS A UN MES
(PROMEDIOS ARITMETICOS)

		COTIZACION FUTURO*	DESCUENTO PESO	LIBOR	TASA PARIDAD	TASA VIGENTE**
1977	II	23.34	27.6	5.32	32.92	10.0
	III	23.32	24.0	5.97	29.98	10.1
	IV	22.93	14.4	6.75	21.15	10.1
1978	I	22.92	9.6	6.99	16.59	10.1
	II	23.23	25.2	7.55	32.75	10.1
	III	23.04	12.0	8.39	20.39	10.8
	IV	22.90	7.2	10.23	17.43	12.9
1979	I	22.86	4.8	10.48	15.28	13.9
	II	23.00	8.4	10.51	18.91	13.9
	III	23.10	15.6	11.43	27.03	14.9
	IV	23.09	14.4	14.19	28.59	19.5
1980	I	23.09	14.4	15.62	30.02	22.5
	II	23.07	12.0	12.48	24.48	22.0
	III	23.33	16.8	10.19	26.99	20.2
	IV	23.44	15.6	16.77	32.37	25.0
1981	I	23.82	14.4	15.99	30.39	28.5
	II	24.49	14.4	18.82	33.22	27.4
	III	25.52	28.8	17.09	45.89	28.6
	IV	26.27	19.2	13.87	43.74	28.1

FUENTE: BANCO DE MEXICO INDICADORES ECONOMICOS; VAZQUEZ (1982).

* EN EL MERCADO DE CHICAGO.

** TASA BRUTA.

CUADRO 11

TASAS DE INTERES VIGENTE Y DE PARIDAD
 EN DEPOSITOS A UN MES
 (PROMEDIOS ARITMETICOS)

	COTIZACION FUTURO*	DESCUENTO PESO**	LIBOR	TASA PARIDAD	TASA VIGENTE
1982					
ENE.	27.15	32.69	13.7	46.4	28.9
FEB.	32.33	34.36	15.6	50.0	30.6
MAR.	46.69	37.64	14.8	52.4	29.4
ABR.	48.74	72.86	15.1	88.0	31.6
MAY.	50.09	84.91	14.6	99.5	38.8
JUN.	49.89	57.20	14.9	72.1	46.0
JUL.	50.45	48.25	13.6	61.9	48.5
AGO.	95.25	164.77	10.7	175.5	51.2
SEP.	109.76	681.6	11.2	692.0	47.9
OCT.	117.78	819.09	10.1	829.2	43.8
NOV.	131.13	1 047.94	9.4	1 057.3	43.5
DIC.	151.09	606.03	9.3	615.3	52.4

FUENTE: BANCO DE MEXICO. LISTADO DE COTIZACIONES A
 FUTURO E INDICADORES ECONOMICOS.

* EN EL MERCADO DE NUEVA YORK.

** VER NOTA SOBRE TIPOS DE CAMBIO, CUADRO 7.

CUADRO 12
TASAS DE INTERES ACTIVAS
(PROMEDIO ARITMETICO)

		<u>M E X I C O</u>		<u>E.U.</u>
		NOMINAL	EFFECTIVA	NOMINAL
1979	I	18.2	20.6	11.8
	II	18.3	20.9	11.7
	III	18.5	21.2	12.1
	IV	19.6	22.6	15.1
1980	I	20.8	24.1	16.4
	II	23.4	27.5	16.3
	III	24.2	28.4	11.6
	IV	26.3	31.3	16.7
1981	I	30.4	37.2	19.2
	II	31.8	39.0	18.9
	III	33.8	42.0	20.3
	IV	36.5	45.9	17.0
1982	I	38.1	49.0	16.3
	II	42.8	56.6	16.5
	III	51.8	71.8	14.7
	IV	51.4	71.3	12.0

FUENTE: BANCO DE MEXICO. INDICADORES ECONOMICOS.

este proceso de intermediación financiera se debilita considerablemente: la proporción de activos financieros del público en el sistema bancario pasa de 35.9% del PIB en 1972 a 28.2% en 1977. La explicación a este comportamiento parece residir, por un lado, en la sustitución de activos financieros por activos reales y, por otro, en la fuga de capitales al exterior.

Entre 1978 y 1981 la tendencia a la desintermediación se revierte, aunque de manera más bien débil e incierta, y sin recuperar los niveles de principios de la década anterior. Así, la proporción señalada alcanza sucesivamente 29.9%, 30.9%, 30.7%, 33.4%, 35.3% entre 1978 y 1982. Por añadidura, una proporción creciente de las operaciones se realiza en moneda extranjera con lo que virtualmente se consolida un sistema financiero dual.

En efecto, aunque el fenómeno de la dolarización (9) data de varias décadas atrás, en este período alcanza proporciones sin precedente. Mientras que a principios de los setenta la relación entre captación en moneda extranjera y captación total se situaba en alrededor de 5%, entre 1977 y 1981 subió a 20%, en promedio. "La dolarización gana importancia y se vuelve permanente y estructuralmente necesaria dadas las políticas de tipo de cambio fijo, libertad de cambios y mayores facilidades para ahorrar en dólares...". (10).

En contraste con lo sugerido en la literatura sobre sustitución de monedas, en el sentido de que la dolarización se acentuaría en períodos de flotación cambiaria, en el caso de México (11) resultan más relevantes factores de tipo político y de expectativas de devaluación.

Como se observa en los cuadros 13 y 15 la tendencia a la dolarización de la captación parece ceder terreno a partir del segundo semestre de 1977 y en 1978, tanto en lo que se refiere a la proporción respecto al total, como a la variación de los flujos. Sin embargo, a partir de 1979 cobra nueva fuerza y hacia el segundo semestre de 1981 alcanza sus niveles máximos. Este último año se sitúa en alrededor de 6% del PIB.

Es conveniente hacer notar que con la homogeneización del régimen de encaje legal operada en 1980, se estableció un margen de 70% sobre depósitos en dólares. Esto implicaba que la mayor parte del riesgo cambiario era asumida por el sector público, además de que existían mecanismos de cobertura, aunque poco desarrollados, a través del Banco de México.

La dolarización de la captación se reflejaba, por supuesto, en la estructura de financiamiento del sistema bancario. En efecto, si a principios de los setenta la proporción del crédito concedido en moneda extranjera era del orden del 15%, entre 1977 y 1981 se situó casi siempre por encima del 30%. En 1981 el fenómeno se acentuó, y su tasa de crecimiento es más del

doble de la correspondiente a créditos en moneda nacional (cuadro 15).

Una de las consecuencias de la política de tasas de interés fue el encarecimiento del crédito a través de su efecto sobre las tasas activas (cuadro 12). Al contrario de lo que sucedía con las tasas internacionales que se movían alteradamente al alza y a la baja, las domésticas siguieron una línea ascendente. Esto motivó a cierto sector de empresas a adquirir compromisos financieros en el exterior, quizá con la certeza de que el gobierno había de acudir en su apoyo en caso de una crisis cambiaria.

El endeudamiento externo privado (12) parece ser contradictorio con la presencia de fugas masivas de capital al exterior, sobre todo a partir de 1980. De hecho, el argumento de que una parte importante del incremento de la deuda externa entre 1980 y 1982 haya sido contratada por el sector privado pretendió utilizarse para refutar la imputación de responsabilidades por remisiones de capital al exterior. Sin embargo, es indudable que "aunque algunos empresarios pidieron prestado para sus firmas... con la promesa del Banco Central de dólares baratos para su pago, colocaron silenciosamente su riqueza personal en el exterior". (13)

No existe, obviamente, un registro de la magnitud de las fugas de capital, aunque pueden hacerse algunas estimaciones

basadas en cifras de la balanza de pagos. Una posibilidad consiste en considerar los renglones de errores y omisiones, incremento de activos de corto plazo y operaciones con valores del sector privado. (14) Entre 1977 y 1981 esta estimación arroja 16 235 millones de dólares, es decir, 23% de la deuda externa global acumulada en ese último año. Sólo en 1980 y 1981 la cifra asciende a 13 872.8 millones de dólares, que representa 43% del cambio en la deuda global acumulada entre diciembre de 1979 y diciembre de 1981.

En 1981, a pesar de las medidas adoptadas en materia de tasa de interés y desliz cambiario para retener el ahorro en el país, las fugas se agravaron. En los tres últimos trimestres de ese año la relación entre financiamiento externo de largo plazo y fuga de capital fue de 1.05. (15) Este tipo de indicadores refuerza la idea de que el enorme incremento de la deuda pública externa en 1981, efectuado en condiciones particularmente desfavorables en cuanto a plazos y tasas de interés, fue canalizado en gran medida a financiar las fugas de capital del sector privado. En efecto, "el volumen de crédito externo contraído por el sector público durante 1980-1982 obedeció a la demanda de divisas de los particulares, destinadas en principio al pago de los crecientes volúmenes de mercancías y servicios adquiridos en el exterior, pero sobre todo, en el período de 1981 a agosto de 1982 ... a la adquisición de activos extranjeros... como parte de una escalada especulativa de dimensiones descomunales, des-

CUADRO 13
 ESTRUCTURA DE LOS INSTRUMENTOS DE AHORRO
 OFRECIDOS AL PUBLICO (%)
 (SALDOS AL FINAL DEL PERIODO, EN PESOS)

		<u>INSTRUMENTOS LIQUIDOS</u>		<u>INSTRUMENTOS A PLAZO</u>	
		MONEDA NACIONAL	MONEDA EXTRANJERA	MONEDA NACIONAL	MONEDA EXTRANJERA
1977	I	93	7	76	24
	II	94	6	74	26
	III	91	9	74	26
	IV	91	9	74	25
1978	I	92	8	77	23
	II	92	8	80	20
	III	92	8	80	20
	IV	92	8	80	20
1979	I	92	8	80	20
	II	91	9	79	21
	III	91	9	77	23
	IV	92	8	74	26
1980	I	91	9	72	28
	II	93	7	75	25
	III	91	9	77	23
	IV	90	10	75	25
1981	I	91	9	77	25
	II	91	9	75	25
	III	88	12	73	27
	IV	87	13	72	28
1982	I	80	20	64	36
	II	64	36	68	32
	III	93	7	76	24
	IV	98	2	91	9

FUENTE: BANCO DE MEXICO: INDICADORES ECONOMICOS.

