

Distr.  
RESTRINGIDA

LC/MEX/R.511  
30 de marzo de 1995

ORIGINAL: ESPAÑOL

---

C E P A L

Comisión Económica para América Latina y el Caribe

**POSIBLES EFECTOS DE LA COYUNTURA DE MEXICO  
SOBRE EL ISTMO CENTROAMERICANO**

## INDICE

	<u>Página</u>
INTRODUCCION .....	1
1. La coyuntura de 1994-1995 en México .....	1
2. El impacto de la coyuntura de México en el Istmo Centroamericano .....	3
a) El punto de partida .....	3
b) Los flujos comerciales .....	4
c) Las variables financieras .....	9
d) La inversión .....	10
3. Reflexiones sobre la coyuntura de México .....	11

## INTRODUCCION

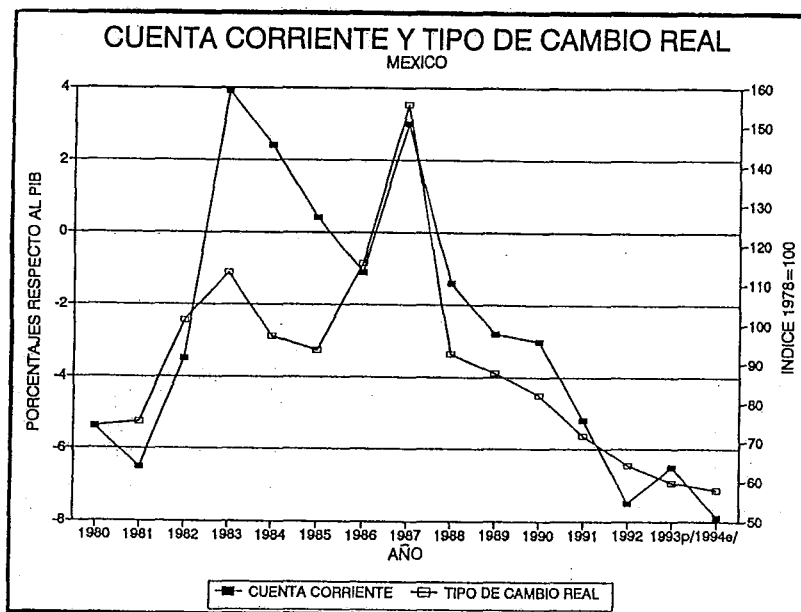
El presente documento aborda los probables efectos de los eventos recientes en la economía mexicana sobre los países centroamericanos. Contiene una breve descripción de la coyuntura así como un análisis del impacto de ésta sobre diferentes variables de las economías del Istmo, incluyendo la consideración de flujos comerciales, aspectos financieros e inversión. El documento termina con algunas reflexiones sobre posibles implicaciones de los acontecimientos en México para la política económica en el Istmo Centroamericano.

### 1. La coyuntura de 1994-1995 en México

El 1 de enero de 1994 prevalecía en México un panorama alentador, que era percibido como parte importante de un proceso de reformas económicas de América Latina, que facilitaría avanzar hacia la integración hemisférica en un marco de regionalismo abierto. Se había progresado en la aplicación de nuevas políticas y en la corrección de algunos desequilibrios fundamentales heredados de principios de los ochenta. Por un lado, avanzó la apertura comercial mediante la conversión de permisos en aranceles y la reducción de la media arancelaria de 27% en 1982 a cerca del 10% en 1988. También se llevó a cabo la privatización de importantes sectores estatales, incluyendo las telecomunicaciones y la banca. Asimismo, este proceso fue acompañado de medidas de desregulación en transporte, mercados financieros y agricultura. Por otro lado, la tasa de inflación había descendido desde 1993 a un solo dígito, por primera vez en 20 años, y el flujo de capitales del exterior había dado un vuelco, con lo que a partir de 1991 México se convirtió en un importador neto de capitales, permitiendo que el nivel de reservas internacionales aumentara sostenidamente y se triplicara entre 1989 y 1993. Además, las exportaciones no petroleras crecieron a un ritmo sostenido —superior al 10%— en el mismo período y, más importante aún, aumentaron su participación en las exportaciones totales desde un 26% en 1982 hasta un 86% en 1993.

Sin embargo, estos logros no se manifestaron en un crecimiento significativo del producto por habitante y estuvieron asociados a un fuerte deterioro del sector externo (véase el gráfico 1), dando lugar al interrogante de si en esas condiciones era posible crecer manteniendo el equilibrio de la balanza de pagos. Así, mientras que en 1978 y 1981 hubo un crecimiento promedio de 5.5% del PIB por habitante y un déficit promedio de la cuenta corriente de 5.3% del PIB, entre 1990 y 1993 el crecimiento medio del PIB

