

# México y la crisis del peso: lo previsible y la sorpresa

• • • • • • • • • • NORA LUSTIG\*

## INTRODUCCIÓN

Hacia fines de 1988 la tasa de inflación en México se había reducido de manera considerable y se habían emprendido importantes reformas estructurales. Sin embargo, por quinto año consecutivo la economía registraba un crecimiento prácticamente nulo (véase el cuadro 1).<sup>1</sup> Era claro que la recuperación económica precisaba revertir la tendencia de la transferencia de recursos, es decir, atraer capital externo y reducir la carga de la deuda.<sup>2</sup> Esto último fue posible gracias a la negociación del Plan Brady, suscrito en febrero de 1990.<sup>3</sup> Lo primero, empero, requería de una estrategia deliberada orientada a conquistar los mercados financieros internacionales, en especial atraer capitales del exterior con base en acciones como la reprivatización de los bancos de mayo de 1990 y el anuncio por esas fechas de las negociaciones de un tratado de libre comercio con Estados Unidos.

En 1989 se logró revertir la tendencia de la transferencia de recursos, aunque la gran decepción fue el reducido repunte del PIB (véase el cuadro 1). A partir de ese año la tasa per cápita fue positiva por primera vez desde 1985, pero después de 1990 de-

1. Pedro Aspe, *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica (Textos de Economía), México, 1993, y Nora Lustig, *Mexico: The Remaking of an Economy*, The Brookings Institution, Washington, 1992.

2. De 1983 a 1988 la transferencia neta de recursos al exterior fue cercana a 6% del PIB por año.

3. N. Lustig y R. Devlin, "El Plan Brady un año después", *Comercio Exterior*, vol. 40, núm. 4, México, abril de 1990.

\* La autora, Senior Fellow de The Brookings Institution, agradece las observaciones y comentarios de Antonio Martín del Campo, la valiosa asistencia de Raúl Felíz y Marcelo Cabrol, así como la colaboración de Dan Dougan.

clinó hasta tornarse negativa en 1993. Realmente no queda claro por qué la economía mexicana no creció más rápidamente con las reformas micro y macroeconómicas. Sin embargo, sin aspirar a una respuesta cabal, se puede afirmar que una de las trabas fue la apreciación del tipo de cambio por su efecto depresivo —entre otros— en la demanda de productos de origen nacional.

La apreciación fue el resultado de la política antiinflacionaria establecida en el Pacto de Solidaridad Económica de diciembre de 1987<sup>4</sup> y se reforzó a partir de 1990 por las entradas de capital que durante cierto tiempo sobrefinanciaron el déficit en cuenta corriente y permitieron la acumulación de reservas internacionales en el Banco de México. Ésta implicaba una abundancia relativa de dólares y ratificaba la política cambiaria vigente, pero como la inflación interna siguió siendo mayor que la externa, la sobrevaluación persistió (véase el cuadro 1).

La apreciación real del tipo de cambio entrañó una vulnerabilidad cada vez mayor de la estrategia económica. Desde 1992 se destacaron los riesgos de un bajo ahorro interno y un creciente financiamiento del déficit en cuenta corriente con capital volátil.

El reducido ahorro interno podría dificultar el servicio futuro del endeudamiento acumulado durante esos años y, aún más importante, la economía —enfrentada a choques externos o in-

4. El Pacto de Solidaridad Económica, conocido como el Pacto, lo firmaron conjuntamente el gobierno y los representantes de los trabajadores, de los productores agrícolas y del sector empresarial. Sus componentes básicos incluían el compromiso de reducir el déficit fiscal, una política monetaria más restrictiva, la liberación comercial y, por primera vez desde la crisis de 1982, una política de ingresos que cubría precios y salarios. Nora Lustig, *op.cit.* Posteriormente, el Pacto cambió de nombre, pero conservó su papel de mecanismo e instancia de negociación hasta el plan anunciado el 9 de marzo de 1995, primero en los últimos años elaborado fuera del marco del Pacto.