CUADRO 14
 ESTRUCTURA DEL FINANCIAMIENTO OTORGADO
 POR EL SISTEMA BANCARIO (%)
 (SALDOS AL FINAL DEL PERIODO, EN PESOS)

		<u>MONEDA NACIONAL</u>		<u>MONEDA EXTRANJERA</u>	
		SECTOR PUBLICO	SECTOR PRIVADO	SECTOR PUBLICO	SECTOR PRIVADO
1977	IV	33	31	29	5
1978	I	33	32	28	5
	II	34	35	27	5
	III	34	36	26	5
	IV	34	36	24	5
1979	I	35	35	25	5
	II	35	36	24	5
	III	35	36	23	6
	IV	36	36	22	6
1980	I	37	37	20	6
	II	37	36	20	7
	III	37	37	20	7
	IV	37	36	19	8
1981	I	38	35	20	7
	II	38	34	21	7
	III	35	32	26	7
	IV	34	31	26	9
1982	I	29	25	36	10
	II	29	23	38	10
	III	35	20	38	7
	IV	36	18	41	5

FUENTE: BANCO DE MEXICO. INDICADORES ECONOMICOS.

CUADRO 15
PASIVOS Y FINANCIAMIENTO DE LA BANCA PRIVADA
Y MIXTA (VARIACIONES PORCENTUALES)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982*
PASIVOS TOTALES	34.9	36.9	36.8	43.7	47.5	98.1
MONEDA NACIONAL	31.0	38.4	32.4	42.8	47.1	114.6
LIQUIDOS	10.0	12.9	42.1	48.1	28.5	156.9
NO LIQUIDOS	37.3	59.2	26.9	40.0	62.7	106.7
MONEDA EXTRANJERA	60.8	28.4	63.0	55.7	67.3	98.7
LIQUIDOS	34.6	11.3	57.8	44.5	55.9	-57.3
NO LIQUIDOS	116.7	30.0	87.4	33.9	97.0	-49.8
FINANCIAMIENTO TOTAL	23.7	33.6	35.9	41.3	52.0	93.9
MONEDA NACIONAL	20.5	33.6	32.4	36.3	41.0	43.9
MONEDA EXTRANJERA	73.6	33.5	74.5	58.4	84.4	205.9

FUENTE: BANCO DE MEXICO. INFORMES ANUALES.

* CORRESPONDE A BANCA COMERCIAL.

conocida en la historia del país". (16)

IV.4) EVALUACION DE LA POLITICA.

Como se señaló, la respuesta dada a la tendencia a la desintermediación financiera y a las fugas de capital fue estimular la captación de ahorro en dólares, lo que equivalía a aceptar la existencia de dos patrones monetarios. Los promotores de la medida no sólo la justificaba en término del menor incentivo de mantener depósitos en el extranjero, sino porque "la existencia de un mercado de mextdólares amplio permite a las autoridades monetarias de México un cierto grado de independencia monetaria en el corto plazo, debido al efecto de aislamiento que este mercado proporciona respecto a los flujos especulativos de capital". (17)

Sin embargo, además de que las fugas de capital no se revertieron más que transitoriamente, el sistema de mextdólares trajo aparejados otros problemas importantes. Por un lado, al acentuarse la dolarización se otorgaba señoríaje a los Estados Unidos como emisor de la moneda hegemónica y se debilitaba la base del impuesto inflacionario; por otro, se incidía sobre el crédito encareciéndolo y haciéndolo más escaso para el sector privado, debido al mayor encaje establecido sobre depósitos en moneda extranjera.

Quizá el aspecto más criticable del esquema era su vulnerabilidad frente a los impactos especulativos. En efecto, en la medida en que la mayor parte de los mexdólares se constituían con depósitos en pesos más la simple instrucción del depositante de que se le abonara en su cuenta en "dólares", se creaba para el sistema bancario y para las autoridades monetarias (a través del encaje legal) una obligación en divisas que de hecho nunca habían existido más que en una operación contable. De ahí que "la justificación del sistema de mexdólares fuese..., en general, profundamente errónea. La razón ... es que México operaba un mercado de capital tan abierto como ningún país había tenido con una mínima reserva de cobertura ... Parafraseando a Keynes, los mexdólares en 1982 se convirtieron en una burbuja dentro de un remolino de especulación". (18)

Para atenuar la dolarización y complementar el mecanismo de retención de ahorro, se intentó preservar el control sobre la estructura de la captación a través del manejo de las tasas de interés sobre depósitos en pesos. Dado el comportamiento al alza de los rendimientos en los mercados externos, pero sobre todo por las expectativas de devaluación y el desliz del tipo de cambio a partir de 1980 (elementos que se suponía las tasas domésticas debían cubrir), la medida se tradujo en una incesante alza de las tasas pasivas. De esta forma se subordinó al objetivo de controlar los movimientos de capital, para el cual pudiera haberse recurrido a otros expedientes, la conducción de

un aspecto tan crucial de la política monetaria. La aceptación de un sistema financiero dual y la pérdida de control en la fijación de las tasas de interés de acuerdo con las necesidades de la economía representó un debilitamiento notable en la capacidad para conducir autónomamente el proceso de crecimiento.

Además de que el esquema habría de encontrar límites al no poderse elevar indefinidamente las tasas de interés, los efectos colaterales que generaba eran serios. Se ha mencionado ya el impacto sobre el costo del dinero, que inducía a la sustitución de la inversión productiva por otra de carácter improductivo o francamente especulativo. Que la inversión privada se haya mantenido a niveles altos se explica, en parte, por los subsidios al crédito, que sin embargo pesaban sobre las finanzas públicas, y por el recurso del endeudamiento externo, con las implicaciones que ya se han mencionado.

Aun sin ser el único factor determinante, el aumento de las tasas de interés activas tendía a alimentar la inflación a través de la elevación de los costos financieros de las empresas. (19) El diferencial entre la inflación interna y la externa provocó una sobrevaluación del tipo de cambio que intentó corregirse parcialmente a través del desliz paulatino. Como ambas variables -tasa de interés y tipo de cambio- actúan como precios clave dentro del sistema (el tipo de cambio al depreciarse no sólo encarece los insumos y el

servicio de la deuda, sino que crea expectativas de mayor inflación) tienden a retroalimentar el alza de precios. Se generó así una especie de espiral ascendente, pues a la microdevaluación se asociaba un ensanchamiento en el diferencial de los rendimientos, al cual había que responder con un aumento de las tasas domésticas. Ambos efectos combinados incidían sobre los precios, con lo que se contrarrestaba el efecto de la devaluación nominal sobre el tipo de cambio real, y obligaba a reiniciar el ciclo con una nueva depreciación.

En 1981 los resultados de esa política se agravaron por dos choques exógenos: la caída en el precio internacional del petróleo y el alza de las tasas de interés para el pago de la deuda externa. La especulación arreció y condujo a un peculiar comportamiento del mercado cambiario: a mayor desliz y más rendimiento a depósitos en pesos, mayor cantidad de dólares se demandaba. También se presentó la aberrante situación de contratar deuda pública externa a corto plazo para financiar fugas de capital.

Para enfrentar esta situación se formularon en distintos ámbitos propuestas alternativas de política económica; en materia de tipo de cambio surgieron dos posiciones contrapuestas: macrodevaluación ó control de cambios. Extrañamente, el año siguiente habían de ensayarse ambas medidas, en ese orden; es probable que esa secuencia haya sido determinante en el curso de los acontecimientos.

A continuación se revisan las argumentaciones de las propuestas más relevantes.

NOTAS.

- (1) Banco de México, Informe Anual 1980, p. 50.
- (2) Banco de México, Informe Anual 1981, p. 33.
- (3) Véase, por ejemplo, Solís y Rizzo (1981), p. 385-386.
- (4) Para una discusión al respecto, así como estimaciones utilizando índices de precios desagregados, véase Quijano (1981), p. 100 y s.s.
- (5) Véase Vázquez (1982), p. 36 y Solís y Rizzo (1981), p. 339.
- (6) Ortiz y Solís. (1981), p. 19.
- (7) Entre 1973 y 1980 la tasa real promedio fue de -9.5%. (Solís y Rizzo, 1981, p. 376).
- (8) Solís y Rizzo (1981), p. 387.
- (9) El fenómeno de la dolarización puede definirse como "la medida en que las transacciones reales y financieras se realizan en dólares en vez de en moneda nacional. Puesto que esta no es una variable observable, una clara opción para medir el tamaño de la dolarización en la economía es la proporción de dólares con respecto a la moneda nacional circulante en cualquier momento" (Ortíz, 1981, p. 1).
- (10) Solís y Rizzo (1981), p. 382.
- (11) Ortiz (1981), p. 23.
- (12) La deuda externa privada representaba en 1977 alrededor

de tres cuartas partes del total. Esta proporción disminuye en 1978 y 1979, pero recupera posteriormente el nivel del inicio del período (cuadro 6).