Gráfico 1



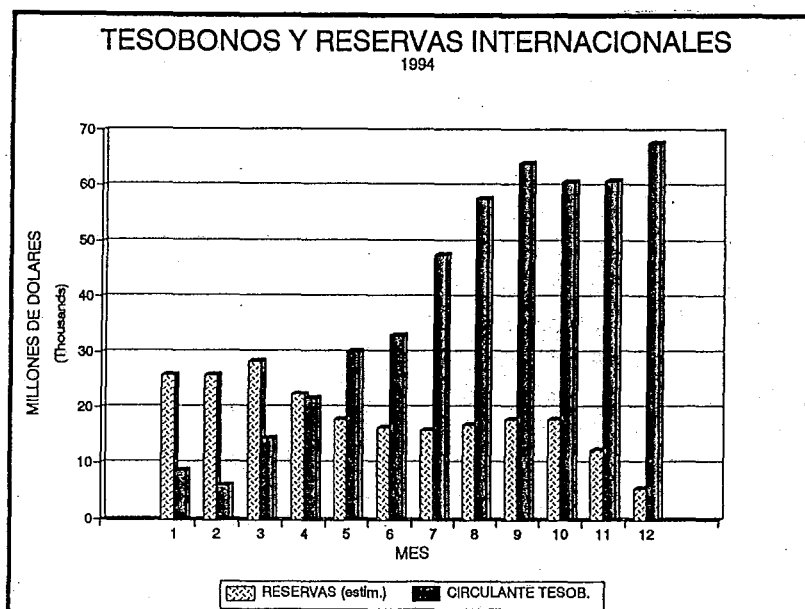
por habitante fue de 0.9%, y el déficit promedio de la cuenta corriente fue de 5.5% del PIB. Este desequilibrio ponía en peligro la posibilidad de sostener los logros mencionados en una economía en expansión. En retrospectiva, puede indicarse que hacía resaltar los riesgos de la sobrevaluación del peso que resultaba de utilizar de manera prolongada el tipo de cambio como ancla nominal, y aumentaba la vulnerabilidad ante choques imprevistos (alzas de tasas de interés en los Estados Unidos y acontecimientos políticos en México) al apoyarse excesivamente en la movilización de ahorro externo de corto plazo.

El 21 de diciembre de 1994 se anunció la liberalización del tipo de cambio, con lo cual terminó la estabilidad macroeconómica de México. La flotación del peso fue la culminación de un proceso de reducción de las reservas internacionales, acompañado de un relajamiento de la política crediticia y de un crecimiento explosivo del endeudamiento de corto plazo. Así, las reservas internacionales descendieron a niveles que volvieron insostenible, primero, la política cambiaria consistente en mantener la fluctuación del peso dentro de márgenes muy estrechos y, luego, el intento breve y fallido (20 de diciembre) de sostenerla dentro de una banda ampliada en 15%. Liberalizar el tipo de cambio en presencia de niveles muy bajos de reservas internacionales, aunados a una crisis generalizada de confianza provocada por una inadecuada instrumentación de la devaluación, llevó a que en la última semana de diciembre la paridad cambiaria se elevara fuertemente con respecto a la cotización de los primeros días del mes, arrastrando consigo a las tasas de interés.

Posteriormente, la crisis se acentuó. El índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores cayó; la tasa de interés líder, representada por los rendimientos de los Certificados de Tesorería (CETES) a 28 días, aumentó aceleradamente, y el tipo de cambio no se estabilizó, con lo cual el clima de incertidumbre se agudizó. Además, la crisis financiera comenzó a reflejarse en una recesión de los sectores productivos.

El panorama económico a fines de 1994 también se complicó al presentarse el vencimiento de montos muy importantes de TESOBONOS, deuda gubernamental de corto plazo indexada en dólares, en un contexto de salidas de capital (véase el gráfico 2). Esto condujo a las autoridades a aumentar los rendimientos de los TESOBONOS, para estimular su demanda y lograr su renovación. Aun así, la esperada renovación de los TESOBONOS se dio en montos menores a los vencimientos, con lo cual la

Gráfico 2



lucha de las autoridades por evitar su conversión en dólares fue sólo parcialmente exitosa. La renuencia de los inversionistas se debía, en parte, a la brecha entre la disponibilidad de reservas, equivalentes a 6,000 millones de dólares al 31 de diciembre de 1994, y los vencimientos de TESOBONOS, que para el conjunto de 1995 representaban 29,000 millones de dólares.

Después de la devaluación inicial, la percepción de un mayor riesgo cambiario y de un mayor riesgo país, junto con la política crediticia restrictiva, no permitieron que bajaran significativamente las tasas de interés domésticas. Tasas muy altas condujeron a situaciones de insolvencia a los usuarios de crédito, con lo cual aumentó la cartera vencida y la posibilidad de quiebra de los bancos del sistema, que también tienen fuertes compromisos en dólares. 1/ A ello se agrega la fragilidad de las empresas que habían contraído deudas en dólares, alentadas por las expectativas de estabilidad cambiaria, que fueron afectadas negativamente por el súbito aumento del valor —expresado en moneda nacional— de sus pasivos. 2/ Como consecuencia de estos eventos, la percepción externa de México, y en parte del resto de América Latina, ha cambiado. Por un lado, se ha debilitado el "espíritu de Miami", expresado en la meta de constituir una Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA) para el año 2005. Por otro, ha aumentado el factor riesgo-región en los círculos financieros, con lo cual se vuelve más difícil la captación de capitales privados.

## 2. El impacto de la coyuntura de México en el Istmo Centroamericano

### a) El punto de partida

Al analizar las crisis macroeconómicas de México en el decenio de los ochenta surgen dos conclusiones pertinentes para el momento actual. En primer lugar, las devaluaciones de 1982 y 1986 estuvieron acompañadas de recesiones, reflejadas en reducciones del PIB por habitante de 2.8% y 5.5%, respectivamente. En 1994, debido a que la crisis ocurre en el último mes del año, surgen expectativas de una recesión para 1995, que resultaría de la devaluación, la salida de capitales privados y una política crediticia especialmente restrictiva.