Sin embargo, hay algo que prácticamente ninguno de los analistas anticipó.<sup>7</sup> Lejos de calmar los mercados una vez que el rebote especulativo pasara, la devaluación propició una crisis del peso. Nadie anticipó la reacción que desencadenó la devaluación. La salida furtiva de capitales no sólo de México sino de otros de los llamados mercados emergentes, sobre todo de América Latina,<sup>8</sup> tomó por sorpresa al gobierno mexicano, a las instituciones financieras internacionales y al Departamento del Tesoro de Estados Unidos. Así, para analizar el origen de la crisis conviene distinguir los motivos tanto de la devaluación como de que ésta se convirtiera en una crisis financiera. Los motivos son tan distintos que la crisis financiera se produjo en parte como resultado de la devaluación.

## CAUSAS REMOTAS Y RECIENTES DE LA DEVALUACIÓN

### El Pacto, los flujos de capital y la apreciación cambiaria

Con el Pacto de 1988 el tipo de cambio nominal se empleó como “ancla” del programa de estabilización, es decir, como el instrumento que eliminaría la inflación inercial y garantizaría que la política fiscal mantuviera la disciplina necesaria para sostener la regla cambiaria. La experiencia demuestra que usar al tipo de cambio nominal como ancla de un programa de estabilización conduce de manera recurrente a una apreciación real de la moneda interna, pues la caída del diferencial de inflación interna y externa lleva tiempo. México no fue la excepción. Aun cuando el régimen cambiario pasó por varias modificaciones —de fijo a un deslizamiento preanunciado, de éste a una banda que, a su vez, se fue ampliando—,<sup>9</sup> la apreciación siguió porque la inflación fue sistemáticamente superior a la meta.<sup>10</sup> En el cuadro 1 se observa la evolución del tipo de cambio real a partir de 1987. Independientemente de la definición utilizada, todos los indicadores del tipo de cambio real muestran una apreciación significativa.<sup>11</sup>

7. La excepción es G. Calvo, “Comments and Discussion” al artículo citado de R. Dornbusch y A. Werner, *op. cit.*

8. En especial de los que guardaban cierta similitud con México: cuantioso déficit en cuenta corriente y moneda apreciada.

9. La política basada en el tipo de cambio fijo para combatir presiones inflacionarias se estableció a finales de febrero de 1988. A principios de 1989 se introdujo un sistema de deslizamiento cambiario. Éste se fijó originalmente en un peso por día (equivalente a una tasa anual de depreciación de 16%); en 1990 se redujo a 80 centavos (11% anual), y en 1991 a 40 centavos diarios (5% anual). En noviembre de 1991 este régimen se modificó al establecerse una tasa de cambio que fluctuaba entre los límites de una banda de flotación cuyo techo se ajustaba diariamente en 0.0002 nuevos pesos. En octubre de 1992 este ajuste se incrementó a 0.0004 nuevos pesos por dólar. El 20 de diciembre de 1994 el techo aumentó 15% y se mantuvo el incremento diario de 0.0004 pesos. Esta política probó ser insostenible y se abandonó poco después para adoptarse un régimen cambiario basado en una tasa de flotación. Banco de México, *The Mexican Economy 1994: Economic and Financial Development in 1993*, México, 1994, y *Report on Monetary Policy: January 1995*, México, 1995

10. L. Leiderman, N. Liviatan y A. Thorne, *Shifting Nominal Anchors: The Experience of Mexico* (borrador preliminar), noviembre de 1994.

11. No obstante, es importante aclarar que la apreciación cambiaria

La apreciación cambiaria, no obstante, no sólo fue consecuencia de la política antiinflacionaria. También fue resultado del desplazamiento de la función de inversión, resultado de las mayores oportunidades originadas por las reformas económicas<sup>12</sup> y de los flujos de capital del exterior. Desde principios de 1990 muchos fondos de pensiones y otros intermediarios financieros, en busca de mejores rendimientos que los de Estados Unidos, comenzaron a invertir grandes cantidades en México y otros países.<sup>13</sup> Los flujos de capital reforzaron la apreciación cambiaria porque (al igual que ocurrió, por ejemplo, con el auge petrolero a finales de los setenta) presionaban la oferta interna de los bienes no comerciables y, por tanto, su precio aumentaba en relación con los comerciables.

¿Hasta qué punto la apreciación cambiaria explica el creciente déficit en la cuenta corriente a partir de 1988? (véase el cuadro 1). En términos macroeconómicos dicho déficit es el resultado de la brecha entre el ahorro y la inversión internos que durante el período 1989-1993 creció alrededor de 7 puntos porcentuales como proporción del PIB. La diferencia entre el ahorro y la inversión interna total creció porque el primero bajó y la segunda subió. El auge de ésta en ese período resultó de la expansión de la inversión privada: fue consecuencia del cambio en las expectativas de los inversionistas dentro y fuera del país sobre las perspectivas que ofrecía México. En parte esto reflejaba el entusiasmo de los ochenta. Pero, en parte, también fue resultado de una liberalización financiera que permitió la expansión del crédito por encima de lo prudente.