- (13) Díaz Alejandro (1984), p. 377. Esta percepción es compartida por otros autores. Por ejemplo: "Llegó a ocurrir... que la empresa quedara endeudada en dólares mientras que los patrimonios familiares eran protegidos mediante la remisión de fondos al exterior. Empresas endeudadas, empresarios prósperos parece haber sido en muchos casos el saldo paradójico de la crisis"(Aguilera, 1984, p. 256). Y también: " ... los propietarios de las empresas podían repartir la pérdida con sus accionistas y, quizá, con los deudores y/o el gobierno, mientras que sus ganancias como especuladores particulares no tenían que compartirlas con nadie" (Bazdresch, 1983, p. 30).
- (14) No se toman en cuenta las fugas bajo la forma de exportaciones no declaradas o de sobrefacturación de importaciones, pues escapan a toda medida. Por otra parte, bajo un régimen de libertad cambiaria estas modalidades suelen ser de menor importancia.
- (15) Para éste y otros indicadores financieros y su interpretación, véase Frieden (1984), p. 245 y s.s.
- (16) Aguilera (1984), p. 289.
- (17) Ortiz y Solís (1981).
- (18) Taylor (1983), p. 17.

- (19) En 1981 se estimaba que "el efecto de cada punto de aumento en la tasa activa de interés repercute en más de medio punto sobre la tasa de crecimiento de los precios a corto plazo" (Eatwell y Singh, 1981, p. 254).

V. EL DEBATE SOBRE POLITICA CAMBIARIA.

V.1) OPCIONES DE POLITICA CAMBIARIA LUEGO DE LA DEVALUACION DE 1976.

Con la devaluación de 1976 se adoptó formalmente en el país un régimen de tipo de cambio flotante similar al prevaleciente en otras partes de mundo desde tiempo atrás, aunque "legalizado" sólo hasta la reunión del F.M.I. en Jamaica en enero de ese año.

Luego de un prolongado período de paridad fija, no se contaba con experiencia alguna en el manejo del nuevo esquema, lo cual se reflejó en frecuentes contradicciones. Por un lado se sostenía que no se establecería ni defendería una paridad fija determinada; por otro, se evitó, mediante la intervención del Banco Central, que el tipo de cambio sufriera fluctuaciones bruscas. Así, entre 1977 y 1980 lejos de observarse una situación de balanza de pagos equilibrada por ajustes del tipo de cambio, se incurrió en crecientes déficits, manteniéndose una política de "flotación controlada", o más precisamente, de "flotación fija", sustentada en contratación de crédito externo.

A pesar de que nunca rigió una flotación auténtica, la discusión sobre tipos de cambios fijos y flexibles no estuvo

ausente del debate. Se argumentaba que "un tipo de cambio que fluctúa fuertemente en plazos breves no es nunca bueno, pues quita las bases para programar la producción y desquicia los mercados al fomentar la especulación".(1) En esta opinión se rechazaba explícitamente la noción de que la paridad debía ser determinada libremente por oferta y demanda: "la afirmación de que ... el tipo de cambio se deja a las fuerzas del mercado, cuando se cubren déficit mediante incrementos de la deuda externa, resulta casi una liberalidad excesiva en el uso del idioma". (2)

La posibilidad de una paridad flotante se criticó asimismo al ponerse en tela de juicio las ventajas que originalmente se le habían atribuido. En efecto, a principios de los setenta la evolución hacia regímenes cambiarios flexibles en los países desarrollados se consideró como un paso para una mayor autonomía nacional, pues se aislaba al país de los acontecimientos económicos externos. Sin embargo, la experiencia posterior condujo a "re-examinar la noción de que los tipos de cambio flexibles proveen un aislamiento efectivo de las acciones de política llevadas a cabo por otros países". (3) Si éste constituía un razonamiento válido para los países industrializados, lo era mucho más para los subdesarrollados, cuyos lazos de dependencia respecto a los primeros son más amplios y de carácter estructural.

Otro argumento se relacionaba con la inconsistencia entre tipos flotantes y tasas de interés domésticas fijas. De acuerdo con el teorema de la paridad de las tasas de interés, la determinación de la tasa doméstica por el Banco Central significaba una cierta expectativa de devaluación del tipo de cambio. "Pero el nivel del tipo de cambio actual no puede determinarse en la ecuación de la balanza de pagos debido a la naturaleza endógena del agregado monetario que implica una tasa de interés fija. Por tanto, tenemos un problema de indeterminación del tipo de cambio". (4)

Existía además una consideración de tipo práctico: "la ausencia de un mercado a futuros para el peso, que opere eficientemente, hace que la flotación verdadera sea extremadamente difícil de mantener". (5)

Por último, se sostenía que durante el breve período de flotación entre septiembre de 1976 y enero de 1977 se habían alentado movimientos de capital desestabilizadores. (6)

Desechada la flotación como opción adecuada, se presentaban distintas modalidades posibles de intervención activa del estado en el terreno cambiario: desliz anunciado, minidevaluaciones no anunciadas, depreciaciones periódicas. Cabe señalar que estas políticas alternativas tenían como

objetivo común evitar la sobrevaluación del peso, es decir, mantener el tipo de cambio real constante, a partir de que se creía que la devaluación había situado a la paridad aproximadamente en equilibrio. Ante la perspectiva de una ampliación del diferencial inflacionario respecto al exterior, ello se traducía en una depreciación permanente de la relación peso-dólar.

Inicialmente, la alternativa de instrumentar devaluaciones importantes hacia fines de 1978 ó 1979 se rechazaba debido al alto costo implícito en la magnitud de la contracción necesaria para alcanzar resultados positivos en balanza de pagos.

En cuanto a las otras dos, la primera se consideraba superior pues se suponía que el anuncio previo del ritmo del desliz haría que las expectativas del público se centrasen en torno a la tasa anunciada. Otras ventajas que se asociaban a esta política es que constituía un mecanismo de ajuste suave de precios relativos, y que podía desalentar movimientos especulativos de capital a condición de que el desliz previsto resultase creíble para los agentes.

Entre las desventajas de esta modalidad se reconocía la factible dolarización de la captación bancaria (tomando en cuenta las facilidades existentes para realizar depósitos en moneda extranjera). En efecto, aun cuando "la dolarización de los activos redituables podía decrecer siempre que

las autoridades monetarias compensen a los ahorradores mediante tasas de interés ajustadas por la inflación, ... la dolarización de los activos no redituables parece inevitable".(7) No obstante este reconocimiento, posteriormente se racionalizaría a la dolarización como una suerte de mal necesario, que incluso representaba ciertas ventajas al "evitar movimientos bruscos de capitales en respuesta a variaciones en las tasas de interés o en las expectativas de variación de la tasa de cambio". (8)

De hecho, como se describió en la sección IV, estas formulaciones tuvieron gran influencia en el quehacer de la política económica. Inicialmente se amplió y flexibilizó el esquema de mextólares (creación de un centro financiero internacional en México); después se implantó la revisión periódica de las tasas de interés; por último se procedió al desliz del tipo de cambio desde mediados de 1980. Respecto a esta última medida se ha argüido que el ritmo de depreciación no fue suficiente para eliminar el grado de sobrevaluación acumulado en los años previos. Si a esto se añade la política de liberalización de importaciones practicada hasta 1981, se tiene un componente importante de la explicación del deterioro en la balanza comercial en ese lapso.

Con base en los resultados observados y en experiencias

similares en otros países, se formuló una crítica a la estrategia adoptada, cuyos elementos han sido también esbozados previamente. En esencia, se argumentaba que al ser el tipo de cambio y la tasa de interés claves en el sistema de precios y en la formación de expectativas, el desliz y la revisión al alza de los rendimientos conducían a un círculo tipo de cambio -tasa de interés- precios, con implicaciones obvias para toda la economía. "Una opción de esta naturaleza lleva consigo los gérmenes de su propia destrucción". (9)

V.2) LAS MODALIDADES DEL AJUSTE DE 1981-1982.

Hacia mediados de 1981 la aparición de algunos factores adversos hizo evidente que los desequilibrios gestados en los años previos no podían seguir siendo sostenidos indefinidamente. En círculos de diversa orientación -oficiales, de la iniciativa privada y académica- surgió la convicción de que "era necesario hacer un alto en el camino que permitiera encauzar por una vía más sólida -aunque menos acelerada- la expansión de la economía nacional" (10), a pesar de que en el discurso oficial se insistía en subestimar la gravedad de la situación y se difundía una imagen optimista. (11)

La coincidencia sobre la necesidad del ajuste no significa que se tuvieran en mente las mismas modalidades y mecanismos. Por el contrario, la controversia prevaleció aun

al interior del gabinete económico: "en tanto que la esfera financiero-monetaria patrocinaba la devaluación /—recuérdese las declaraciones presidenciales en el sentido de que algunos "técnicos" recomendaban la medida —7, otra corriente gubernamental señalaba que tal medida, en sí misma, no resolvía el problema estructural de la balanza de pagos". (12)

Uno de los diagnósticos que se formularon en aquel momento, y que ha reaparecido en algunos análisis ex-post de la crisis, sugería que dada la sobrevaluación del tipo de cambio y la magnitud e implicaciones del déficit fiscal, el ajuste debería contemplar una devaluación drástica y severos recortes presupuestales: "A la disminución de los ingresos provenientes de la exportación de petróleo debió seguir un ajuste de las erogaciones presupuestales y de los ingresos fiscales, así como una modificación del tipo de cambio". (13) Desde esta perspectiva, las medidas adoptadas en el segundo semestre de 1981, que incluían reducción del gasto y aceleramiento del desliz cambiario, habrían sido insuficientes y ejemplificaban el aplazamiento de medidas profundas que debían de tomarse tarde o temprano.

