

POLÍTICA CAMBIARIA. EL RIESGO DE UNA NUEVA SOBREVALUACIÓN

José Luis Calva

La apreciación del peso mexicano observada en las últimas semanas de abril y en las primeras de mayo, de no ser oportunamente contenida, desembocará en una nueva sobrevaluación cambiaria con sus ya conocidos efectos adversos.

No hay que subestimar esta variable ni incurrir en una nueva falla de análisis. El profesor Rudiger Dornbusch exhortó (en conferencia dictada el 4 de mayo) a las autoridades monetarias a "evitar una nueva sobrevaluación de la moneda mexicana". Pero ni las autoridades monetarias (véase Informe Anual 1994 del Banco de México, publicado hace unos días) ni las autoridades hacendarias parecen haberlo comprendido. "A pesar de la apreciación de casi 20 por ciento desde su nivel más bajo -declaró el secretario de Hacienda mexicano el 26 de abril en Washington durante la reunión conjunta del FMI y el Banco Mundial- seguimos creyendo que el tipo de cambio está enormemente subvaluado".

¿Con base en qué información y criterios se postula la enorme subvaluación del peso? Para caracterizar los errores de 1994, en ese mis-

mo foro de Washington, Guillermo Ortiz afirmó: "la información económica estaba ahí, su interpretación fue deficiente; en síntesis fue más un problema de análisis que de información".

Con relación a la competitividad del tipo de cambio variable crucial para cualquier economía la verdad es que la información económica oficial estaba ahí, pero era absolutamente incongruente con la realidad. Por eso no encendió los focos rojos a tiempo.

En efecto, el Banco de México publica en su carpeta mensual de Indicadores económicos un "Índice del tipo de cambio real del peso mexicano". Según este índice, durante 1994 no hubo sobrevaluación del tipo de cambio; por el contrario, ni siquiera durante el mes anterior a febrero, cuando el tipo de cambio alcanzó casi el techo de la banda de flotación, hubo sobrevaluación; el peso mexicano se mantuvo permanentemente subvaluado, de modo que la macrodevaluación decembrina simplemente aumentó dramáticamente la subvaluación.

Al parecer, Guillermo Ortiz basó precisamente en este

"Índice del tipo de cambio real", elaborado por la principal autoridad monetaria, su afirmación de que el peso mexicano "está enormemente subvaluado".

Sin duda, la información generada por el Banco Central sobre el tipo de cambio real implica un análisis económico erróneo, cuyos criterios han sido contundentemente refutados por el colapso financiero y cambiario, no obstante lo cual la autoridad monetaria central continúa sosteniendo esos criterios.

Por el contrario, quienes desde 1992 demostramos (en artículos y libros) la existencia de una creciente sobrevaluación cambiaria (así como el riesgo de una crisis financiera más grave que la de 1982), aplicamos criterios de análisis diferentes a los del Banco Central y, con base en ellos, generamos información económica sobre el tipo de cambio (así como, sobre otras variables, como la vulnerabilidad financiera de México), que mostró estar más apegada a la realidad.

La discusión sobre estos criterios es crucial, porque si no se cuenta con información veraz y oportuna sobre la

