

## **Clase N° 7**

### **Crisis en México y Brasil**

**Domingo F. Cavallo<sup>1</sup>**  
**Harvard University, Cambridge, Massachusetts, U.S.A.**  
**2004**

La stagflación del período 1982-1987 convenció al Gobierno de México sobre la necesidad de lanzar un plan de reorganización económica destinado a estabilizar la economía y recuperar el crecimiento económico. Siete años después, cuando la economía había logrado crecer 18 % y la inflación había bajado del 160 % en 1987 al 9 % en 1994 se produjo una crisis monetaria y financiera muy severa.

La hiperinflación de 1993 y principios de 1994 llevó a Brasil a lanzar el Plan Real en junio de 1994. Menos de cinco años después, cuando la economía había crecido 20 % y la inflación había bajado del 2000% en 1993 al 4 % en 1998 se produjo una crisis monetaria.

En los dos países los gobiernos que lanzaron estos planes de reorganización económica perseguían lograr un mayor control del Estado sobre la marcha de la economía para inaugurar un período largo de estabilidad y crecimiento económico. Fueron dos casos típicos de la estrategia política que Corrales describió como “more markets as a recipe for more stateness”. Sin embargo, luego de siete años en el caso de México y cinco años en el caso de Brasil, el Estado fue impotente para evitar crisis monetarias y financieras que significaron costos severos en términos de ingreso y empleo y reintrodujeron presiones inflacionarias en las economías.

Ambos países experimentaron situaciones similares. Los mercados anticiparon la crisis y la devaluación de forma tal que obligaron a las autoridades monetarias a permitir una cierta combinación de reducción de reservas y aumento de las tasas de interés mientras negaban enfáticamente que fuera a decidirse una devaluación de la moneda. Cuando finalmente decidieron devaluar, anunciaron un ajuste acotado del tipo de cambio (15 % en México y 14 % en Brasil). Con todo, al anuncio siguió una demanda masiva de moneda extranjera y la consecuente pérdida adicional de reservas. En las jornadas subsiguientes no tuvieron otra alternativa que dejar flotar el tipo de cambio y permitir una devaluación extrema de la moneda. En los dos casos la libre flotación de las monedas, lejos de facilitar el manejo de la crisis financiera subyacente, agravó la incobrabilidad de los créditos y el riesgo de cesación de pagos del propio Estado y de muchos deudores del sector privado.

En los dos casos luego de un impacto inflacionario inicial, se logró reinstalar un clima de relativa estabilidad de precios, lo que demuestra que en las dos economías los planes de reorganización económica lograron al menos remover la inercia inflacionaria que antes de su lanzamiento habían instalado un clima de stagflación e

---

<sup>1</sup> Este trabajo corresponde al dictado de clases en la Universidad de Harvard en calidad de Robert Kennedy Visiting Professor in Latin American Studies - Department of Economics, correspondiente al primer semestre de 2004.

hiperinflación. No obstante, el alto costo en términos de ingreso y empleo de estas crisis monetarias y financieras quitaron apoyo popular a las reformas económicas y a los gobiernos que las habían impulsado. Desde entonces las reformas de mercado se han estancado. Pareciera que ni en México ni en Brasil se hubiera encontrado la manera de lograr el crecimiento sostenido capaz de mejorar significativamente el nivel de vida de la población y reducir así la brecha con los países más avanzados.

Las preguntas que queremos responder en esta clase son las siguientes: ¿Porqué las devaluaciones no pudieron acotarse como se las planeó originalmente? ¿Pudieron haberse evitado las devaluaciones? ¿Podría haber cambiado el sistema cambiario sin crisis monetaria?

### **La Crisis Tequila**

Para contestar la primera pregunta resulta sumamente ilustrativa la discusión que se produjo alrededor de un paper presentado por Rudiger Dornbusch y Alejandro Werner en un seminario de la Brookings Institution que se realizó a mediados de 1994. En ese paper titulado “México, Stabilization, Reform and no Growth”, los autores proponen una devaluación del 20 % seguida por el mismo tipo de regla cambiaria que se había aplicado hasta ese momento y sostienen que si es apoyada por el Pacto de Solidaridad, la devaluación produciría los efectos reales necesarios para impulsar el crecimiento de la economía. Por supuesto, los autores sostenían por entonces que la causa del escaso crecimiento de la economía mexicana, a pesar de las reformas, era la sobre apreciación del peso derivada de la utilización del tipo de cambio como herramienta de control inflacionario.

Guillermo Calvo, al comentar este trabajo sostuvo que los autores no tenían en cuenta la crisis de credibilidad que se produciría si el gobierno adoptaba esa decisión. Al violar una de las reglas más anunciadas y defendidas por el gobierno, se producirían comportamientos especulativos que podrían terminar conduciendo a una devaluación superior a la planeada (overshooting), con graves consecuencias para la estabilidad del sistema financiero y la capacidad de pago del Estado Mexicano.