Para quienes antes habían cuestionado la estrategia ortodoxa, que ahora evidenciaba su vulnerabilidad y sus límites, la alternativa de la macrodevaluación no era adecuada. Además del efecto regresivo sobre la distribución del ingreso y

del impacto inflacionario, las posibilidades de que atenuase el déficit externo y contuviese la especulación eran escasas.

La propuesta de política económica, basada en un diagnóstico distinto de los desequilibrios interno y externo, consistía fundamentalmente en "fortalecer la autonomía de la política financiera y cambiaria ... a través de algún mecanismo como el control de cambios y de las tasas activas de interés ...". (14) Una pieza clave de la estrategia debía ser el establecimiento de rigurosos aunque selectivos controles de importación, complementados por reducciones en las tasas internas de interés, disminución de la tasa de impuesto al valor agregado, controles de precios, etc. Tales medidas de corto plazo constituirían sólo el "punto de apoyo para una reorientación del proceso de crecimiento, que permitiese superar ese dilema entre estancamiento económico y expansión petrolera". (15)

Frente a estas posiciones encontradas, la política de ajuste instrumentada en 1981 fue de un extraño eclecticismo: no se verificó una devaluación fuerte ni tampoco se restringieron los cambios. Se prosiguió con una política fiscal relativamente expansiva (recorte de 4% anual del presupuesto), pero se dejó en libertad a las tendencias especulativas, lo que condujo a la contratación de crédito externo en condiciones muy onerosas.

Con la devaluación de febrero de 1982 pareció imponerse, aunque con retraso, el punto de vista de los sectores financieros. La inoperancia de esta y otras medidas de ajuste se pretendieron explicar tomando como "chivo expiatorio" el aumento de salarios de marzo de ese año. Parecía sugerirse en consecuencia una nueva devaluación, tal como se señalaba en un informe del F.M.I. del mes de junio: "... las autoridades deben estar preparadas para modificar el ritmo al que la tasa de cambio se ajusta, o aún permitir mayor flexibilidad en la tasa de cambio". (16)

La persistencia de las fugas de capital y el debilitamiento de las reservas internacionales del Banco de México hicieron que la idea de implantar algún mecanismo de control cambiario adquiriera mayor fuerza.

V.3) PRECIOS EXTERNOS, TIPO DE CAMBIO, TASA DE INTERES E INFLACION.

En esta sección se describirán con mayor detalle algunos de los supuestos y argumentos en que se sustentan los análisis de ciertos problemas ya descritos. En particular, interesa destacar los diferentes enfoques acerca de la relación entre precios externos, tipo de cambio e inflación, por un lado, y tasa de interés e inflación, por otro, así como los resultados de algunos estudios empíricos para el caso de México. (17)

Respecto al primer punto, tanto en modelos de corte clásico-monetarista como estructuralista ha existido la tendencia a evaluar el impacto inflacionario de una devaluación o de una alza en los precios externos como perturbaciones idénticas, sin considerar "que la estructura de rezagos y el efecto final podrían ser muy diferentes en cada caso". (18) Es decir, la mayoría de las ecuaciones de formación de precios internos contienen un componente de precios externos ajustados por el tipo de cambio, para el cual se estima un único coeficiente. (19)

Al margen de esta limitación, diversos estudios del caso de México coinciden en la relevancia de la hipótesis de inflación importada, aunque con diferencias en cuanto a la naturaleza específica de la relación entre precios externos e internos, así como respecto a su intensidad y sus canales de transmisión.

En el modelo monetarista de dos sectores (bienes comerciables y no comerciables) de Blejer (1984), la tasa interna de inflación se hace función de las tasas, corriente y rezagadas, de cambio en precios de los bienes comerciables y de cambio del excedente ex-ante en el flujo de la oferta monetaria. De acuerdo con las estimaciones para el período 1953-79, la tasa de inflación "se explica de manera significativa por la inflación externa ... y por el desequilibrio monetario interno". (20) En cuanto a la estructura de reza-

gos se tiene que aproximadamente 70% del aumento del precio de los comerciables se trasmite en el año en curso, en tanto que el restante se distribuye en un lapso de tres años.

El modelo mencionado de Marcos es más simplificado, al suponerse que todos los efectos sobre precios se producen en un solo período. La elasticidad correspondiente a los precios externos es del orden de 0.26, mientras que la del exceso de oferta de dinero en relación con su demanda es de 0.6. (21) Sin embargo, se encuentra que la inflación externa duplica su peso como factor explicativo en los setenta respecto a la década anterior.

A diferencia del modelo monetarista de dos sectores en el que el índice de precios domésticos es un promedio ponderado de los precios de los bienes comerciables y no comerciables, en los análisis de índole estructuralista el principal impacto de los precios externos sobre los internos se da por la vía del costo de los insumos importados. En Ros (1984) se traza una distinción entre los mecanismos de generación de la inflación, y los de propagación y transmisión de la inflación externa. En el caso de la economía mexicana, los factores externos (alza en los precios de materias primas, petróleo y alimentos) habrían desempeñado, de acuerdo con este autor, un papel principal en el aceleramiento de la tasa de inflación durante la primera mitad de los setenta. A tales

factores vinieron a agregarse ciertos mecanismos internos de propagación, entre los que se cuentan la rigidez a la baja de los márgenes de ganancia y la sensibilidad del salario nominal a variaciones de los precios agropecuarios. De todo ello resultó que la inflación superara a la mundial en esta etapa.

Por el contrario, en el repunte inflacionario observado hacia fines de la década pasada, los precios internacionales tuvieron menor influencia, sobre todo si se toma en cuenta la evolución favorable de los términos de intercambio con el resto del mundo. A pesar de ello hubo un factor de carácter externo -la tasa de interés internacional- que si incidió negativamente sobre el comportamiento de los precios domésticos, aunque en realidad "el principal impulso del aceleramiento de la inflación ha provenido ... del aumento de los márgenes brutos de ganancia". (22)

En el trabajo de Ize y Salas (1984), luego de discutirse y evaluarse diversos modelos alternativos de formación de precios, se concluye que la ecuación estructuralista de precios determinados por costos es la que más se apega a la experiencia mexicana en el período 1961-1981. (23)

Las elasticidades correspondientes a los precios externos varían en el rango de 0.55 y 0.66, dependiendo de las restricciones impuestas. Sin embargo, en un análisis año

por año de los impulsos del proceso inflacionario presentado en el mismo trabajo, los precios externos corregidos por el tipo de cambio aparecen como un factor amortiguante, excepto en el período 1976-78 en que se resienten los efectos de la devaluación.

Un resultado importante en estos autores es que el impacto de los precios externos va más allá del que puede explicarse a través de las importaciones de insumos intermedios. "Este fenómeno sugiere la existencia de un sector importante de bienes comerciables, o por lo menos un sector que se comporta como tal". (24) Esta proposición parece situarse en una posición intermedia en relación con los modelos monetarista y estructuralista "extremos".

En lo tocante a los efectos de una modificación del tipo de cambio sobre el nivel de precios y el ingreso, el tema ha sido objeto de un prolongado debate. La visión convencional establece que una devaluación estimula la actividad económica si existen recursos ociosos, y eleva los precios domésticos si hay pleno empleo. Sin embargo, en los últimos años se ha desarrollado una hipótesis alternativa que plantea que bajo ciertas circunstancias, que prevalecen generalmente en los países subdesarrollados, una depreciación cambiaria genera un impacto contraccionista acompañado de una alza en el nivel de precios. (25)

Como se ha señalado, modelos de diversos enfoques aplicados a la economía mexicana coinciden en el efecto inflacionario de una devaluación. Además, en el trabajo citado de Ize y Salas se presentan ecuaciones de producto de tipo monetarista y estructuralista: en ambos casos el ingreso disminuye conforme se deprecia la tasa de cambio real. (26)

Estas relaciones parecen verificarse empíricamente en el modelo autorregresivo de Salas e Ize (1984). En dicho análisis, de carácter esencialmente estadístico, se observa que una devaluación acarrea una elevación de precios que alcanza su máximo efecto luego de tres trimestres, así como una caída en el producto. "La conclusión que puede derivarse de esta ... simulación es la del impacto estanflacionario de una devaluación". (27)

Que una devaluación de gran magnitud tiene efectos inflacionarios importantes que se manifiestan en un período de varios años es un resultado común de los trabajos aludidos, y corroborado por las experiencias mexicanas de 1976 y 1982. Sin embargo, la alternativa del deslizamiento gradual del tipo de cambio a un ritmo tal que evite la sobrevaluación no es efectiva como instrumento antinflacionario, debido al papel del tipo de cambio como precio clave en la formación de expectativas (Ros, 1984), tesis analizada

con anterioridad.

Otro debate relevante sobre los efectos de una devaluación se refiere a la posibilidad de alterar permanentemente la relación entre precios internos y externos. De acuerdo con la conclusión de Blejer (1984), los ajustes en el tipo de cambio se transmiten a los precios internos en un período muy breve, por lo que la devaluación no resulta efectiva. En sus ejercicios de simulación, Ize y Salas (1984) encuentran que se puede dar efectividad a una devaluación si se supone salario exógeno; es decir, es posible alterar la estructura de precios relativos pero a expensas de reducciones en el nivel del salario real.

Resta referirse ahora a la vinculación entre tasas de interés y precios domésticos. En el modelo monetarista extremo de formación de precios por el lado de la demanda, la tasa de interés no juega ningún rol. En cambio, en los análisis estructuralistas tiene un lugar importante por su incidencia sobre el costo del capital de trabajo y en la formación de expectativas.