ÍNDICE DEL TIPO DE CAMBIO REAL DEL PESO MEXICANO

	Precios externos P*	Tipo de cambio mundial E*	Peso/ dólar E	Precios internos P	Índice del tipo de cambio real Q
1970	100.0	4.6	12.50	100.0	100.0
1971	105.8	4.5	12.50	105.4	100.8
1972	111.8	4.4	12.50	110.8	104.5
1973	122.3	4.2	12.50	124.2	106.4
1974	141.0	4.3	12.50	153.7	96.9
1975	159.5	4.4	12.50	176.7	94.3
1976	177.2	4.7	15.40	204.7	103.3
1977	197.3	4.8	22.60	264.2	129.4
1978	211.6	4.6	22.80	310.2	124.0
1979	243.3	4.6	22.80	366.6	120.5
1980	281.5	4.7	23.00	463.4	107.8
1981	321.3	5.4	24.50	592.7	90.8
1982	360.4	6.2	56.40	942.0	124.2
1983	405.7	7.0	120.10	1 900.5	135.2
1984	448.6	8.0	167.80	3 146.1	110.9
1985	494.8	8.7	257.00	4 962.9	106.8
1986	532.2	8.2	611.40	9 242.6	155.9
1987	580.4	8.1	1 366.70	21 426.8	169.4
1988	654.4	8.5	2 250.30	45 888.1	139.2
1989	761.9	9.7	2 453.20	55 069.4	128.2
1990	923.0	10.7	2 810.20	69 746.3	128.0
1991	1 039.6	11.5	3 012.90	85 552.4	116.4
1992	1 212.4	12.6	3 112.30	103 600.9	106.0
1993	1 388.1	13.9	3.11	111 898.5	101.4
1994:					
enero	1 418.6	14.3	3.10	112 766.0	100.5
febrero	1 432.2	14.3	3.12	113 346.0	101.3
marzo	1 446.6	14.3	3.29	113 928.8	107.2
abril	1 463.0	14.4	3.35	114 486.8	108.8
mayo	1 477.3	14.5	3.31	115 039.9	107.3
junio	1 489.1	14.5	3.36	115 615.1	109.6
julio	1 501.5	14.4	3.40	116 128.3	111.7
agosto	1 518.3	14.4	3.38	116 669.5	111.7
septiembre	1 534.3	14.4	3.39	117 499.3	113.3
octubre	1 552.6	14.3	3.41	118 116.1	115.5
noviembre	1 569.9	14.3	3.44	118 747.6	116.3
diciembre	1 585.3	14.5	4.03	119 789.1	135.0
1995:					
enero	1 620.1	14.5	5.59	124 297.8	184.4
febrero	1 637.1	14.5	5.63	129 566.0	180.5

FUENTE: Elaborado con base en datos del Banco de México, "Indicadores Económicos", varias carpetas mensuales hasta la entrega de marzo de 1995.

Nota: 1992 y 1993, a diciembre

P* Precios externos FM (133 países)/E* Tipo de cambio mundial, canastas por dólar.

E Tipo de cambio nacional pesos por dólar/P Índice nacional de precios al consumidor.

Q Tipo de cambio real relativo. Elaborado con precios al consumidor.

competitividad de la moneda, se corre el riesgo que está hoy nuevamente presente de incurrir en el futuro inmediato en graves errores de política cambiaria.

En mi libro *El modelo neoliberal mexicano*. Costos, vul-

nerabilidad, alternativas, cuya primera edición apareció en 1993, se incluye una tabla sobre el "tipo de cambio peso/dólar" que aquí se presenta en una versión actualizada hasta la primera semana de mayo de 1995 y con proyecciones a diciembre.

Hay en esta tabla dos diferencias sustanciales de criterio con respecto al Banco de México. Primero, una implícita: se calcula el tipo de cambio teórico o real y la subvaluación o sobrevaluación de la moneda, no con respecto a la canasta de monedas de 133 países miembros del Fondo Monetario Internacional, como hace el Banco de México, sino respecto al dólar de Estados Unidos que es, con mucho, el principal socio comercial (tres cuartas partes del comercio exterior se realizan precisamente con ese país), y por tanto, se considera que la paridad peso/dólar estadounidense es la verdaderamente relevante para la economía mexicana.

La segunda diferencia de criterio analítico respecto al Banco de México quedó explicada en el libro antes citado en una nota al pie de la tabla, que textualmente dice:

"Se toma 1988 como año básico de equilibrio del peso frente al dólar de nuestro principal socio comercial, porque en ese año la economía mexicana ya era una economía abierta, nuestra balanza comercial se encontraba prácticamente en equilibrio (con un superávit de 272 millones de dólares) y nuestra cuenta corriente presentaba un déficit moderado (2 924 millones de dólares). Se considera inadecuado el criterio del Banco de México, que toma 1970 como año base de equilibrio cambiario, porque en aquel tiempo la economía mexicana se encontraba altamente protegida con elevados aranceles, permisos previos de importa-

ción y precios oficiales; situación que no ocurre después de diciembre de 1987 cuando los aranceles se reducen a una tasa máxima del 20 por ciento, los precios oficiales se han suprimido y los permisos previos de importación apenas afectan al 21.5 por ciento del valor de las importaciones en 1988 y el 10.7 por ciento en 1992".