La caída del ahorro interno es consecuencia de la del ahorro privado. Las causas de ello no están del todo establecidas. El aumento del consumo privado puede haber sido resultado de una serie de fenómenos, como pueden ser los efectos de demanda reprimida (que dejó de serlo por la liberalización comercial), la falta de credibilidad en el programa de apertura comercial, la percepción de que los aumentos en el ingreso eran permanentes, etc. Es claro que la liberación financiera también desempeñó un papel importante. Al igual que en el caso de la inversión privada, y tal vez de manera más conspicua, la expansión del crédito al consumo superó los límites prudentes.

La apreciación cambiaria contribuyó al aumento de la inversión y el consumo privados mediante dos posibles mecanismos:<sup>14</sup> exacerbó el efecto de eliminar la demanda “reprimi-

no necesariamente implicaba una sobrevaluación. Hay que recordar que a partir de mediados de los ochenta México pasó por un proceso de transformación estructural que bien podría haber entrañado un tipo de cambio real de “equilibrio” más apreciado en el futuro.

12. Raúl Feliz, “Una prueba econométrica de la cuenta corriente en México”, *Estudios Económicos*, vol. 9, núm. 2, julio-diciembre de 1994.

13. A partir de 1989 los flujos de capital hacia México subieron de 3 500 millones de dólares a 33 300 en 1993. Banco de México, *The Mexican Economy...*, *op. cit.* Una parte la constituyó la repatriación de los capitales que habían salido en los años anteriores, pero una buena proporción fue inversión nueva en cartera, que de ser prácticamente nula en 1989, ascendió a 3 400 en 1990 y a 28 400 en 1993. Estas inversiones provenían de fondos de pensiones y otros intermediarios financieros que con creciente fervor entraron a los mercados de América Latina en busca de mejores rendimientos.

14. De hecho, ciertos análisis econométricos, como el de D. Oks.,



*La experiencia demuestra que usar al tipo de cambio nominal como ancla de un programa de estabilización conduce de manera recurrente a una apreciación real de la moneda interna, pues la caída del diferencial de inflación interna y externa lleva tiempo. México no fue la excepción. Aun cuando el régimen cambiario pasó por varias modificaciones, la apreciación siguió porque la inflación fue sistemáticamente superior a la meta*

da" de bienes importados ocasionada por la liberalización comercial y el de la demanda "acelerada" por el temor de que la liberalización no fuese permanente, justamente porque se observaba que la liberalización y la apreciación estaban asociadas a un aumento del déficit de la cuenta corriente que podría resultar insostenible. Llegado el momento, el gobierno podría tomar la decisión de aumentar la protección.

El aumento de los flujos de capital y la liberalización financiera dieron lugar a un incremento excesivo del crédito al consumo, lo que también contribuyó a la caída del ahorro privado interno. Además, la disponibilidad de crédito abundante sin un marco regulatorio adecuado y la débil capacidad de supervisión, se tradujo en un creciente monto de carteras vencidas. Los factores que se encuentran en la raíz de la crisis actual son la vulnerabilidad del sistema financiero, producto de un marco regulatorio deficiente y falta de transparencia y capacidad para hacer cumplir las normas.

Una economía caracterizada por una creciente dependencia de flujos de capital del exterior y un sistema financiero vulnerable podrían enfrentarse a un ajuste de magnitud considerable si las condiciones se tornaran desfavorables. Desafortunadamente, esto no tardó en ocurrir. En el frente externo el efecto negativo provino del aumento de la tasa de interés de Estados Unidos y en el interno de una serie de acontecimientos en la esfera política que cuestionaron la estabilidad del sistema y, más aún, su carácter predecible (el levantamiento ar-

*op. cit.*, señalan que la apreciación del tipo de cambio ha estado asociada con la caída del ahorro privado interno, muy marcada de 1989 a 1993, cuando disminuyó de 19.5% a 12.6% del PIB, según estimaciones del Banco Mundial, *op. cit.*

mado de Chiapas a principios de enero de 1994 y los asesinatos de Luis Donald Colosio y José Francisco Ruiz Massieu).<sup>15</sup>