En segundo término, las devaluaciones y las recesiones de 1982 y 1986 fueron eficaces para disminuir los desequilibrios externos, reduciendo fuertemente las importaciones (40% y 14%, respectivamente) y estimulando las exportaciones no petroleras (4% en 1982 y 40% en 1986). Un fenómeno similar puede preverse en 1995. Así, en 1982 la devaluación y la recesión transformaron un déficit en la cuenta comercial equivalente a 1.6% del PIB en 1981 en un superávit de 4.1% del PIB en 1982, y en 1986 mantuvieron un superávit en torno a un 4% del PIB, pese a la reducción del valor de las exportaciones de petróleo en ambos casos. De acuerdo con cifras oficiales, para 1995 se contempla un aumento aproximado de 18% de las exportaciones y una disminución de las

---

1/ El 3 de marzo de 1995 se anunció la intervención del grupo financiero ASEMEX-BANPAIS, el quinto en importancia en el país, debido a la descapitalización provocada por los eventos de diciembre de 1994.

2/ Véase el caso SIDEK, en la sección 2 d).

importaciones cercana al 13%, con lo cual el desequilibrio de la cuenta corriente se reduciría en más del 40%. <sup>3/</sup>

### b) Los flujos comerciales

La devaluación y la recesión en México permiten prever un deterioro del déficit comercial de los países centroamericanos con México, particularmente si se toma en cuenta los menores niveles de protección que existen actualmente, así como el Tratado de Libre Comercio acordado por México y Costa Rica. Sin embargo, México no está entre los socios comerciales más importantes de América Central. Sólo el 2% de las exportaciones totales del Istmo se destinaron a México en 1993, y menos del 4% de las importaciones totales de la región se originaron en ese país (véase el cuadro 1). Aun en el caso de Guatemala, que es el país que tiene mayor relación comercial con México, los porcentajes correspondientes únicamente alcanzaron el 4.7% y el 6.7% de las exportaciones e importaciones guatemaltecas totales en 1993.

Cuadro 1

#### COMERCIO CENTROAMERICANO CON MEXICO

(Porcentajes y millones de dólares corrientes, 1993)

	Costa Rica	El Salvador	Guatemala	Honduras	Nicaragua	Panamá	Total
Exportaciones a México	39	11	63	1	15	18	147
Proporción de X totales	1.44	1.19	4.68	0.07	5.14	3.54	2.07
Importaciones de México	57	122	165	51	32	58	485
Proporción de /M totales	2.46	5.48	6.70	2.89	3.89	1.87	3.82

Fuente: FMI, Direction of Trade Statistics.

Ahora bien, las exportaciones no petroleras de México a América Central aumentaron de 308.7 millones de dólares en 1981 a 424.7 millones en 1993, pasando de 57% a 88% de las exportaciones totales de México al Istmo en 1981 y 1993, respectivamente. Por su naturaleza, las exportaciones no petroleras responden en mayor grado que las petroleras a variaciones del tipo de

<sup>3/</sup> En enero de 1995 disminuyó significativamente el déficit comercial.

cambio, por lo que puede esperarse un aumento de las primeras ante la devaluación de 1994. Estimaciones basadas en la trayectoria pasada de los flujos comerciales y el tipo de cambio bilateral real sugieren que el aumento de las exportaciones mexicanas y la disminución de las exportaciones centroamericanas, es decir, el incremento del déficit comercial, podría ser mayor en Guatemala y Costa Rica que en los demás países (véanse los gráficos 3 y 4, y el cuadro 2).

Gráfico 3

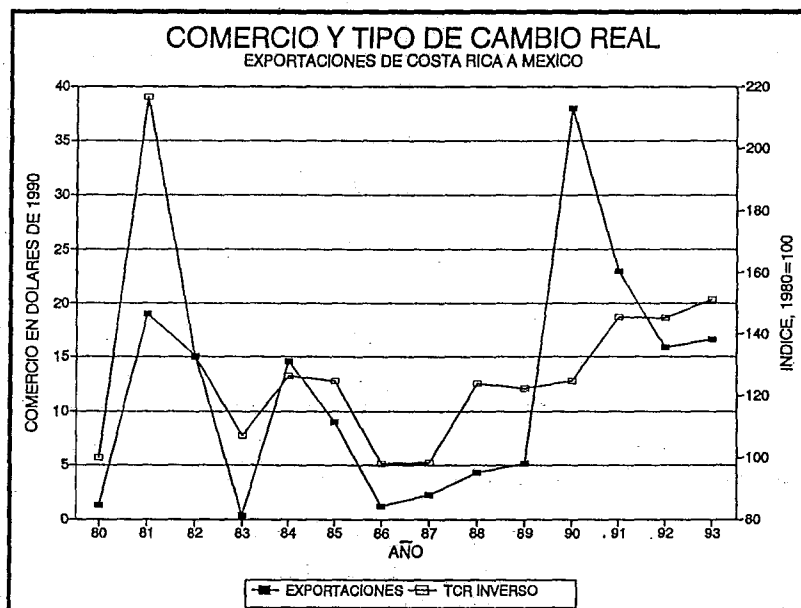
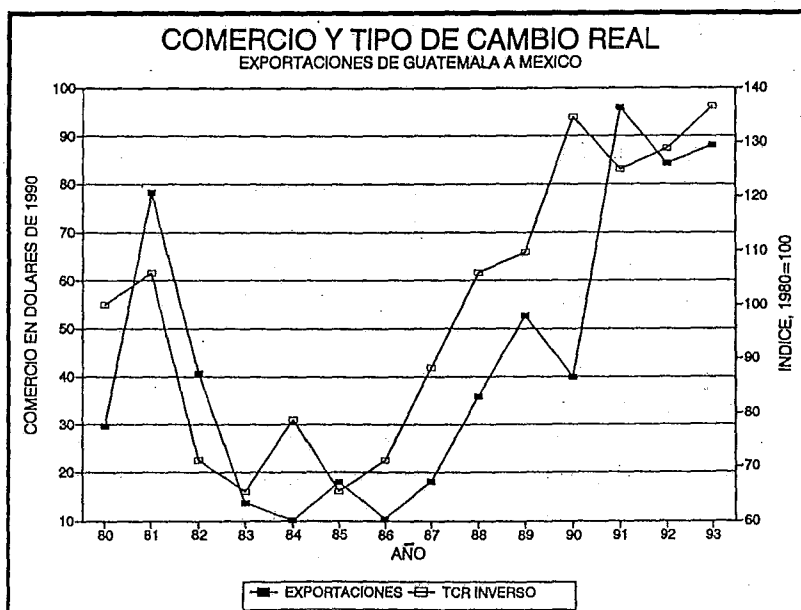