Posteriormente, en artículo publicado antes de las elecciones presidenciales de 1994 argumenté:

"es a todas luces inexacto tomar como paridad de equilibrio el tipo de cambio de 1970, como hace el Banco de México. No porque tal equilibrio no existiera entonces,

sino porque se daba en condiciones de una economía mexicana que se desarrollaba bajo una estrategia sustitutiva de importaciones, caracterizada por un fuerte proteccionismo comercial (arancelario y, sobre todo, no arancelario: permisos previos de importación y precios oficiales). La economía mexicana de hoy, en cambio, es una economía abierta" (*El Financiero*, 19 de agosto de 1994).

Por ello, un cálculo de la paridad más congruente con la realidad debe tomar como tipo de cambio de equilibrio aquel bajo el cual, en la nueva configuración de la economía mexicana, se observen una balanza comercial en

equilibrio y un moderado déficit de cuenta corriente, seguramente financiable con inversión extranjera directa o física (y no con inversión de portafolio, que es por naturaleza volátil). El tipo de cambio de 1988 se ajusta a esas condiciones, lo cual significa que la competitividad del aparato productivo mexicano era efectiva en dicho año con tal paridad cambiaria en régimen de economía abierta.

A partir de 1989, como resultado del deslizamiento del peso mexicano frente al dólar estadounidense a un ritmo menor al diferencial de las tasas inflacionarias de ambos países, se fue produciendo la progresiva sobrevaluación de la moneda, hasta alcanzar el 41.9 por ciento en diciembre de 1993; y, después de la devaluación de febrero de 1994 (alza del dólar casi hasta el techo de la banda de flotación), se registró una sobrevaluación del 35.3 por ciento al mes de noviembre.

Aun si se toma 1970 como año de equilibrio cambiario, pero no con relación a la canasta de monedas del FMI sino con relación al dólar estadounidense, la sobrevaluación ascendía al 19.3 por ciento a diciembre de 1993 y al 10.8 por ciento a noviembre de 1994. Sin embargo, este margen de sobrevaluación sólo hubiera sido real si la política comercial fuera la misma de 1970.

La sobrevaluación progresiva del peso mexicano fue posible mantenerla por la entrada de capitales externos que equilibraron la balanza

SALDOS DE LA BALANZA DE CUENTA CORRIENTE

1970-1994

Millones de dólares

Años	Balanza comercial 1/	Servicios de maquila	Servicios factoriales	Servicios no factoriales	Transferencias	Total en cuenta corriente
1970	(990)	83	(623)	202	186	(1 142)
1971	(853)	102	(705)	299	222	(935)
1972	(1 068)	155	(812)	417	239	(1 069)
1973	(1 776)	238	(843)	636	292	(1 453)
1974	(3 224)	375	(1 258)	467	352	(3 288)
1975	(3 524)	333	(1 909)	198	403	(4 499)
1976	(2 613)	366	(2 257)	423	425	(3 656)
1977	(888)	344	(2 228)	802	458	(1 512)
1978	(1 679)	453	(2 931)	850	527	(2 780)
1979	(2 826)	637	(4 073)	634	578	(5 050)
1980	(3 830)	772	(6 582)	(1 782)	704	(10 718)
1981	(4 853)	976	(10 258)	(3 285)	856	(16 564)
1982	6 194	852	(12 463)	(1 734)	888	(6 263)
1983	13 286	818	(9 377)	(317)	1 014	5 424
1984	12 029	1 155	(10 240)	(326)	1 178	3 796
1985	7 131	1 267	(9 157)	(634)	1 799	406
1986	3 725	1 295	(7 671)	(487)	1 367	(1 771)
1987	7 190	1 598	(6 940)	295	1 679	3 822
1988	272	2 338	(7 374)	(45)	1 885	(2 924)
1989	(2 596)	3 001	(7 042)	(524)	2 075	(5 086)
1990	(4 434)	3 552	(7 715)	(1 979)	3 465	(7 111)
1991	(11 329)	4 051	(6 869)	(1 827)	2 186	(13 788)
1992	(20 676)	4 743	(9 595)	(2 296)	3 020	(24 804)
1993	(18 890)	5 410	(10 924)	(1 676)	2 687	(23 393)
1994	(24 317)	5 776	(12 163)	(2 173)	4 014	(28 864)

1/No incluye maquiladoras.