Diversos analistas recomendaron en varias ocasiones modificar la política cambiaria.<sup>16</sup> En particular, insistían en dotar de mayor flexibilidad a los movimientos del tipo de cambio nominal y evitar que continuara la apreciación real del peso mediante la ampliación de la banda, por ejemplo. Esto disminuiría el déficit en cuenta corriente tanto por el efecto directo del encarecimiento del dólar cuanto por su efecto en el ahorro privado. Esa preocupación fue atendida parcialmente cuando en octubre de 1992 se incrementó el deslizamiento del techo de la banda de 0.0002 a 0.0004 nuevos pesos diarios y el piso se mantuvo en 3.0512 nuevos pesos por dólar. Empero, el comportamiento de la cuenta corriente mostró la insuficiencia de esa modificación y que eran precisos cambios adicionales. De haberse flexibilizado más la política cambiaria en 1993 es probable que México no se hubiera enfrentado a la crisis de 1995.

El porqué de que no se hiciera tal vez tuvo que ver con que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos se consideraba un fenómeno que pronto se revertiría. Una vez que las importaciones de bienes de capital y otros factores provenientes

15. Luis Donald Colosio, candidato del Partido Revolucionario Institucional a la Presidencia, fue asesinado el 23 de marzo; a José Francisco Ruiz Massieu, secretario general del citado partido, lo ultimaron el 28 de septiembre.

16. Véanse, por ejemplo, R. Dornbusch y A. Werner, *op. cit.*; L. Leiderman, N. Liviatan y A. Thorne, *op. cit.*; J. Ros, *op. cit.*; Raúl Feliz, "Credibilidad y estabilización. El papel del tipo de cambio en la reducción de la inflación", *Estudios Económicos*, vol. 7, núm. 13, enero-julio de 1992, pp. 85-102; D. McLeod y J. Welch, *op. cit.*; D. Oks, *op. cit.*, y D. Oks y S. van Wijnbergen, *op. cit.*

de la reforma estructural consolidaran la modernización productiva, la tasa de crecimiento de la productividad subiría, garantizando mayores exportaciones netas aun con el mismo tipo de cambio real. Durante la transición, las entradas de capital financiarían la brecha de la balanza de pagos. Además, la tasa de crecimiento de 17.4% de las exportaciones no petroleras en 1993 reflejaba que México tenía la capacidad para competir en el mercado externo y señalaba como correcta la interpretación de que la apreciación cambiaria realmente no se había convertido en un problema de sobrevaluación del peso.

Por otra parte, para las autoridades monetarias era más importante reafirmar el compromiso con la estabilidad de precios y la prudencia macroeconómica que con la competitividad. Modificar la regla cambiaria, si bien podía ayudar a lo segundo, daría una señal equívoca a los mercados en relación con el compromiso con la estabilidad. Al mismo tiempo, se otorgó poca probabilidad al escenario pesimista: que los capitales perdieran interés de invertir en México. En la práctica no se consideró la posibilidad de que, en lugar de encontrarse en un proceso de transición hacia la modernización productiva, la economía mexicana estuviera enfrentándose a desequilibrios insostenibles. Bajo esta perspectiva, era racional evitar los costos en términos de inestabilidad macroeconómica que generaría un cambio en la política cambiaria. No obstante, si bien durante 1993 la hipótesis optimista aunque riesgosa era razonable, la evolución de las reservas internacionales en 1994 y la composición de la deuda interna debieran haber conducido a una revisión profunda del diagnóstico.

### El alza de las tasas de interés externas, los Tesobonos y la política monetaria en 1994

Ante la recuperación de la economía estadounidense la Reserva Federal aplicó diversas medidas para aumentar la tasa de interés y atemperar el ritmo de crecimiento de la economía y conjurar las presiones inflacionarias.<sup>17</sup> El resultado fue un incremento de los rendimientos de los instrumentos financieros de ese país (véase el cuadro 2). Los flujos de capital en el mercado internacional son muy sensibles a la evolución de la tasa de interés en Estados Unidos.<sup>18</sup> Por ello, un cambio en las condiciones externas —una recuperación económica o un aumento en el rédito de ese país— puede acarrear serios problemas a las naciones que dependen de la entrada de capitales para financiar su déficit externo y sostener la paridad cambiaria. Los problemas pueden ser particularmente serios si el período de influjos se asocia a burbujas en los mercados bursátiles o de bienes raíces y a una expansión excesiva del crédito al consumo. En estos casos, una repentina salida de capitales puede poner en jaque la estabilidad del sistema financiero del país afectado.