En la ecuación de precios que Ize y Salas (1984) consideran más adecuada para el caso de México, "la tasa de interés participa ... en forma activa en el proceso inflacionario". (28) En el análisis de impulsos se confirma que la tasa de interés desempeñó un papel destacado en 1975,

1978 y 1981, mientras que en 1979 y 1980 fue un factor amortiguante.

Para Ros (1984), uno de los elementos clave en el incremento de los márgenes de ganancia bruta, que a su vez explica la reanimación de la inflación en 1978-1981, fue justamente el encarecimiento del costo del dinero. La tasa de interés es también para este autor, un precio crucial en la formación de expectativas de inflación.

Cabe señalar que a pesar de la evidencia positiva con que se acompañan estas argumentaciones, el análisis estadístico no parece contundente en señalar una relación fuerte entre tasa de interés y precios. En el trabajo de Dávila, Ize y Morales (1984) no existe unanimidad entre las distintas pruebas de causalidad sobre la relevancia de la tasa de interés como factor explicativo de la inflación.

Y.4) EL DEBATE SOBRE EL CONTROL DE CAMBIOS.

La discusión sobre la pertinencia y viabilidad de establecer en el país alguna modalidad de restricción cambiaria se remonta a décadas atrás. Los argumentos en contrario -dificultades administrativas, corrupción, frontera- han continuado siendo los mismos, al igual que

aquellos a favor- racionalizar el uso de las divisas, controlar las fugas de capital, etc. Sin embargo, estos últimos adquirieron una dimensión diferente en el período bajo consideración: nunca antes había tenido el país una oportunidad semejante de superar la restricción que la escasez de divisas impone al desarrollo; y mucho menos en circunstancias en que la mayor parte de esos recursos estuviesen bajo control directo del estado. Dados estos factores, la propuesta a favor del control de cambios no constituía un expediente defensivo de última instancia, ni tampoco transitorio, sino un proyecto de utilización de los recursos petroleros para un desarrollo sostenido e independiente.

Como ya se señaló, esta idea se incorporó, con mayor o menor grado de elaboración, en diversas propuestas de política económica que pretendían ser una alternativa al paquete de ajuste instrumentado en la segunda mitad de 1981. Luego de la devaluación de febrero de 1982 apareció cada vez con más frecuencia como demanda concreta de organizaciones políticas y sindicales.

Hasta entonces el principal exponente del escepticismo y franco rechazo a la medida había sido el propio Presidente de la República. Así las cosas, en abril de 1982 el recién nombrado director del Banco de México publicó un documento

denominado "Consideraciones sobre el control de cambios", en el que de manera amplia y explícita se exponían las razones por las que se creía inconveniente su adopción.

En ese análisis se consideraban dos modalidades de control: el integral y el dual. Las objeciones que se señalaban en ambos casos correspondía en buena medida a obstáculos de carácter administrativo: imposibilidad de revisar y certificar todas las operaciones de compra-venta de divisas, falta de personal bancario y aduanal capacitado, etc. Además se preveía la proliferación de todas formas de evasión y corrupción: sobre y sub facturación, contrabando, falsificación de documentos, mercado negro. Los efectos más probables sobre la economía serían la inflación, la desintermediación financiera, la redistribución inequitativa del ingreso y, en fin, la parálisis del sistema de pagos del país.

Se concluía por ende que "si existe algún país donde el control de cambios tiene la máxima posibilidad de fracasar, ese es probablemente México ... El control de cambios en cualquiera de sus versiones no es aceptable ni como medida temporal para sortear una emergencia ... se tiene la firme convicción de que no sería de ninguna manera aconsejable su establecimiento en nuestro país". (29)

Entre los elementos de la crítica y contrargumentación a estos puntos de vista se encontraban el que lo importante no era controlar todas las divisas, lo que resultaba realmente ilusorio, pero si una buena parte de ellas. De acuerdo con las características de los intercambios internacionales del país en ese momento, se consideraba factible mantener bajo supervisión gubernamental efectiva entre el 75% y el 90% de las operaciones, lo que constituía una base más que suficiente para poner en práctica un presupuesto nacional de divisas.

Se consideraba que además de que las conclusiones reflejaban un "acentuado pesimismo respecto de la eficiencia y honestidad de la administracion pública", era significativo que las autoridades monetarias se declarasen "incapaces de establecer y operar un manejo racional, eficaz y honesto de las divisas". (30)

Respecto a la situación de la frontera se advertía que el control de cambios debería adecuarse a las condiciones específicas de esa zona y, sobre todo, acompañarse de medidas complementarias que iniciasen el proceso de su integración al resto de la economía nacional.

No se dejaban de señalar las consideraciones de tipo

ideológico que se deslizaban de manera más o menos sutil es el documento. Estas consistían en identificar a la cambiaria como una de las libertades individuales y sociales fundamentales, y en sugerir que la operación eficiente del control sólo podía darse a costa de sacrificar esas libertades, bajo regímenes políticos particulares. En respuesta se hacía ver que muchos países en diversas épocas se habían regido y se regían por alguna regulación cambiaria, y que en México debía constituir simplemente un mecanismo con el que se diera un uso no dispendioso de los recursos del petróleo y del endeudamiento.

Cabe hacer notar, por último, que argumentos a favor de la imposición de restricciones cambiarias en América Latina en general, y en México en particular, han sido expresados también por autores extranjeros, no precisamente ligados a corrientes de pensamiento radical. Así, L. Taylor comenta: "la crisis [] en México [] demuestra que en el futuro será necesario restringir los flujos de capital -cerrar el cobertizo antes de que el caballo haya huído". (31)

NOTAS.

- (1) Márquez (1977), p. 133.
- (2) Idem, p. 134.
- (3) Ortiz y Solís (1981), p. 2. También Ortiz (1981) donde se cuestiona el argumento a favor de tipos fluctuantes -mayor independencia monetaria nacional- desde la perspectiva de la teoría de sustitución de monedas.
- (4) Ortiz y Solís (1978), p. 33.
- (5) Ortiz y Solís (1979), p. 41.
- (6) Ortiz y Solís (1978), anexo B.
- (7) Ortiz y Solís (1979), p. 25.
- (8) Solís y Rizzo (1981), p. 391.
- (9) Quijano (1981), p. 81.
- (10) Tello (1984), p. 119.
- (11) A guisa de ejemplo veáanse las declaraciones de los secretarios de Programación y Presupuesto y Hacienda, citadas por Tello (1984), p. 79-80. También el Informe Anual 1981 del Banco de México donde se señala:
" ... resulta obvio que las dificultades de balanza de pagos son fenómenos de corto plazo que deben superarse en el mismo período". (p. 44).
- (12). Aguilera (1984), p. 256.
- (13). García y Serra (1984), p. 62. También Bazdresch (1983) señala: "Un ... elemento que actuó para agravar la crisis ... fue ... impedir el ajuste del tipo de cambio. Sobre todo cuando ya era evidente la desconfianza del público en la capacidad del gobierno para

mantener el tipo de cambio con un deslizamiento mínimo". (p. 22)

- (14) CIDE (1981), p. 19.
- (15) Idem, p. 21.
- (16) Citado por Ruiz (1984), p. 64.
- (17) Esta sección se basa fundamentalmente en los ensayos reunidos en Ize y Vera (1984).
- (18) Ize y Vera (1984), p. 21.
- (19) Así, por ejemplo, Marcos (1984) presenta en su modelo monetarista de inflación la siguiente ecuación:

$$\Delta LP = B_0 (\Delta Lm - d_1 \Delta LY) + B_1 \Delta LW + B_2 \Delta (LP^e + LTC) + B_{0d2} \Delta N^E)$$

donde Lm es la cantidad real de dinero; LY el producto nacional; LW el salario; LP^e el nivel de precios externos; LTC el tipo de cambio; y N^E las expectativas de inflación.

En el caso de los modelos estructuralistas, la típica ecuación de precios determinados por costos y margen de ganancia toma la siguiente forma (ver Taylor, L. Structuralist Macroeconomics, p. 14):

$$P = (1+r) (wb + eP^* a)$$

donde r es el margen de ganancia; w la tasa de

salario nominal; b el coeficiente trabajo-producto; e el tipo de cambio; P^* el precio en moneda extranjera de los insumos importados; y a el coeficiente insumos importados-producto.

(20) Blejer (1984), p. 68. La ecuación resultante es:

$$P^* = .701 (P_T^*)_t + .299 (EXC)_t + .210 P_T - EXC)_{t-1} \\ + .063 (P_T^* - EXC)_{t-2} + .018 (P_T^* - EXC)_{t-3}$$

donde P_T es el precio de los bienes comerciables y EXC es el excedente del flujo de oferta monetaria. El asterisco indica tasa de crecimiento.

(21) La estimación para el período 1961-1980 es:

$$\Delta LP = - .003 + .6 (\Delta Lm - \Delta LY) + .156 \Delta LW \\ + .26 \Delta (LP^e + LTC) + .003 \Delta N^E$$

(22) Ros (1984), p. 140.

(23) La ecuación de precios (en el caso de producción instantánea, es decir, sin considerar capital de trabajo) es:

$$p = \frac{1}{1-a} + C_1 W + C_2 P^E + (1-C_1-C_2) y - Co K - C_2 X \\ + (C_1 C_2) \log (1-r) \frac{1}{1-r} / (C_1 + C_2)$$

donde W es el salario nominal; P^E el precio externo ajustado por el tipo de cambio; y el producto; k el acervo de capital; x, factores climáticos; r el margen de ganancia. Las variables están en logaritmos.