FUENTE: Elaborado con base en datos del Banco de México, "Informe anual 1994", México, 1995; Carlos Salinas de Gortari, "Sexto Informe de Gobierno, Anexos", México, 1994; y Banco de México, "Indicadores Económicos", marzo de 1995.

TIPO DE CAMBIO PESO/DÓLAR NOMINAL Y REAL 1970-1995							
Años	Índices de precios al consumidor		Tipo de cambio	Tipo de cambio teórico o real		Margen de (%) sobrevaluación o subvaluación(-)	
	México	E.U.	\$/dls	1970	1988	1970	1988
1970	21.6	47.1	12.49	12.49	15.27	0.00	22.92
1971	22.8	49.2	12.49	12.63	15.45	1.14	23.69
1972	23.8	50.7	12.49	12.78	15.63	2.31	25.11
1973	26.8	53.9	12.49	13.52	16.53	8.22	32.34
1974	33.2	59.8	12.49	15.07	18.42	20.61	47.50
1975	38.2	65.3	12.49	15.90	19.44	27.27	55.64
1976	44.2	69.1	15.44	17.40	21.28	12.69	37.81
1977	57.0	73.5	22.58	21.07	25.77	(6.68)	14.12
1978	67.0	79.1	22.77	23.01	28.14	1.08	23.61
1979	79.2	88.1	22.81	24.43	29.87	7.12	30.99
1980	100.0	100.0	22.95	27.19	33.25	18.45	44.86
1981	128.0	110.3	24.51	31.54	38.57	28.68	57.36
1982	203.3	117.1	57.18	47.20	57.73	(17.44)	0.97
1983	410.5	120.9	150.29	92.33	112.91	(38.57)	(24.87)
1984	679.2	126.1	185.94	146.45	179.09	(21.74)	(3.68)
1985	1 071.5	130.6	310.58	223.07	272.79	(28.18)	(12.17)
1986	1 995.4	133.0	637.88	407.85	498.77	(36.06)	(21.81)
1987	4 626.0	137.9	1 416.89	912.22	1 115.57	(35.62)	(21.27)
1988	10 027.6	143.6	2 322.10	1 898.82	2 322.10	(18.23)	0.00
1989	11 889.2	150.5	2 511.82	2 147.85	2 626.64	(14.49)	4.27
1990	15 057.9	158.6	2 851.52	2 580.85	3 156.16	(9.49)	10.68
1991	18 470.4	165.3	3 026.02	3 037.89	3 715.08	0.39	22.77
1992	21 334.2	170.3	3 095.81	3 406.37	4 165.70	10.03	34.56
1993-dic.	24 151.7	172.2	3 106.00	3 705.07	4 407.20	19.29	41.89
1994							
ENERO	24 338.9	177.2	3 193.70	3 741.16	4 567.88	17.14	43.03
FEBRERO	24 464.1	177.7	3 365.60	3 748.69	4 577.08	11.38	36.00
NOVIEMBRE	25 645.1	181.8	3 468.00	3 842.89	4 692.09	10.81	35.30
31 DE DICIEMBRE	25 870.0	182.3	5 000.00	3 865.00	4 719.09	(22.70)	(5.62)
1995							
ENERO	26 843.7	182.8	5 450.00	3 998.47	4 882.06	(26.63)	(10.42)
FEBRERO	27 971.1	183.4	5 545.00	4 153.95	5 071.89	(25.09)	(8.53)
MARZO	29 621.4	183.9	6 765.00	4 385.07	5 355.87	(35.17)	(20.84)
ABRIL	31 991.1	184.5	5 945.00	4 722.58	5 766.17	(20.56)	(3.01)
MAYO 1ra. semana	32 471.0	185.0	5 850.00	4 779.08	5 835.16	(18.31)	(0.25)
MAYO (CIERRE)a/	34 070.6	185.6	5 850.00	4 999.50	6 104.29	(14.54)	4.35
MAYO (CIERRE)b/	33 910.6	185.6	5 850.00	4 976.03	6 075.04	(14.94)	3.86
DICIEMBRE (CIERRE)c/	36 735.4	187.8	6 000.00	5 328.44	6 505.92	(11.29)	8.43
DICIEMBRE (CIERRE)d/	38 805.0	187.8	6 000.00	5 628.64	6 872.46	(6.19)	(14.54)