Gráfico 4



## Cuadro 2

RELACION ENTRE EL TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL a/  
Y EL COMERCIO b/ CON MEXICO(Coeficientes de correlación c/)

País de origen o destino	Exportaciones realizadas por México <u>d/</u>	Importaciones realizadas por México
Costa Rica	0.7388	-0.6680
El Salvador	-0.3082	0.0796
Guatemala	0.6290	-0.8067
Honduras	-0.1882	0.6219
Nicaragua	-0.5049	0.7108
Panamá <u>e/</u>	0.3493	-0.2041
Estados Unidos	0.6155	-0.8539

Fuente: CEPAL, Unidad de Energía y FMI, "International Financial Statistics, Direction of Trade Statistics".

a/ El tipo de cambio bilateral real se calcula como:  $tubr = \frac{e * ipcx}{ipcm}$

donde: ipcm = Índice de precios del importador.  
e = Tipo de cambio nominal bilateral.  
ipcx = Índice de precios del exportador.

b/ Bienes, excluyendo el petróleo.

c/ Estimado a partir de los logaritmos de las dos variables: el valor real de las exportaciones no petroleras y el tipo de cambio real bilateral para el período 1981-1993.

d/ No petroleras, con rezago de un año.

e/ El coeficiente de correlación para las exportaciones no petroleras a Panamá se calculó para los años 1987-1993.

Un escenario extremo podría consistir en una duplicación de las exportaciones mexicanas al Istmo Centroamericano, de 500 a 1,000 millones de dólares, simultáneamente con una reducción, a la mitad, de las exportaciones centroamericanas a México, de 150 a 75 millones de dólares. En estas condiciones, el déficit comercial del Istmo con México pasaría de representar el 6% del déficit comercial global de los países centroamericanos (1993) a alrededor de un 18% en este escenario. Sería un error, sin embargo, concluir que este deterioro de la relación comercial con México se reflejaría en un empeoramiento equivalente del déficit comercial global de la región centroamericana. En primer lugar, puede preverse un desplazamiento de importaciones procedentes del resto del mundo, con lo cual el impacto neto en el déficit global comercial sería menor. En segundo término, existen otros factores que pueden reducir la magnitud del déficit comercial que se plantea en este escenario, entre los cuales estarían la restricción crediticia que enfrentan las empresas mexicanas, la gradual erosión de las ventajas de la devaluación como consecuencia de la inflación, y la existencia de barreras al comercio debido a canales de distribución restrictivos (véase el recuadro 1).



**Recuadro 1****EL DÉFICIT COMERCIAL CENTROAMERICANO CON MÉXICO**

En resumen, la devaluación y la recesión económica en México probablemente aumentarán el déficit comercial de los países centroamericanos con México. Sin embargo, esto no significa necesariamente un empeoramiento equivalente del déficit comercial global de la región puesto que se puede prever una desviación de importaciones procedentes del resto del mundo.

Entre los factores que pueden contribuir a que el déficit comercial con México sea mayor están la creciente proporción de exportaciones no petroleras de México a la región, más susceptibles de aumentar con la devaluación, y la introducción de medidas de defensa de balanza de pagos, como el alza de aranceles aplicados a textiles, cuero y calzado. Aparte del hecho de que el comercio es una baja proporción del comercio total de los países centroamericanos, existirían factores que pueden atenuar el aumento del déficit comercial, incluyendo la erosión gradual del efecto de la devaluación, los altos costos financieros de las empresas mexicanas y el control de importantes canales de distribución locales por parte de las empresas centroamericanas.

Por otra parte, existe el riesgo de que México se vea obligado a adoptar medidas de defensa de balanza de pagos, que restrinjan aún más sus importaciones desde el Istmo Centroamericano. Un ejemplo es la elevación de aranceles, hasta el límite máximo permitido por el GATT, para prendas de vestir, textiles, cuero y calzado. El cuadro 3 demuestra que este efecto podría tener un impacto negativo adicional sobre El Salvador en particular, puesto que más del 10% de sus exportaciones a México en 1993 consistían en estos productos. Panamá, con un 6.7%, y Guatemala con un 3.8%, la seguirían en importancia. En lo que se refiere a Costa Rica, el TLC acordado con México la coloca en una situación especial (véase el recuadro 2).

La balanza comercial de los países centroamericanos podría deteriorarse más si la devaluación del peso aumenta la competitividad de las exportaciones mexicanas y desplaza a aquellas exportaciones centroamericanas que compiten con las mexicanas en los Estados Unidos. Sin embargo, este efecto puede ser aminorado por los altos costos financieros y la escasez de crédito que enfrentarán los exportadores por la falta de estrategias agresivas de comercialización de las empresas mexicanas. A su vez, el desempeño de las exportaciones centroamericanas en los Estados Unidos dependerá de los aumentos en la productividad que, como parte de su esfuerzo de inserción internacional, tienen que realizar las sociedades en Centroamérica.