La información disponible indica que el aumento de la tasa de interés de corto plazo estadounidense afectó el flujo neto de

17. La primer alza de la tasa de los Fondos Federales fue en febrero de 1984 de 3.0 a 3.25 por ciento. Más tarde, la tasa se incrementó cinco veces durante el año.

18. G. Calvo, L. Leiderman y C.M. Reinhart, *Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors* (IMF Staff Papers, 40), marzo de 1993, y J. Ros, *op. cit.*

C U A D R O 2

#### MÉXICO: RENDIMIENTOS DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS Y RESERVAS INTERNACIONALES, ENERO DE 1994 A FEBRERO DE 1995

	ESTADOS UNIDOS		MÉXICO	
	Bonos del Tesoro 3 meses <sup>1</sup>	Cetes 3 meses <sup>2</sup>	28 días <sup>2</sup>	Reservas internacionales <sup>3</sup>
<i>1994</i>				
Enero	3.02	n.d.	n.d.	26.84
Febrero	3.21	9.13	8.81	29.55
Marzo	3.52	10.31	11.63	26.14
Abril	3.74	15.92	16.25	17.87
Mayo	4.19	17.44	16.50	17.62
Junio	4.18	16.74	15.84	16.69
Julio	4.39	17.38	17.00	16.90
Agosto	4.50	14.76	13.49	17.26
Septiembre	4.64	14.15	13.15	16.56
Octubre	4.96	13.98	14.10	17.85
Noviembre	5.25	14.54	13.85	15.26
Diciembre	5.64	19.62	31.00	6.15
<i>1995</i>				
Enero	5.81	39.23	37.01	3.48
Febrero	n.d.	41.65	59.00	8.90

1. FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, marzo de 1995. 2. Promedios mensuales. FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, marzo de 1995. 3. Miles de millones de dólares. Las cifras corresponden al final de cada período. J. Mariscal, *The Mexican Peso Crisis: In Search for Value in Latin American Equities*, Goldman Sachs, Latin American Research, 14 de marzo de 1995.

capitales hacia México. Empero, al observar el comportamiento de las reservas internacionales destaca que la caída de los flujos no comenzó de manera súbita. El conflicto chiapaneco no tuvo efectos notorios inmediatos, pero sí el asesinato de Colosio a finales de marzo de 1994: las reservas internacionales cayeron de 26 000 a 18 000 millones de dólares. El gobierno tenía dos opciones: *i*) modificar la política cambiaria de manera que la depreciación posible fuese mayor que la permitida por la banda vigente, y *ii*) mantener la política cambiaria; aplicar una estrategia que combinara movimientos en las tasas de interés y de cambio dentro de la banda establecida; emplear reservas internacionales; emitir Tesobonos,<sup>19</sup> y esperar que las expectativas se revirtieran. Las autoridades optaron por la segunda, apoyada por Estados Unidos y Canadá en forma de *swaps*.

La respuesta inicial para revertir las presiones en las reservas fue el aumento de la tasa de interés de los Cetes<sup>20</sup> a 28 días: de 8.81 a 16.25 por ciento de febrero a abril de 1994 (véase el cuadro 2). Asimismo, se permitió que el dólar se cotizara al máximo de la banda,<sup>21</sup> se dio a conocer un paquete de apoyo internacional en la forma de *swaps* por cerca de 7 000 millo-

19. Los Tesobonos son instrumentos de corto plazo de la deuda pública interna del gobierno mexicano redimibles en pesos pero indexados al dólar.

20. Los Cetes, Certificados de Tesorería, son bonos de la deuda pública.

21. El techo de la banda en ese período era igual a poco menos de 3.4 nuevos pesos por dólar. En total esto implicó una depreciación de alrededor de 10% durante 1994 (antes de la medida del 20 de diciembre).

nes de dólares (6 000 de Estados Unidos y casi 1 000 de Canadá)<sup>22</sup> y se emitió un mayor número de Tesobonos para que los inversionistas pudieran cubrirse del riesgo cambiario y evitar mayores salidas de capital.