Cuando en Diciembre de 1994 el Gobierno de Zedillo decide llevar adelante la devaluación en los términos que había sido propuesta por Dornbusch y Werner, se produjo exactamente el fenómeno que había descripto Guillermo Calvo. A pesar de esta experiencia tan elocuente, en enero de 1999 las autoridades brasileñas cometieron el mismo error. Pretendieron producir una devaluación acotada y mantener la misma regla cambiaria precedente, luego de ser violada. En los dos casos se produjo una inusitada demanda de dólares como consecuencia de la pérdida de credibilidad.

Sin entrar en todos los detalles del argumento de Guillermo Calvo, quisiera señalar algunos puntos de importancia. El intento de producir una devaluación acotada y seguir con la misma regla cambiaria anterior era inconsistente con la concepción de los planes de reorganización económica que ambos países habían puesto en marcha. Como lo habíamos explicado en clases anteriores, estos planes se basaron en el abandono de la discrecionalidad e impredecibilidad de las políticas económicas del pasado y en la adopción de reglas de juego capaces de recrear credibilidad y hacer predecibles las decisiones del gobierno. El intento de alterar discrecionalmente la

regla cambiaria destruyó la credibilidad y desató un proceso especulativo, sumamente desestabilizante.

Para contestar la segunda pregunta también vale la pena releer el comentario de Guillermo Calvo junto a la descripción que hace Robert Rubin de la forma como encaró la Administración Clinton el manejo de las crisis financieras, comenzando por la Mexicana. Guillermo Calvo sostiene que en lugar de devaluar, el Gobierno Mexicano debía lograr el compromiso del Gobierno de Estados Unidos de hacer frente a cualquier corrida contra el Peso Mexicano a cambio de comprometerse a continuar abriendo oportunidades de inversión e impulsando el aumento de la productividad. De la lectura de los escritos de Robert Rubin, en mi opinión, queda claro que el entonces Secretario del Tesoro consideraba de fundamental interés para la economía norteamericana evitar la crisis de pagos de México, por lo que cabe deducir que el compromiso recíproco sugerido por Calvo era totalmente factible. De acuerdo a mi conocimiento, había habido discusiones preliminares de un acuerdo de esa naturaleza cuando Lloyd Bentsen era Secretario del Tesoro norteamericano.

En síntesis, la devaluación del 20 de diciembre de 1994 pudo haberse evitado, tal como Argentina logró evitar la devaluación del Peso en 1995. Argentina fue capaz de evitar la devaluación ante la crisis Tequila a pesar de que provocó una corrida contra el peso y una reducción del 18 % en el stock de depósitos bancarios. Desde mi punto de vista México debería haber profundizado las reformas económicas para lograr una reducción en el déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos y corregir de esa forma el desajuste de precios relativos que estaba creando expectativas de devaluación.

### **La crisis del Plan Real**

El gobierno del Brasil había lanzado el Plan Real a mediados de 1994 para terminar con la hiperinflación que hasta principios de ese año aún azotaba a su economía. El Plan Real abrevó en las experiencias exitosas de Chile, Bolivia, México, Argentina y Perú. El plan Real se basó, como el argentino, en una reforma monetaria enderezada a eliminar la inercia inflacionaria. Sin embargo ambos planes tuvieron un enfoque diferente en materia de política cambiaria. El Plan Real no permitió el uso del dólar para la intermediación financiera interna ni comprometió respaldo formal en oro y divisas para la nueva moneda. Sin embargo la drástica reducción de las expectativas inflacionarias estuvo claramente asociada a la idea de que el Real mantendría un valor estable en relación al Dólar. No se fijó la paridad nominal 1 a 1 como en Argentina, pero el valor del Real estuvo siempre próximo al del Dólar. En el momento de mayor apreciación (inmediatamente después de que se lanzara el Real) el Dólar llegó a costar 0.80 reales y en las jornadas anteriores a la crisis se cotizaba a 1.20 reales.

En el transcurso de los cuatro años y medio que siguieron al lanzamiento del Plan Real, la inflación se redujo en Brasil al mismo ritmo que lo había hecho en Argentina luego del lanzamiento del Plan de Convertibilidad. Pero en otros aspectos la marcha de la economía brasileña en ese período fue muy diferente a la de Argentina entre 1991 y 1994. Mientras en Argentina se observó un fuerte aumento de la productividad y un rápido crecimiento económico, en Brasil, la productividad creció muy poco y el crecimiento se mantuvo en el ritmo normal del 3% anual. Adicionalmente, mientras en Argentina durante los cuatro primeros años del Plan de Convertibilidad, el Déficit

Fiscal desapareció, en Brasil, durante los cuatro primeros años del Plan Real el Déficit Fiscal promedió el 6.8 % del PBI. Era pues muy claro, hacia fines de 1998, que Brasil necesitaba profundizar las reformas estructurales para impulsar hacia arriba la productividad y reducir el déficit fiscal. Esto era particularmente necesario en los estados que habían aumentado inusitadamente su gasto y su endeudamiento.