## Cuadro 3

EXPORTACIONES CENTROAMERICANAS A MEXICO SUJETAS A AUMENTOS EN LA PROTECCION  
(Porcentajes)

Bien	Origen	Proporción al total */	
		1986	1993
Prendas de vestir y accesorios	Costa Rica	0.00	1.53
	El Salvador	0.46	2.29
	Guatemala	0.39	3.44
	Honduras	0.00	2.00
	Nicaragua	0.00	0.01
	Panamá	2.99	6.23
Artículos de confección y textil	Costa Rica	0.00	0.05
	El Salvador	0.00	7.57
	Guatemala	0.00	0.26
	Honduras	0.00	0.00
	Nicaragua	0.00	0.37
	Panamá	0.00	0.05
Cuero y sus manufacturas	Costa Rica	0.00	0.21
	El Salvador	0.00	0.03
	Guatemala	0.00	0.00
	Honduras	0.00	0.00
	Nicaragua	0.00	0.00
	Panamá	0.00	0.04
Calzado	Costa Rica	0.00	0.00
	El Salvador	0.00	0.78
	Guatemala	0.00	0.06
	Honduras	0.00	0.00
	Nicaragua	0.00	0.00
	Panamá	0.00	0.34
Total	Costa Rica	0.00	1.79
	El Salvador	0.46	10.67
	Guatemala	0.39	3.76
	Honduras	0.00	2.00
	Nicaragua	0.00	0.38
	Panamá	2.99	6.66

Fuente: CEPAL/BADECEL.

\*/ Proporción del total exportado por cada país a México.

**Recuadro 2**

**EL TLC DE COSTA RICA CON MEXICO**

El TLC con México coloca a Costa Rica en una situación especial. Por un lado, la vulnerabilidad de Costa Rica aumenta frente a la nueva coyuntura mexicana, debido a las ventajas propiamente arancelarias de que gozan las empresas mexicanas para un 70% de sus exportaciones no agropecuarias a partir del 1 de enero de 1995, y a que existiría la decisión estratégica de México de concentrar buena parte de sus esfuerzos exportadores en los mercados de aquellos países con los cuales ha suscrito acuerdos de libre comercio. Por otro lado, el hecho de que en virtud del TLC las exportaciones de textiles, calzado y cuero de Costa Rica no estén sujetas al alza de aranceles, demuestra el mayor grado de certeza de que gozan las exportaciones de Costa Rica a México, debido a la menor probabilidad de que futuras medidas de defensa de balanza de pagos se le apliquen a Costa Rica.

A pesar de que los acontecimientos en México han afectado negativamente las perspectivas inmediatas de avanzar hacia una Area de Libre Comercio de las Américas, el impacto negativo de la coyuntura mexicana en las exportaciones del Istmo Centroamericano a Estados Unidos podría ser atenuado por la aprobación de un nuevo programa de comercio (la "iniciativa Crane") aplicado por el gobierno estadounidense a Centroamérica y el Caribe. Las posibilidades de aprobación de este programa son buenas, aun cuando existe cierta incertidumbre sobre la duración y naturaleza de la negociación que implicaría en el Congreso de los Estados Unidos.

Se ha argumentado que la devaluación del peso mexicano desviará hacia México parte del turismo destinado al Istmo Centroamericano. Sin embargo, este efecto puede ser atenuado por la complementariedad existente entre el turismo que se dirige a ambos destinos, como lo ejemplifica el caso de la Ruta Maya. Además, los países centroamericanos han desarrollado un mercado turístico que no es un sustituto exacto del mexicano, como el caso del turismo ecológico de Costa Rica y del turismo comercial de Panamá. Más aún, de registrarse un aumento significativo del turismo a México, cabría promover el turismo hacia los países centroamericanos aprovechando esta complementariedad y reforzándola con la promoción de los atractivos específicos de cada país.

**c) Las variables financieras**

Dos factores han aminorado el efecto negativo de la crisis mexicana sobre los flujos de capital al Istmo Centroamericano. En primer lugar, el alza de precios de café y del azúcar aumentaron las reservas y generaron expectativas de estabilidad cambiaria. <sup>4/</sup> En segundo lugar, la presencia poco significativa de los inversionistas institucionales extranjeros en las bolsas de valores centroamericanas las aisló de las reacciones intempestivas que se reflejaron en salidas de capital en otros mercados

---

<sup>4/</sup> En el caso de Panamá la estabilidad cambiaria está asegurada al tener el dólar de los Estados Unidos como moneda oficial.

emergentes. Esta situación de las bolsas de valores centroamericanas es compartida por otras bolsas como las de Colombia, Ecuador y Uruguay (véase el gráfico 5).

Sin embargo, puede preverse dos tipos de dificultades. Primero, habría una disminución de flujos privados de capital de corto plazo a la región. Los inversionistas exhibirían una mayor cautela ante la percepción de un riesgo-país mayor en América Latina. Esto se vería agravado de

concretarse el escenario de escasez de capital a nivel internacional, asociado al alza de las tasas de interés de los Estados Unidos, a los requerimientos financieros de la reconstrucción de Kobe de Japón, a la reducción de la ayuda oficial para el desarrollo y a nuevas necesidades de financiamiento que podrían surgir como resultado de eventuales desequilibrios en otros países. Segundo, ya hay evidencia de que la colocación en el exterior de títulos de empresas centroamericanas enfrenta dificultades. Por ejemplo, como resultado de la crisis mexicana, una empresa costarricense tuvo que retrasar la emisión de ADRs en Estados Unidos.