De abril a noviembre de 1994 las reservas se estabilizaron en alrededor de 17 000 millones de dólares.<sup>23</sup> Esa estabilidad relativa constituyó un argumento del Banco de México para declarar que no había señales claras de que el peso estuviese sujeto a presiones incontenibles, aunque la evolución de la emisión de Tesobonos revelaba que algo anómalo sucedía. De marzo a junio de 1994 el monto de éstos subió de 3 100 millones de dólares a 12 600 millones; en septiembre llegó a 19 200 millones y en diciembre a 29 200 millones de dólares. En el transcurso del año la composición de la deuda interna pública en manos de extranjeros cambió de manera radical: en diciembre de 1993, 70% estaba en Cetes y 6% en Tesobonos; en diciembre del año siguiente las relaciones eran de 10 y 87 por ciento, respectivamente.<sup>24</sup> Ello mostraba las reservas de muchos inversionistas frente a la política cambiaria.

El aumento sistemático de los Tesobonos en manos del público debió haber constituido una señal de la falta de credibilidad en la política cambiaria y del riesgo que implicaba para el gobierno asumir las obligaciones de corto plazo indizadas al dólar. Esta "dolarización" de la deuda interna probablemente explica la sorprendente estabilidad de las reservas internacionales ante hechos adversos como el aumento de la tasa de interés externa y la turbulencia política interna.<sup>25</sup> Los Tesobonos, de hecho, dieron un falso sentido de seguridad tanto a los acreedores como al emisor. Como se verá, los 17 000 millones de Tesobonos en poder de extranjeros con vencimientos en 1995 fueron una de las fuentes principales de la crisis financiera que se presentó después de la devaluación de diciembre. Dada la magnitud de la deuda de corto plazo indizada al dólar, los inversionistas temieron un incumplimiento y comenzaron las ventas de pánico.

La lectura inexacta de los factores determinantes de los flujos de capital condujo a una política monetaria que, eventualmente, resultó incompatible con el régimen cambiario. Al interpretarse la salida de capitales como un fenómeno transitorio y reversible —consecuencia de los acontecimientos políticos— se decidió "esterilizar" las caídas de las reservas internacionales con aumentos al crédito interno neto y así mantener los niveles de liquidez (véase la gráfica 1). Esto permitió que la tasa de interés interna disminuyera a partir de julio, movimiento contrario al de la tasa de interés estadounidense (véase la gráfica 2). Otra decisión riesgosa en términos de sus efectos en la demanda agregada y, por ende, el desequilibrio en la cuenta corriente, fue permitir que el déficit por intermediación financiera causado por la banca de desarrollo subiera a alrededor de 4% en 1994.

22. De hecho, Canadá dio 1 000 millones de dólares canadienses.

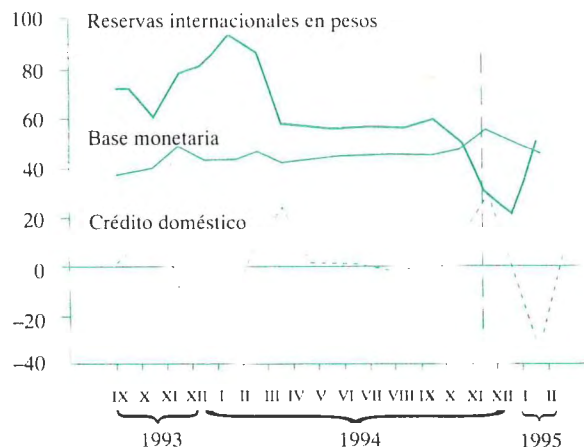
23. Con la excepción de una baja de alrededor de 2 000 millones en junio y julio que se recuperó rápidamente. Banco de México, *Report on...*, op. cit.

24. J. Mariscal, *The Mexican Peso Crisis: In Search for Value in Latin American Equities*, Goldman Sachs, 14 de marzo de 1995.

25. Por ejemplo, el gran temor que las elecciones de agosto se acompañaran de hechos violentos.

G R Á F I C A 1

MÉXICO: RESERVAS INTERNACIONALES, BASE MONETARIA Y CRÉDITO INTERNO, 1993-1995 (MILES DE MILLONES DE PESOS)



Los números romanos indican el mes del año.