- (24) Ize y Salas (1984), p. 223.
- (25) Veáse, por ejemplo, Krugman, P. y L. Taylor
Contractionary effects of a devaluation, Journal
of International Economics, no. 8, 1978; y Gylfason,
T. y O. Rísager Does a devaluation improve the
current account?, Seminar paper, Institute for
International Economic Studies, 1983.
- (26) La ecuación de ingreso en el modelo monetarista de
producción instantánea es:

$$y = \bar{L} a + C_1 (p-w) C_2 (p-p^E) + C_0 k + C_3 \times \bar{T} / C_4$$

mientras que en el modelo estructuralista:

$$Y = \bar{L} d_1 (M/P+K) + d_2 \Delta P/P + G+V - d_0 P^E/PZ \\ + d_3 + d_6 - d_0 d_8 \bar{T} / d_7$$

donde G es el gasto público ; V las exportaciones;
y Z las importaciones. Para el resto de la notación
ver nota 23.

- (27) Salas e Ize (1984), p. 79.
- (28) Ize y Salas (1984), p. 180.
- (29) Mancera (1982), p. 674-675.
- (30) Ruiz, Pablo, en Uno más Uno, 17-V-82.
- (31) Taylor (1983), p. 22. Para opiniones similares de
C. Díaz Alejandro y S. Fischer veáse Díaz Alejandro
(1984), p. 401-402.

VI) LA POLITICA MONETARIA Y CAMBIARIA EN 1982.

Los múltiples acontecimientos y la variedad de medidas e instrumentos puestos en práctica durante este año hacen conveniente distinguir varias etapas de acuerdo con las peculiaridades de la política cambiaria.

VI.1) HASTA FEBRERO 17.

Durante el mes de enero y la primera quincena de febrero se continuó aplicando el criterio de desliz gradual del tipo de cambio, prevaleciente durante los últimos meses, a un ritmo de dos centavos por día. Así, en enero la depreciación acumulada fue de alrededor de 1.5%, y hasta el 17 de febrero de 3.0%.

Por lo que toca a las tasas de interés, y en concordancia con lo establecido en el programa de ajuste de mediados de 1981, prosiguió su ajuste al alza. Los rendimientos para certificados de depósito a un mes se elevaron 4.6% en enero respecto a diciembre, y la tasa activa efectiva promedio se incrementó en 4.3%.

Los movimientos especulativos en el mercado cambiario, que en 1981 provocaron fugas de capital en magnitud sin precedentes, arreciaron en este período. Tan sólo en enero, "las reservas

internacionales del Banco de México disminuyeron en 1524 millones de dólares ... lo que definitivamente indicaba que aún prevalecían los serios problemas ... en particular el ánimo especulativo y la fuga de capitales". (1)

VI.2) DE LA DEVALUACION A AGOSTO 6.

El 17 de febrero se determinó lo que virtualmente constituía una devaluación del peso, bajo la modalidad de retiro del Banco de México del mercado cambiario. En el comunicado correspondiente se señalaba la necesidad de, "vía el tipo de cambio, fomentar las exportaciones de bienes y servicios" y que "esa posibilidad de competencia en las condiciones por las que atraviesa el sector externo de nuestra economía, sólo puede restaurarse mediante una modificación mayor del tipo de cambio". (2)

Dos días más tarde se dio a conocer un programa de ajuste. En materia de política cambiaria se preveía que "una vez que nuestra moneda se estabilice al nivel que determinan los mercados cambiarios ... se ajustará diariamente, partiendo de una base real y objetiva, sin tener que llevar a cuentas sobrevaluación alguna" (3). Se hacía especial énfasis en la preservación de la libre e irrestricta convertibilidad y el respeto a los depósitos en mexdólares. Por lo que toca a las tasas de interés, se reiteraba el propósito de que mantuvieran un nivel competitivo frente a las del exterior con el fin de desalentar

la dolarización, evitar las fugas e incluso promover la repatriación de capitales.

Se apreciaba que lejos de introducirse modificaciones en el esquema previo, se insistía en su aplicación más rigurosa, confiando en que con la nueva paridad y las medidas de restricción presupuestal se evitarían los efectos negativos que habían conducido a la crítica situación.

Más adelante, a principios de marzo, se anunciaron algunos detalles de instrumentación del programa de ajuste. Destacan algunas medidas relacionadas con el apoyo cambiario a las empresas: absorción fiscal de hasta 42% de la pérdida cambiaria; diferimiento del pago de impuestos; financiamiento especial a empresas que hubiesen importado maquinaria y equipo; y ampliación del mecanismo de depósito-crédito.

Entretanto, el tipo de cambio se movía hasta 46 pesos a finales de febrero, para cerrar marzo en 44.90. A partir de entonces se procede a un deslizamiento de cuatro centavos diarios durante el resto del subperíodo. Se observa que durante el segundo trimestre del año, el tipo de cambio vigente resultaba subvaluado, cualquiera que sea el año base que se seleccione (cuadro 8).

Luego de reiteradas peticiones empresariales, a principio de junio se anuncia el retorno del Banco de México al mercado cambiario.

El 19 de abril se publica otro conjunto de medidas. Se mantiene el apoyo para la cobertura de riesgos cambiarios, y se señala que "la política cambiaria se orientará a mantener la competitividad de la economía ..., evitando en todo momento la sobrevaluación de nuestra moneda". (4).

Las tasas de interés continuaron elevándose. Entre febrero y julio el costo promedio de captación de recursos subió 29.3%, en tanto que los rendimientos para certificados de depósito a un mes lo hicieron en 63.3%. Por su parte, la tasa de interés activa promedio se elevó de 48.7% en febrero a 69.0% en julio.

En cuanto al comportamiento de la estructura de captación, se tiene que en el segundo trimestre del año se reduce el coeficiente de dolarización para instrumentos a plazo, pero aumenta sustancialmente el de instrumentos líquidos (cuadro 13). El coeficiente de dolarización global en lo tocante a los flujos muestra un proceso de desdolarización en el primer trimestre y de repunte de los depósitos en dólares durante el segundo. Este comportamiento ha pretendido ser explicado como resultado de un cambio de expectativas provocado por los aumentos salariales

del mes de marzo. (5) El argumento es discutible puesto que se puede argüir que la desdolarización inicial fue motivada por el deseo de realizar una jugosa ganancia cambiaria y de desplazar los depósitos a instrumentos de mayor liquidez.

Sea como fuere, las fugas de capital continuaron en aumento en este período. Empleando la estimación ya mencionada, durante el primer trimestre del año se tienen 1815.1 millones de dólares; en el segundo 2948.5 millones de dólares; y en el tercero (incluye septiembre) 2589.5 millones de dólares. La variación de la reserva internacional del Banco de México arrojó signo negativo en todos los trimestres.

VI.3) DE AGOSTO A DICIEMBRE.

En este breve período se adoptaron medidas sin precedente en materia de política cambiaria. Asimismo, a partir de la nacionalización de la banca y hasta diciembre, la fijación de tasas de interés respondió a criterios diferentes a los aplicados desde 1977.

Como consecuencia de las crecientes presiones en el mercado cambiario, agravadas por la negativa de la banca internacional a mantener el flujo de crédito externo, se estableció el 5 de agosto un sistema cambiario dual. Se contemplaba que las divisas del petróleo y del endeudamiento público se emplearían

para importaciones indispensables, pago de la deuda externa y liquidación de los pasivos de la banca en moneda extranjera, a un tipo de cambio preferencial. El resto de las operaciones serían regidas por una cotización general de mercado, sin intervención del Banco de México.

A la vez que se reconocía que la medida obedecía a las "presiones de carácter altamente especulativo que han venido afectando al mercado cambiario", se confiaba en que "su vigencia será temporal, en tanto el Programa Integral de Ajuste Económico rinde sus frutos". (6)

En circular del Banco Central de la misma fecha se instruía a los bancos para que continuasen las operaciones en mexdólares con toda normalidad, y a utilizar el tipo de cambio general para el cálculo de su conversión a pesos.

Para fijar la cotización preferencial se tomó el tipo de cambio de venta para documentos de la víspera (49.09) y se le aplicó un incremento de 4 centavos diarios, que se mantuvo hasta terminar agosto. Por su parte, el tipo general saltó hasta 76.33, lo que representó una depreciación de 55.5%. Durante los días posteriores la paridad subió y luego descendió hasta 71.00 el día 12; a partir de esa fecha se cerró el mercado cambiario cuatro días hábiles.

Dada la magnitud que habían alcanzado los depósitos en mexdólares (7), el 12 de agosto se tomaron dos decisiones de suma trascendencia: por un lado, se resolvía que su liquidación se haría exclusivamente en moneda nacional, al tipo de cambio general; por otro, se prohibía a la banca pagar estos depósitos mediante situaciones de moneda extranjera en el exterior. Algunos días más tarde se anunció en otro decreto que el tipo de cambio para el pago de mexdólares sería distinto al preferencial y al general. De hecho se fijó en 69.50 y prevaleció a ese nivel durante todo el resto del mes.

Varias semanas pasaron antes de que se reglamentara el acceso a divisas preferenciales, lo que refleja sin duda que la medida se había tomado como recurso de emergencia sin haberse preparado previamente su instrumentación. El 18 de agosto apareció en el Diario Oficial el decreto relacionado con el pago de compromisos de la deuda pública y privada, mientras que el procedimiento para la obtención de divisas al tipo de cambio preferencial para la importación de alimentos de consumo popular, insumos y bienes de capital prioritarios se publicó hasta el 25 de ese mes. En este último se establecía que la Secretaría de Comercio debería indicar la pertinencia de las importaciones, y que la venta de divisas preferenciales estaría sujeta a las disponibilidades del Banco de México.