FUENTE: Elaboración propia con base en datos del Banco de México, "Indicadores Económicos"; para el índice de precios de Estados Unidos, Bureau of the Census, Statistical Abstract of the United States", Washington, 1993, Banco de México, "Indicadores de Precios", diciembre de 1994; "El financiero" y "El Universal", varios números de 1995.

a/ Con inflación acumulada mensual de 5% en México y la mensual media de enero-abril para Estados Unidos.

b/ Con inflación acumulada mensual de 6% en México y la mensual media de enero-abril para Estados Unidos.

c/ Con inflación anual de 42% en México y 3% anual en Estados Unidos.

de pagos. Sin embargo, la afirmación oficial de que este ingreso de capitales explicaba el déficit comercial, en el sentido de que se trataba de recursos de inversión física que requieren bienes de capital e insumos importados,

no corresponde a la realidad. En primer lugar, por la composición del capital externo ingresado en los últimos años, predominantemente orientado a la especulación bursátil y al mercado de títulos de deuda pública. En se-

gundo lugar, porque las importaciones de bienes de capital se encuentran aún por debajo del nivel alcanzado en 1981, tanto en cifras absolutas (11 056 millones de dólares en 1993, contra 12 206.1 millones en 1981, en dólares

constantes de 1993) como en porcentaje del producto interno bruto (4 por ciento en 1981, contra 3.3 por ciento en 1993).

Además, la atracción o retención del capital externo se realizó, sobre todo en 1994, mediante la brusca elevación de las tasas internas de interés. Y aun así, la balanza en cuenta de capital arrojó un saldo dramáticamente decreciente (el superávit de cuenta de capital declinó de 12 529 millones de dólares en enero-abril de 1993 a 3 628 millones de dólares en enero-abril de 1994, de modo que se tornó insuficiente para financiar el creciente déficit de cuenta corriente (que se incrementó 17.9 por ciento entre enero-abril de 1993 y el mismo lapso de 1994), provocando la progresiva succión de la reserva del banco central (que disminuyó de 25 332.5 millones de dólares en marzo de 1994 a 17 065 millones de dólares en abril).

Los crecientes requerimientos de ahorro externo para financiar el déficit de cuenta corriente, y la necesidad de retener en el país los flujos de capital dineros previamente ingresados afecta-

ron las expectativas de que la paridad cambiaria pudiera ser mantenida. Por eso, diversas firmas calificadoras estadounidenses (como Goldman Sachs y Standard & Poor) señalaron que México no podía pasar de su calificación de país con grado de especulación a país con grado de inversión mientras no disminuyeran sustancialmente los enormes déficit comercial y de cuenta corriente.

Por tanto, la sobrevaluación cambiaria y las presiones del mercado para ajustar el tipo de cambio a su valor real eran de carácter estructural y, por ello, permanecieron así después de resuelta la sucesión presidencial.

EL RIESGO DE NUEVOS ERRORES EN POLÍTICA CAMBIARIA

La recomendación hecha a México por el profesor Rudiger Dornbusch en su conferencia de iniciar un sistema de devaluación gradual o deslizamiento del peso frente al dólar estadounidense con base en los diferenciales de inflación entre México y Estados Unidos, no debe ser desatendida.

Al cierre de la primera semana de mayo el peso mexicano perdió casi completamente su margen de subvaluación frente al dólar estadounidense. Si la tendencia a la apreciación del peso frente al dólar estadounidense prosigue, al cierre de este mismo mes de mayo se volverá a tener una moneda sobrevaluada.

Para medir y dar seguimiento a este fenómeno, *d'abord* hay que tomar 1988 como base de equilibrio peso/dólar estadounidense.

Pero aun esta base de equilibrio cambiario debe ser ligeramente modificada para reflejar la realidad actual (de mayor apertura que en 1988, debido a la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte).

Con una subvaluación media mensual de 8.53 a 20.84 por ciento (base 1988) durante enero-marzo de 1995, apenas se registró un superávit comercial de 164.9 millones de dólares durante el primer trimestre de 1995 incluyendo maquiladoras. Esto significa que el déficit de cuenta corriente debió ascender a cerca de 1 500 millones de dólares en el primer trimestre.