La expansión del crédito interno neto y del déficit por intermediación financiera ahondaron las presiones devaluatorias. Con tasas de interés internas a la baja y la estadounidense al alza, un déficit en cuenta corriente de 8% del PIB en 1994 y otro tanto esperado para 1995, y la memoria de que desde 1976 aproximadamente cada seis años la política cambiaria se ve cuestionada, los capitales comenzaron a salir cada vez en mayores cantidades. Al 16 de diciembre las reservas internacionales habían bajado a alrededor de 11 000 millones de dólares.<sup>26</sup> Ante ello se convocó a una reunión extraordinaria del Pacto y se acordó subir el techo de la banda a 4 pesos por dólar (de hecho una devaluación de 15%), lo que se anunció en la mañana del 20 de diciembre.

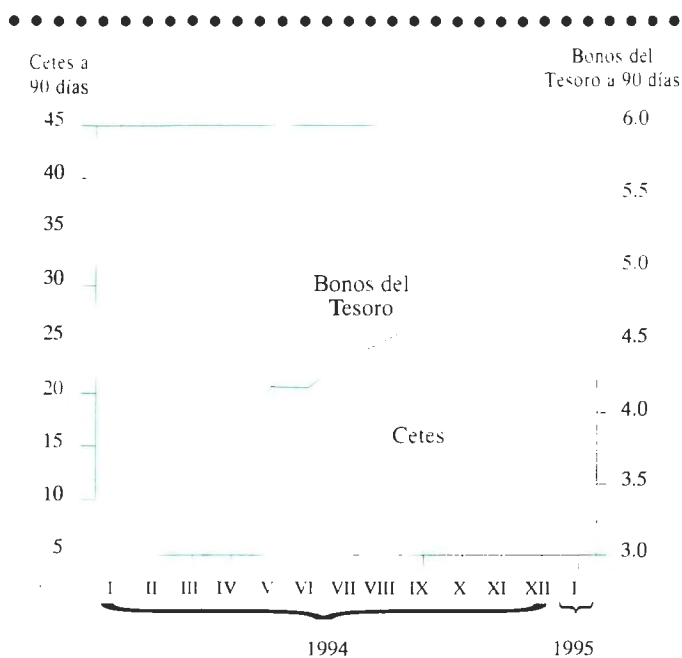
De inmediato los mercados mandaron un claro mensaje: el ajuste cambiario no era creíble y la salida de capitales continuó. Se estima que en un par de días salieron alrededor de 5 000 millones de dólares. El 22 de diciembre se anunció un régimen de flotación: se abandonaba el compromiso de mantener la paridad dentro de una banda mediante la intervención del Banco de México. Lo que siguió fue un desquiciamiento de los mercados que llevaron al país al borde de un colapso financiero.

Lo acontecido en 1994 se interpreta como el resultado de una estrategia del presidente Salinas para evitar (o posponer) una devaluación, en particular antes de las elecciones. Sin duda, permitir la conversión masiva a Tesobonos y evitar un ajuste cambiario fueron decisiones impregnadas de motivaciones políticas. Empero, la política monetaria que amenazaba la estabilidad cambiaria se mantuvo y se profundizó después de las elecciones de agosto.

26. Banco de México, *Report on Monetary...*, op. cit.

## G R Á F I C A 2

TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS Y DE LOS CETES DE MÉXICO, ENERO DE 1994-ENERO DE 1995



Los números romanos indican el mes del año.

Si el objetivo central del gobierno era alcanzar la estabilidad de la política cambiaria, ¿por qué no se hicieron los esfuerzos necesarios para que el resto de la política macroeconómica fuera congruente con ese fin? ¿Por qué no se adoptó la línea más conservadora de suponer que —dada la tendencia en la tasa de interés externa y el nerviosismo generado por los inusitados acontecimientos políticos— era aconsejable una política monetaria más restrictiva y permitir que la tasa de interés interna subiera?

El incremento de la tasa de interés no se efectuó probablemente para evitar el efecto en potencia desestabilizador que el alza en el rédito tendría en un sistema bancario vulnerable. Otra razón puede haber sido no interrumpir el proceso de recuperación económica que había comenzado hacía algunos meses, sobre todo en un período electoral.