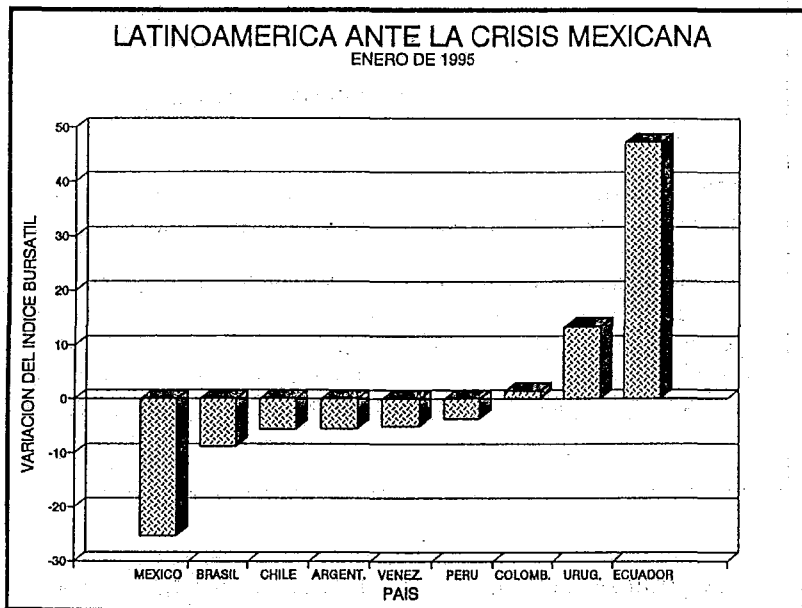
Para enfrentar estas dificultades convendría que los países centroamericanos consolidaran los equilibrios fiscales y evitaran un relajamiento de su política crediticia, ante la desconfianza de los agentes financieros internacionales como resultado de la percepción de un mayor riesgo-región. Además, la mayor solidez de las políticas monetaria y fiscal aumentaría la probabilidad de retener los capitales propios, evitando que se extienda a éstos el nerviosismo que actualmente caracteriza a los mercados financieros internacionales.

#### d) La inversión

La devaluación del peso redujo su capacidad de compra en el exterior y aumentó el valor en moneda nacional, de los pasivos de las empresas endeudadas en dólares. Además, la restricción monetaria, reflejada en altos costos financieros, ha dado lugar a una severa escasez de crédito que limita la expansión de las empresas. Por consiguiente pueden anticiparse dificultades para concretar proyectos de inversión en el Istmo Centroamericano.

Un caso que ilustra estos problemas es el de la empresa SITUR del grupo mexicano SIDEK. Este grupo se vio seriamente afectado por la devaluación debido a su fuerte endeudamiento en dólares. Esto los llevó a retrasar el pago de sus compromisos con el exterior y a cancelar un

Gráfico 5



importante proyecto de desarrollo turístico en Costa Rica. Otro caso es el de la empresa Del Monte, que en 1992 pasó a ser propiedad de un grupo de empresarios mexicanos, y que constituía la inversión mexicana más importante en el Istmo Centroamericano. Esta empresa comenzó a experimentar dificultades financieras a mediados de 1994, que se agravaron como consecuencia de los acontecimientos recientes. Lo anterior limita sus posibilidades de expansión en la región.

Esto lleva a la conclusión de que no se registrará un aumento importante de la inversión privada mexicana en la región. Sin embargo, tampoco debe descartarse que algunos planes de inversión continúen ejecutándose, por razones de estrategia empresarial y porque los requisitos financieros de los proyectos de inversión en el Istmo son reducidos.

En cuanto a la inversión pública, existe el riesgo de que se posponga la ejecución del proyecto de interconexión eléctrica de México con Centroamérica, que ampliaría significativamente la disponibilidad de energía para el Istmo a costos menores que los correspondientes a la generación interna previsible a corto plazo. Por otra parte, el Programa de Cooperación Energética (PCE o Acuerdo de San José) ha venido perdiendo importancia como instrumento de cooperación de México con los países centroamericanos. En los últimos años su incidencia, medida por el valor de la factura petrolera mexicana sujeta a los términos del acuerdo de San José, se ha reducido considerablemente. <sup>5/</sup> Los acontecimientos recientes de México hacen improbable que cambie esta situación.

### 3. Reflexiones sobre la coyuntura de México

México ilustra los efectos de choques externos resultantes tanto de ingresos abundantes como de salidas de capital en situaciones en que se combinan una apertura completa de la cuenta de capital, políticas monetarias compensatorias (esterilización) y el uso del tipo de cambio como ancla nominal. Así, cuando aumentaban de manera sostenida los ingresos de capital —como ocurrió entre 1991 y 1993—, la esterilización de los ingresos de capital mediante la colocación de títulos gubernamentales evitaba su monetización. De esta manera se controlaba el aumento de la demanda agregada y las presiones inflacionarias, contribuyendo a atenuar la erosión del tipo de cambio real.