Si lo anterior es correcto, habría que tomar la paridad de marzo de 1995 cuando se registró un superávit comercial, incluyendo maquiladoras, de 383 millones de dólares como verdadera paridad de equilibrio, en cuyo caso se estaría al final de mayo con una sobrevaluación mayor.



Por eso hay que atender la recomendación del profesor Dornbusch. Y aquí cabe una aclaración: cito a Dornbusch porque debido al malinchi-

mo característico de buena parte de la tecnocracia, quizá a él sí le hagan caso. Pero la misma recomendación la han hecho previamente econo-

mistas mexicanos (véanse, por ejemplo, mis artículos de febrero y de marzo en *El Financiero*) en relación a la necesidad de "una política cambiaria competitiva que evite en el futuro una nueva sobrevaluación del peso."

EL TRIMESTRE ECONOMICO



COMITÉ DICTAMINADOR: Carlos Bazdresch P., Alejandro Castañeda, Benjamín Contreras, Raúl Livas, John Scott, Lucía Segovia, Rodolfo de la Torre. CONSEJO EDITORIAL: Edmar L. Bacha, José Blanco, Gerardo Bueno, Enrique Cárdenas, Arturo Fernández, Ricardo French-Davis, Enrique Florescano, Roberto Frenkel, Ricardo Hausmann, Albert O. Hirschman, David Ibarra, Francisco Lopes, Guillermo Maldonado, José A. Ocampo, Luis Ángel Rojo Duque, Gerl Rosenthal, Fernando Rosenzweig (†), Francisco Sagasti, Jaime José Serra, Jesús Silva Herzog Flores, Osvaldo Sunkel, Carlos Tello.

Director: Carlos Bazdresch P. Subdirector: Rodolfo de la Torre
Secretario de Redacción: Guillermo Escalante A.

Vol LXI (3)

México, Julio-Septiembre de 1994

Núm. 243

ARTÍCULOS

Federico Sturzenegger	<i>Las políticas fiscales en economías con restricciones financieras</i>
Alejandro M. Werner	<i>Expectativas de realineación y la banda cambiaria óptima</i>
Carlos Márquez Padilla	<i>Los sistemas de relaciones industriales de México, Canadá y Estados Unidos</i>
Jordi Vilaseca Requena	<i>La integración económica y sus efectos en el desarrollo económico. Comparación de los procesos latinoamericanos y la Comunidad Europea</i>
Pascual García Alba Iduñate	<i>Un índice de dominación para el análisis de la estructura de los mercados</i>
Pedro Reyes Ortega	<i>Tarifas óptimas en la extracción de agua. Modelos de juegos discretos y de multiprocesos</i>

El Trimestre Económico aparece en los meses de enero, abril, julio y octubre. La suscripción en México cuesta N\$100.00. Número suelto N\$35.00. Índices de números 1-200 (por autores y temático) N\$7.50

Precio de suscripción por un año, 1995

	<i>España, Centro y Sudamérica (dólares)</i>	<i>Resto del mundo (dólares)</i>
Personal	35.00	42.00
Número suelto	12.00	18.00
Índice de números 1-200	20.00	50.00
Universidades, bibliotecas e instituciones	42.00	120.00
Número suelto	30.00	42.00

Fondo de Cultura Económica, carretera Picacho Ajusco 227, Col. Bosques del Pedregal, 14200 México, D.F. Suscripciones y anuncios: teléfono 227-46-70, señora Irma Barrón.

A partir de un nivel de equilibrio actualizado (con base en el tipo de cambio de 1988) que debe ser tomado como piso cambiario, se abren dos opciones: primero, tan pronto el Banco de México disponga de las reservas necesarias para regular el tipo de cambio, se abandone el régimen de libre flotación y adopte una banda de flotación, con ajuste periódico del piso y del techo cambiarios de acuerdo con el diferencial de las tasas inflacionarias de México y Estados Unidos; segunda, mientras no haya reservas de divisas suficientes para regular el tipo de cambio sobre una banda de flotación, que el Banco de México evite que el precio del dólar baje del piso cambiario de equilibrio, ajustándolo periódicamente con base en los diferenciales inflacionarios. ¡Esto debe hacerse de inmediato!