Extrañamente, en circular del 20 de agosto, el Banco Central

autorizó la recepción de "depósitos a plazo denominados en moneda extranjera sin importe mínimo ... Esta última facilidad respondía al objetivo de incrementar la captación de recursos". (8)

Luego de haber superado los 120 pesos, la cotización general cierra el mes a 108 pesos por dólar; cabe destacar que el diferencial entre compra y venta llegó a más de 10 pesos, lo que constituyó una importante fuente de ganancias para la banca privada.

En agosto las tasas de interés se mantuvieron al alza. El costo promedio de captación se elevó 7.4%, y el rendimiento para depósitos a un mes aumentó 5.8%. Las tasas pasivas alcanzaron su nivel más alto del año, con un diferencial de más de 35 puntos sobre las del euromercado. La tasa activa efectiva se incrementó 9.7% y alcanzó un insólito 75.7%.

En el decreto de control generalizado de cambios del primero de septiembre se establecieron los criterios básicos, aunque las reglas específicas fueron expedidas días después y ajustadas durante los tres meses de su vigencia. Entre los primeros destacan: el Banco de México sería el único autorizado para manejar las operaciones de importación y exportación de divisas; se eliminaban los depósitos y créditos en moneda extranjera; se establecían dos tipos de cambio fijos -preferencial y ordinario- así como las transacciones a las cuales se aplicaba cada uno; se preveían algunos criterios especiales para la

frontera y las maquiladoras.

En cuanto a las muy numerosas reglas generales, se cuentan:

- Todas las importaciones se sujetaban a permiso previo.
- Todos los ingresos por exportaciones debían cambiarse en el Banco de México al tipo ordinario.
- Se creaban cuentas de compensación en moneda extranjera para los exportadores que requiriesen importaciones autorizadas.
- En las zonas fronterizas se sujetaban a permiso previo las importaciones de bienes; podían importarse bienes de consumo popular no abastecidos desde el interior al tipo de cambio preferencial; se concedía a cada residente una cuota de dólares equivalente a la tercera parte del salario mínimo mensual.
- Las empresas maquiladoras depositarían sus ingresos en cuentas especiales en moneda extranjera.
- Para viajes al exterior se establecían límites máximos a la salida y venta de divisas, según el motivo del viaje.
- Se establecía el requisito de declaración de divisas a los extranjeros que se internasen en el país.
- Se establecían restricciones a la salida de moneda nacional, y a la exportación de metales preciosos.
- A partir de noviembre se autorizó el funcionamiento de casas de cambio en la zona fronteriza.

Como parte del nuevo paquete de política financiera se

introdujeron medidas en relación con las tasas de interés. Inicialmente se planteó que las tasas para depósitos se reducirían dos puntos semanales en promedio, durante 5 semanas, con excepción de las correspondientes a cuentas de ahorro que tuvieron un incremento sustancial. Las tasas sobre créditos a la vivienda se redujeron hasta 23 puntos. Por lo que toca a las tasas activas, se les redujo en 5 puntos porcentuales de inmediato.

En octubre las tasas de interés pasivas descendieron 5.6 puntos y en noviembre 0.18 puntos. Entre septiembre y noviembre el costo promedio de captación se redujo sólo 2.4 puntos y la tasa activa promedio, luego del descenso inicial, se mantuvo en 71%, aproximadamente. Así, aunque en términos agregados las reducciones no fueron tan espectaculares, el punto significativo es que se contuvo la tendencia alcista y se pretendió iniciar una transformación en la estructura de la captación y del financiamiento.

A escasos veinte días de que concluyera la administración gubernamental, se hizo pública la Carta de Intención que se envió al Fondo Monetario Internacional. Como parte de las medidas del programa de ajuste de tres años de duración se preveía la adecuación del sistema de control cambiario "conforme lo aconsejasen la experiencia y las circunstancias internas y externas", aunque también se explicitaba que "las autoridades mexicanas mantendrían temporalmente el actual sistema cambiario",

para eventualmente "recuperar la normalidad de las transacciones con el exterior".(9)

En el ámbito monetario y financiero, si bien se declaraba como propósito el mantenimiento de la actividad productiva y el empleo, la definición de medidas concretas era poco precisa. Esta ambigüedad se reflejaba en lo relativo al manejo de las tasas de interés: "para respaldar esta política se adoptarán las medidas necesarias en materia de tasas de interés y de regulación financiera, con el fin de estimular el ahorro y la intermediación financiera, reducir subsidios y evitar al mismo tiempo alimentar presiones inflacionarias". (10)

VI.4) EVALUACION DE LA POLITICA.

La política económica instrumentada durante 1982 estuvo fuertemente influida por el criterio de que era necesario inducir una deflación generalizada para superar las tendencias de recesión e inestabilidad que se habían agudizado desde el segundo semestre del año anterior. Así se refleja en los paquetes de estabilización de febrero y abril, en que se destacaba: el freno a la demanda agregada vía reducciones en el gasto público; el intento de sanear las finanzas públicas a través del ajuste de precios y tarifas; el propósito de alentar el ahorro interno y restringir el crédito con una política de altas tasas de interés; y el objetivo de atenuar el desequilibrio y estabilizar el mercado cam-

biario recurriendo a la devaluación y el desliz acelerado del tipo de cambio. Cabe hacer notar que, sin embargo, se mantuvieron algunos criterios de la fase expansionista relacionados con la protección a la planta productiva y el empleo, los cuales entraron en conflicto con la estrategia ortodoxa. De esas inconsistencias se derivó no sólo un agudo conflicto en el seno del aparato gobernante, sino una supuesta explicación de la profundidad de la crisis en términos de reducción del gasto y contención salarial insuficientes.

Con la devaluación de febrero se imponía una concepción que atribuía el desequilibrio externo y la inestabilidad cambiaria a la sobrevaluación del tipo de cambio. Se argumentaba que alineando la paridad y manteniéndola mediante un desliz adecuado no sólo se recuperaría la competitividad externa sino que se desalentarían las importaciones, la dolarización y la fuga de capitales. A esta visión se oponía otra según la cual, además de los efectos redistributivo e inflacionario de la devaluación, las posibilidades de mejorar la balanza externa eran pocas, habida cuenta de la estructura del comercio exterior y del carácter fundamentalmente financiero del déficit en cuenta corriente. Así, la mejoría observada en 1982 encontraría en "la contracción de la demanda interna, más que en los efectos sustitutivos de las devaluaciones ... el principal factor determinante del ajuste en la balanza comercial". (11)

Las políticas de tipo de cambio y tasas de interés siguieron en 1982 lineamientos idénticos a los del período de expansión, por lo que sus consecuencias e implicaciones no podían haber sido diferentes. En un análisis que ha ido ganando influencia se sugiere que el mercado cambiario habría estado cerca de encontrar su equilibrio hacia el mes de marzo, pero que el anuncio de los incrementos salariales a mediados de ese mes habría resultado decisivo para el repunte de la dolarización y las fugas. Sin entrar en la discusión sobre el papel real de esta medida, parece difícil imaginar que la especulación se hubiese detenido en su ausencia, máxime cuando encontraba todas las puertas abiertas y los canales más expeditos a través del propio sistema bancario doméstico.

Las peculiaridades del establecimiento del mercado dual en agosto lo revelan como respuesta de última instancia a una situación cuya gravedad se había soslayado tras la idea de que era necesario brindar tiempo para que las medidas de ajuste surtiesen efecto. Que el establecimiento de ciertas restricciones cambiarias, tradicionalmente rechazadas, y el abandono del sistema de mxdólares fueron decididos de manera obligada y sin convencimiento se demuestra en la dilación del anuncio de medidas concretas y en las contradicciones en las que se incurrió. Por otra parte, el esquema de control parcial resultaba insuficiente, y la confusión reinante avivó el proceso de transferencias al exterior.

Fue en este marco de agudo deterioro y especulación generalizada que se intenta implantar el control integral de cambios. A la escasez de divisas, agravada por la actitud inflexible de la banca internacional, y a las dificultades objetivas para su instrumentación, se aunaron la falta de convicción de la mayor parte de los funcionarios encargados súbitamente de su administración. Se pensaba por añadidura que la nueva administración alteraría sustancialmente el esquema, si es que no lo eliminaba del todo. Así, "más que un problema técnico, el control de cambio se enfrentó a uno de carácter político y de presiones distintas a las tradicionales". (12) Cualquier análisis objetivo sobre esta experiencia no puede pasar por alto tales circunstancias.

Se ha señalado en ocasiones que entre septiembre, y diciembre se interrumpió la entrada de divisas, y que la fuga de capitales continuó mayormente a través de alteraciones en registros de operaciones en cuenta corriente (sobre y subfacturación, etc.). Sin embargo puede argumentarse que, por un lado, en el período previo las divisas por exportaciones del sector privado fueron superadas ampliamente por las fugas de capital; y por otro, que dado el número relativamente reducido, y por ende manejable, de empresas con volúmenes importantes de comercio exterior, se podía en el corto plazo establecer un control riguroso sobre sus operaciones.

Probablemente el problema más enfatizado en relación con

el control de cambios es el del surgimiento de un mercado paralelo fuera del territorio nacional. Se argumenta que "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, sino que indujo salidas importantes de pesos mexicanos...". (13) Existen razones para creer que fuertes intereses económicos y aun políticos estuvieron empeñados en magnificar las dimensiones y el alcance real de este fenómeno. Es pertinente recordar que en ese momento más del 70% del ingreso de divisas estaba controlado directamente por el Estado; que gran parte de las transacciones en moneda extranjera se operaban a través de la banca; y que existía un gran potencial de supervisar estrechamente a las empresas con operaciones importantes de comercio exterior.