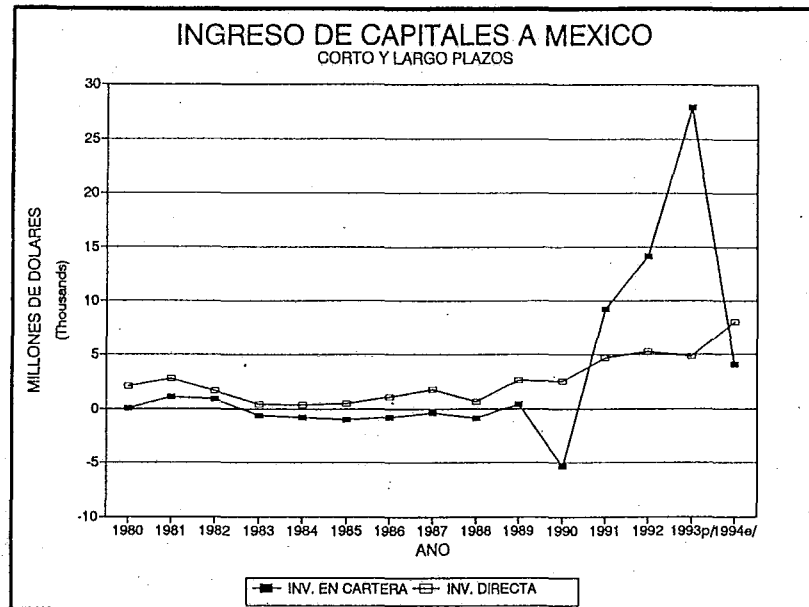
Sin embargo, existía el peligro de que la aplicación prolongada de estas políticas no fuera sostenible. El aumento del déficit cuasifiscal, que resultaba de que las autoridades tuvieran que colocar títulos cuyo costo iba en aumento, generaba presiones crecientes sobre la demanda agregada, en tanto el alza en las tasas de interés creaba las posibilidades de que ingresaran más capitales. Como contraparte, se apreciaba el tipo de cambio real, aumentaba el déficit en la cuenta corriente y se incurría en el uso excesivo de ahorro externo. Más aún, en la medida en que el ahorro externo consistía así en capital de corto plazo (véase el gráfico 6), se presentaba una situación financiera muy vulnerable a choques externos. En los países centroamericanos, con apertura completa de la cuenta de capitales y con altos déficit de la cuenta corriente, financiados en parte por capitales de corto plazo, se plantea una situación parecida.

---

<sup>5/</sup> CEPAL, *Utilización y beneficios del Acuerdo de San José para el Istmo Centroamericano* (LC/MEX/L.247), México, 13 de julio de 1994.

La trayectoria económica de Chile sugiere algunas medidas para enfrentar este dilema. Después de su experiencia negativa a principios de la década de los ochenta, con un tipo de cambio nominal fijo, una apertura completa de la cuenta de capitales y una política monetaria pasiva, las autoridades económicas chilenas decidieron mantener en adelante un tipo de cambio real estable y competitivo, para lo cual combinaron una política monetaria activa (esterilización), una mayor liberalización comercial, y la administración selectiva de los flujos de capital. En particular, redujeron aranceles del 15% al 11%, impusieron un encaje del 20% a los créditos externos de corto plazo, autorizaron a los fondos de pensiones para que invirtieran una parte de sus recursos en el exterior, permitieron una repatriación acelerada de capitales, e introdujeron deliberadamente un mayor riesgo cambiario para desalentar las entradas de capital de corto plazo.

Gráfico 6



La aplicación de esas políticas económicas en Chile se dio en un contexto de medidas que estimulaban el ahorro privado, como la promoción de fondos de pensiones y la introducción de instrumentos financieros que aseguraban un rendimiento real positivo para el ahorro. Asimismo, se promovía el ahorro del gobierno mediante políticas fiscales estrictas. Por ejemplo, en 1992 se generó un superávit en la cuenta corriente del gobierno central del orden del 6% del PIB y un superávit global cercano al 2.5%. Con todo, debido a la abundancia de capitales entre 1991 y 1993, Chile no pudo evitar cierta apreciación del tipo de cambio real. Sin embargo, la transformación económica de Chile, reflejada en una mayor diversificación y volumen de exportaciones, dio lugar a una mayor productividad que permitía compensar parcialmente esta apreciación.

La aplicación de esas políticas económicas en Chile se dio en un contexto de medidas que estimulaban el ahorro privado, como la promoción de fondos de pensiones y la introducción de instrumentos financieros que aseguraban un rendimiento real positivo para el ahorro. Asimismo, se promovía el ahorro del gobierno mediante políticas fiscales estrictas. Por ejemplo, en 1992 se generó un superávit en la cuenta corriente del gobierno central del orden del 6% del PIB y un superávit global cercano al 2.5%. Con todo, debido a la abundancia de capitales entre 1991 y 1993, Chile no pudo evitar cierta apreciación del tipo de cambio real. Sin embargo, la transformación económica de Chile, reflejada en una mayor diversificación y volumen de exportaciones, dio lugar a una mayor productividad que permitía compensar parcialmente esta apreciación.

Los acontecimientos recientes de México, caracterizados por el mantenimiento del tipo de cambio como ancla nominal en presencia de salidas de capital, y de una política de esterilización —que acomodó la expansión del gasto público en un año electoral—, probablemente fueron factores fundamentales en el desencadenamiento de los acontecimientos de diciembre de 1994. Así, puede atribuirse la devaluación del peso mexicano al menos en parte al relajamiento de la política crediticia, contrario a la política restrictiva que exigía el mantenimiento de la estabilidad cambiaria ante la disminución de las reservas internacionales provocadas por choques de naturaleza política y por las alzas de la tasa de interés en los Estados Unidos.