El impacto que la Crisis Rusa de agosto de 1998 tuvo sobre la economía Brasileña, justo cuando el país estaba embarcado en un proceso eleccionario en el que se jugaba la reelección de Fernando Enrique Cardoso, puso de manifiesto estas debilidades de la situación de manera dramática. Los mercados financieros comenzaron a apostar que el Gobierno no encararía las soluciones de fondo, es decir, el impulso al aumento de la productividad y la reducción del déficit fiscal, sino que recurriría a una devaluación del Real. Estas provisiones se transformaron en una “profecía autocumplida” Los bancos y las grandes empresas endeudadas en dólares, comenzaron a demandar activos dolarizados para calzar sus posiciones financieras. El Gobierno respondió emitiendo deuda pública ajustable por la cotización del Dólar hasta que el sector privado logró estatizar el riesgo cambiario. A partir de ese momento, el sector privado, particularmente los industriales y la banca paulista, comenzaron a demandar la devaluación del Real.

Cuando el Gobierno pretendió responder a esas demandas con una devaluación acotada del 14 %, hubo una demanda inusitada de dólares que obligó al Banco Central a suspender la venta de divisas y decretar la libre flotación del Real. Por supuesto, tal como había ocurrido en México cuatro años antes, se produjo una devaluación absolutamente exagerada (overshooting) que alteró drásticamente los precios relativos de la economía y pareció reinstalar violentamente la inflación.

Para evitar que la crisis se agravara, el Gobierno debió encarar las reformas demoradas, particularmente el ajuste fiscal de los Estados y la contención del Gasto Federal, pero lejos de hacerlo en un contexto de apoyo popular, debió encararlo en medio de la insatisfacción generalizada por los efectos negativos de la devaluación sobre el nivel de vida de la población. En este contexto, las reformas enderezadas a aumentar la productividad nunca pudieron implementarse.

A pesar del fuerte ajuste fiscal que siguió a la devaluación, que elevó el Superávit Primario del 0.2% del PBI en el período 1995-1998 al 3.6% del PBI en el periodo 1999-2002, la devaluación no consiguió resolver el desequilibrio fiscal. Por el contrario, al aumentar el costo del servicio de la Deuda Pública, el resultado final de la devaluación fue un aumento del Déficit Fiscal: éste pasó del 6.8% del PBI en el periodo 1995-1998 a 7.1% del PBI en el periodo 1999-2002.

En otros términos, si el gobierno hubiera implementado el mismo ajuste fiscal sin devaluación, el Déficit Fiscal podría haber pasado del 6.8% del PBI al 3.4%, con lo que la marcha de la economía, desde 1999 en adelante, podría haber sido mucho mejor que lo que realmente fue, sin tener que pagar todos los costos que Brasil y sus socios comerciales, particularmente Uruguay y Argentina, debieron soportar como consecuencia de la devaluación.

## **Respuesta a los tres interrogantes**

¿Porqué, entonces, una devaluación acotada no era una alternativa factible? Para mí, la respuesta es clara y radica en reconocer cuan poderosa es una política de estabilización basada en reglas de juego creíbles que generan expectativas positivas e incentivan el ahorro doméstico en la moneda del país. De esa manera, si se viola la regla clave del programa de estabilización, se genera una reacción especulativa desestabilizadora muy profunda, la cual termina en una devaluación mayor a la originalmente necesaria para revertir cualquier sobrevaluación de la moneda.

¿Pudieron haberse evitado las devaluaciones iniciales que obligaron, pocos días después, a dejar flotar las monedas? Estoy convencido que se hubiera podido. Tanto en el caso de México como en el de Brasil, los organismos multilaterales de crédito y el Tesoro de los Estados Unidos habían enviado señales y dado muestras de estar dispuestos a apoyar financieramente programas de ajuste fiscal y reformas enderezadas a aumentar la productividad. Por consiguiente, la devaluación inicial de las monedas podría haberse evitado y, en su lugar, se podrían haber anunciado modificaciones graduales en los mecanismos de determinación del valor de la moneda local que no desataran un proceso de especulación desestabilizador como el que se produjo.

¿Podría haber cambiado el sistema cambiario sin crisis monetaria? Pienso que la respuesta es afirmativa, pero no obstante eran necesarias dos condiciones: que en el momento del cambio no existiera ni Déficit Fiscal ni concentración inmediata de vencimientos de deuda en moneda extranjera. El ajuste fiscal y la reestructuración de la deuda en moneda extranjera son requisitos esenciales para que la flexibilización de un régimen cambiario no desembogue en una costosa crisis monetaria y financiera.