No se trata, por cierto, de desconocer los fuertes vínculos que han unido a la zona fronteriza con la economía norteamericana por décadas. Por el contrario, como parte de las disposiciones cambiarias se adoptaron medidas de excepción para esa parte del país. Sin embargo, el reconocimiento de la complejidad del problema exigía la elaboración de una estrategia que rebasara con mucho el ámbito de corto plazo de las medidas financieras, y se propusiera como objetivo una mayor integración de la frontera a la economía nacional. En esa dirección no se hicieron avances más allá del terreno declarativo.

NOTAS.

- (1) Tello (1984), p. 82.
- (2) Publicado en Comercio Exterior, marzo 1982.
- (3) Idem.
- (4) Publicado en Comercio Exterior, mayo de 1982.
- (5) Banco de México, Informe Anual, 1982, p. 190.
- (6) Publicado en Comercio Exterior, septiembre de 1982, p. 1023.
- (7) Hacia agosto los depósitos en moneda extranjera representaban 35.7% de los depósitos a plazo. "De no haberse tomado la decisión de hacer efectivos los pagos en moneda nacional... la deuda externa habría aumentado en casi 12 mil millones de dólares" (Aguilera, 1984, p. 255).
- (8) Banco de México, Informe Anual 1982, p. 193.
- (9) Publicado en Comercio Exterior, noviembre 1982, p. 1251.
- (10) Idem.
- (11) Ros (1984), p. 267.
- (12) Tello (1984), p. 181.
- (13) Banco de México, Informe Anual 1982, p. 195.

VII. CONCLUSIONES

A continuación se presentan algunas breves reflexiones a manera de conclusión:

- 1) La estrategia del período 1977-1982, basada en la exportación de petróleo y el endeudamiento externo, condujo a un crecimiento sectorialmente desbalanceado y al agudizamiento de los desequilibrios seculares de la economía mexicana. La causa fundamental de este resultado no radica en el hecho de que se haya crecido demasiado rápidamente, o en una deficiente administración del Estado, sino en el tipo de crecimiento por el que se optó y en las políticas que se instrumentaron para inducirlo.
- 2) En términos generales, la crisis de 1976 no representó una ruptura respecto al estilo de desarrollo previo. En esencia se continuó fomentando un modelo caracterizado por una insuficiente integración y por su vulnerabilidad en lo económico, e incapaz de atender los rezagos y la marginación sociales.
- 3) En el terreno de la política cambiaria, a pesar de la pretensión de una orientación distinta, los lineamientos básicos prevalecieron. Tal como ocurrió durante los sesenta y la primera mitad de los setenta, la estabilidad del tipo de cambio y la irrestricta libertad cambiaria siguieron siendo objetivos a los que se subordinaron otras políticas.

4) Además de la sobrevaluación del tipo de cambio y la libre convertibilidad, la política de liberalización de importaciones neutralizó las potencialidades de la disponibilidad de divisas bajo control estatal. El haber dejado a los mecanismos de mercado la asignación de estos recursos constituyó, por sobre la ausencia de políticas de gasto sólidas o de disciplina presupuestal, la causa principal de la pérdida de una enorme oportunidad histórica para el país.

5) Las medidas de desliz gradual del tipo de cambio y ajustes asociados de la tasa de interés no detuvieron la dolarización y la fuga de capitales. Por el contrario, avivaron la especulación y tuvieron un impacto inflacionario, no sólo por la incidencia directa sobre costos sino por su papel en la formación de expectativas.

6) En algunos círculos se ha hecho énfasis en que no se verificó un ajuste adecuado en el segundo semestre de 1981 (devaluación, reducción drástica del gasto público, etc.). Sin embargo, lejos de una profundización de las políticas ortodoxas, lo que en aquel momento se requería era una reorientación fundamental de la estrategia. El error más grave consistió en no haber impuesto restricciones a los movimientos de capital, como pieza central de un paquete verdaderamente alternativo.

7) Dadas sus enormes proporciones, la especulación cambiaria y la fuga de capital fueron elementos decisivos

en el advenimiento y profundidad de la crisis. Este reconocimiento no implica un juicio de carácter moral, tal como fue el contenido del discurso oficial de los últimos meses de 1982, de los "malos mexicanos" que sacaron sus recursos del país. Se debe sobre todo cuestionar severamente la forma como se condujo la política económica que no sólo fue complaciente y permitió, sino que en cierta forma alentó tales fenómenos.

8) En el diagnóstico de la crisis no deben quedar al margen los factores de carácter externo. En particular, en el desequilibrio de balanza de pagos influyó notablemente el comportamiento de las tasas de interés y la peculiar intermediación financiera que realizó la banca internacional: los acreedores recibían intereses por un capital que en última instancia nunca se transfirió efectivamente.

9) Los controles de cambio en sus distintas modalidades han sido tradicionalmente concebidos como medidas inde-seables, que deben adoptarse sólo como recurso de emergencia y transitorio. En el contexto reciente de los países subdesarrollados esta noción debe ponerse en tela de juicio. Y en el caso específico de México durante el período de análisis, un mecanismo de racionalización en el empleo de las divisas bajo la dirección del Estado debió haber constituido un elemento permanente en el esquema de política económica.

OBRAS CONSULTADAS.

AGUILERA, M. (1984) La crisis mexicana: un ensayo de interpretación económica y financiera, en Investigación Económica, no. 169.

BANCO DE MEXICO. (1982) Control de cambios en México. Disposiciones aplicables.

BANCO DE MEXICO. Informes anuales, varios años.

BAZDRESCH, C. (1983) Las causas de la crisis de 1982, mimeo.

BLEJER, M. (1984) Un modelo monetario de inflación y Balanza de pagos para México (1953-79), en Ize A. y G. Vera (1984).

BRAILOVSKY, V. (1983) La política económica entre 1976 y 1982 y el Plan nacional de desarrollo industrial, mimeo.

CARDERO Y QUIJANO (1982) Expansión y estrangulamiento financiero 1978-1981, en CIDE Economía Mexicana, no. 4.

CEPAL (1982) Rasgos principales de la política económica de México en la posguerra y consideraciones sobre sus perspectivas al comienzo de la década de los ochenta, mimeo.

CIDE (1981) Evaluación reciente y perspectivas de la economía mexicana, en Economía Mexicana, no. 3.

CIDE (1982) Evolución reciente y perspectivas de la economía mexicana, en Economía Mexicana, no. 4.

DAVILA, J., A. IZE Y J. MORALES (1984) Fuentes del proceso inflacionario en México: análisis de causalidad, en Ize, A. y G. Vera (1984).

DIAZ ALEJANDRO, C. (1984) Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore, Brookings papers on economic activity, 2: 1984.

EATWELL, J. Y A. SINGH (1981) ¿Se encuentra sobrecalentada la economía mexicana? Un análisis de los problemas de política económica a corto y mediano plazo, en CIDE Economía Mexicana, no. 3.

FRIEDEN, J. (1984) Endeudamiento y fuga de capital. Los flujos financieros internacionales en la crisis de México, 1981-1983, en Investigación Económica, no. 170.

GARCIA Alba, P. y J. SERRA (1984) Causas y efectos de la crisis económica mexicana, El Colegio de México.

IZE, A. y G. ORTIZ (1983) Political ^rrisk, asset substitution and exchange rate dynamics, mimeo.

IZE, A. y J. SALAS (1984) El comportamiento macroeconómico de la economía mexicana entre 1961 y 1981, en Ize, A. y G. Vera (1984).

IZE, A. y G. Vera (1984) La inflación en México; ensayos, El Colegio de México.

MANCERA, M. (1982) Consideraciones sobre el control de cambios, en Comercio Exterior, junio.

MARCOS, J. (1984) Análisis de la inflación en México, en Ize, A. y G. Vera (1984).

- MARQUEZ, J. (1977) Las políticas monetaria, cambiaria y crediticia, en G. Bueno (edit.) Opciones de política económica después de la devaluación, Tecnos.
- ORTIZ, G. (1981) La dolarización en México: causas y consecuencias, Banco de México.
- ORTIZ, G y L. SOLIS (1978) Estructura financiera y experiencia cambiaria: México 1954-1977, Banco de México.
- ORTIZ G. y L. SOLIS (1979) Crecimiento e inflación: alternativas cambiarias para México, Banco de México.
- ORTIZ G. y L. SOLIS (1981) Sustitución de monedas e independencia monetaria: el caso de México, Banco de México.
- QUIJANO, J.M. (1981) México: Estado y banca privada, CIDE.
- QUIJANO, J.M. ET AL (1983) La banca: pasado y presente; problemas financieros mexicanos, CIDE.
- ROS, J. (1984) Crisis económica y política de estabilización en México, en Investigación Económica, no. 168.
- ROS, J. El proceso inflacionario en México 1970-82, en Ize, A. y G. Vera (1984).
- RUIZ, C. (1984) Noventa días de política monetaria y crediticia independiente, Universidad Autónoma de Puebla y Facultad de Economía, UNAM.
- SALAS, J. y A. IZE Dinero, precios y producto: un análisis de autorregresión vectorial para México, en Ize, A. y G. Vera (1984).

SOLIS, L. y S. RIZZO (1981) Excedente petrolero y apertura externa: el caso de México, en French, R. (comp.) las relaciones financieras externas, F.C.E.

TAYLOR, L. (1983) The crisis and thereafter: macroeconomic policy problems in Mexico, mimeo.

TELLO, C. (1984) La nacionalización de la banca en México, Siglo XXI.

VAZQUEZ, A. (1982) La política monetaria: 1973-1981, en CIDE Economía Mexicana, no. 4.

VILLARREAL, R. (1984) La contrarrevolución monetarista, Océano.