En particular, la esterilización del efecto de la reducción de reservas internacionales mediante una expansión del crédito interno neto aumentó la oferta de pesos, con lo cual se agravaron los

desequilibrios de la balanza de pagos. 6/ Más aún, el aumento de la oferta de pesos en circunstancias en las cuales los agentes económicos mostraban una clara preferencia por instrumentos financieros denominados en divisas, condujo al gobierno a colocar TESOBONOS, medio utilizado para impedir una fuga de capitales y evitar aún mayores tasas de interés en instrumentos financieros denominados en pesos, como exigía el público para compensar las expectativas de devaluación. Ello dio lugar a un masivo aumento de la deuda interna a corto plazo indexada en dólares. Esta acumulación de deuda representaba una demanda potencial de divisas, que al superar el monto disponible de reservas, presionó fuertemente contra la estabilidad cambiaria, lo cual fue agravado por una instrumentación inadecuada de la devaluación (véase el recuadro 3).

### Recuadro 3

#### LA IMPORTANCIA DE LA INSTRUMENTACION DE LAS DEVALUACIONES

En diciembre de 1994, la instrumentación de la devaluación exacerbó los desequilibrios cambiarios, particularmente por la ausencia de un conjunto de políticas complementarias —en el momento de anunciar la devaluación—, incluyendo una política monetaria restrictiva y un paquete de apoyo financiero externo, no obstante contar con líneas de crédito de estabilización cambiaria como parte de los acuerdos asociados con el TLCAN. Además, aparentemente la devaluación no se manejó con la discreción necesaria, con lo que el uso de información privilegiada agravó el problema de la fuga de capital, perdiéndose el último margen de maniobra debido a que las reservas quedaron prácticamente exhaustas. En estas condiciones pretender que la devaluación se mantuviera dentro de una banda moderadamente ampliada resultaba inútil y agravaba el problema de falta de credibilidad en la estabilidad cambiaria.

El caso de México, además de hacer reflexionar acerca de las relaciones entre flujos de capital, política monetaria y tipo de cambio, también proporciona una oportunidad para abordar el dilema de utilizar el tipo de cambio como instrumento antiinflacionario o como mecanismo equilibrador de las cuentas externas. Por una parte, la utilización del tipo de cambio como ancla nominal tuvo éxito como arma antiinflacionaria. Sin embargo, el considerable déficit de la cuenta corriente de México podría atribuirse a la apreciación del tipo de cambio, ya que estimulaba el aumento del consumo y de las importaciones, al tiempo que deterioraba la competitividad de las exportaciones mexicanas. Así, mientras que el valor de las exportaciones no petroleras (en dólares corrientes) aumentaron en un 12% promedio anual entre 1988 y 1994, las importaciones totales de bienes crecieron en un promedio anual de 25% durante el mismo período.

---

6/ Una propuesta que se ha hecho para eliminar la discrecionalidad en el uso del crédito interno —es decir, para no permitir operaciones de esterilización— al tiempo que se mantiene un tipo de cambio fijo, es constituir cajas de convertibilidad ("currency boards") en sustitución de bancos centrales. Se trata de un tema que ha recibido amplia atención en El Salvador en particular.

En lo que se refiere a la relación entre el tipo de cambio y la apertura comercial, la aceleración de la liberalización comercial (1987), seguida de la utilización del tipo de cambio como ancla nominal (fines de 1987), habría conducido a la desprotección paulatina del sector industrial. Cuando se profundizó el proceso de apertura comercial, se realizó una devaluación que compensó el efecto de desprotección causado por la reducción de aranceles. Sin embargo, la utilización del tipo de cambio como instrumento antiinflacionario erosionó la protección que le proporcionó la devaluación inicial. Como consecuencia, el déficit comercial del sector industrial, como proporción de su propio producto, aumentó frecuentemente entre 1988 y 1994. <sup>7/</sup> Ello denotaría las dificultades de mantener un tipo de cambio sobrevaluado, particularmente a la luz del hecho que el déficit comercial del sector industrial llegó a representar más del 60% del déficit de la cuenta corriente de México en 1993 y 1994. Por lo tanto, la sobrevaluación, más que la apertura comercial, es el factor explicativo de los déficit comerciales del sector industrial.

Este argumento se fortalece al tomar en cuenta que, pese a que el mayor grado de apertura comercial, reforzado por la proximidad geográfica, se da con los miembros del TLCAN, los mayores déficit comerciales de México se dan con Europa y Asia y no con los Estados Unidos y Canadá. Del déficit comercial global de México en 1994, aproximadamente el 37% se dio con la Unión Europea, el 46% con Asia y el 7% con los miembros del TLCAN. <sup>8/</sup>

En resumen, los procesos de apertura comercial unilateral o recíproca (integración) deben ser reforzados por políticas monetarias y fiscales prudentes que permitan aplicar políticas cambiarias fundamentalmente estables. Procesos sistemáticos de sobrevaluación o de subvaluación del tipo de cambio inexorablemente conducen a desequilibrios que provocan tensiones entre socios comerciales. La experiencia del comercio intracentroamericano durante la década de los ochenta ilustra con claridad estos problemas. Por ejemplo, la sobrevaluación del córdoba llevó a que Nicaragua incurriera en déficit comerciales insostenibles con todos sus socios centroamericanos. Actualmente, la devaluación brusca del peso plantea dificultades para que a corto plazo el TLC de Costa Rica y México sea de beneficio mutuo.

---

<sup>7/</sup> Con la excepción de 1993, cuando debido a una recesión la tasa de crecimiento de las importaciones se redujo a 1.5%. El déficit comercial del sector industrial, excluyendo maquila, aumentó de 7% del producto industrial en 1987 a más del 40% en 1994.

<sup>8/</sup> Incluyendo las actividades de maquila. De acuerdo con información estadística del Departamento de Comercio de los Estados Unidos, el déficit comercial (incluyendo bienes y maquila) de México con los Estados Unidos se redujo de 1993 a 1994.