Probablemente, y así lo ha dicho el gobernador del Banco de México, a juicio de las autoridades monetarias la pausa en el flujo de capitales era temporal y se recuperaría después de las elecciones.<sup>27</sup> Es decir, una vez restablecida la confianza volvería la “normalidad”, lo que significa que se incrementarían los flujos de capital hacia México.<sup>28</sup> Esta percepción, sin embargo, no se cumplió y errar por el lado del optimismo resultó muy caro.

27. Miguel Mancera, *Wall Street Journal*, 31 de enero de 1995.

28. El deseo de Salinas de dejar su puesto “invicto” (sin devaluación ni crisis), sobre todo por su candidatura para la Organización Mundial de Comercio, tal vez añadió restricciones a la política económica.

## DE LA DEVALUACIÓN A LA CRISIS FINANCIERA

La eventual devaluación ocasionada por una fuga de capitales fue anticipada por varios analistas, pero prácticamente nadie previó la aguda crisis financiera que la siguió. ¿Por qué la devaluación del peso mexicano se convirtió en una crisis financiera? La mayoría de los economistas del medio académico y de las instituciones multilaterales de crédito en Washington no acaban de salir de su asombro. Muchos de ellos, como se dijo, habían recomendado modificar la regla cambiaria mediante, por ejemplo, un aumento del techo de la banda en la que fluctuaba el dólar.<sup>29</sup> El costo podía ser una mayor inflación en el corto plazo, pero a cambio de un crecimiento más sólido en el futuro mediano. Los acontecimientos que siguieron a la devaluación de diciembre de 1994 muestran, sin embargo, un error de apreciación en torno del comportamiento y las reacciones de los mercados financieros. Para quienes invirtieron sus fondos en la bolsa de valores mexicana o en otros instrumentos denominados en pesos, la devaluación fue un rompimiento de los términos implícitos de un contrato, pues ello produjo reacciones de enojo, temor e incertidumbre que condujeron a México al borde de un colapso financiero al prevalecer en los inversionistas la idea de retirar de México sus fondos en cuanto fuera posible. Hacia la segunda semana de enero la posterior estampida comenzó a afectar de manera creciente a los mercados de América Latina y otras regiones.

La salida acelerada de los inversionistas obedeció en parte a algo que parece inconcebible. Un grupo —cuya posición aparece con frecuencia en la página editorial del influyente *Wall Street Journal*— se sintió traicionado por la devaluación, la cual consideraba no sólo innecesaria sino contraproducente. Culpa de la crisis al FMI, el Banco Mundial y el Tesoro estadounidense precisamente por haber recomendado esa medida, e incluso ha propuesto emplear cuantiosos recursos para comprar pesos y restablecer la paridad anterior a la devaluación;<sup>30</sup> logrado ese objetivo, plantea, sería menester instaurar un consejo monetario y fijar un tipo de cambio permanente.

Esa concepción supone que el tipo de cambio no estaba sobrevaluado y que la crisis financiera fue básicamente endógena, es decir, causada por el cambio de expectativas generado por la devaluación. Ese punto de vista ha tenido gran influencia en el Congreso estadounidense, sobre todo entre el ala republicana. Cuando aún se discutían las condiciones de las garantías de préstamos por los 40 000 millones de dólares,<sup>31</sup> algunos legisladores querían condicionar el paquete financiero al regreso a la paridad predevaluatoria y a la instalación de un consejo monetario.

Otro sector de analistas e inversionistas opinan que antes de devaluar existía la opción de un “aterrizaje suave”. Éste se habría logrado si se hubiese seguido una política monetaria adecuada: reducir la liquidez y dejar que las tasas de interés subieran cuando las reservas cayeron en 1994. Según ese punto de vista, subir

29. S. Fischer, “Comments and Discussion” a R. Dornbusch y A. Werner, “Mexico: Stabilization...”, *op. cit.*

30. Véase, por ejemplo, el artículo de David Malpass, “The Mexican Peso: 3.5 or Bust”, *Wall Street Journal*, 11 de enero de 1995.

31. Adelante se describe el apoyo internacional en mayor detalle.

la tasa de interés habría disminuido el déficit en cuenta corriente por su efecto recesivo y atraído más capitales en respuesta al aumento del rendimiento. Para esta corriente de opinión era lógico reducir el crecimiento económico a fin de defender la paridad, pues eventualmente la tasa de crecimiento de la productividad—gracias al cambio estructural y al TLC—subiría lo suficiente para hacer compatible la regla del tipo de cambio nominal con el real de equilibrio. Sólo era cuestión de tener un poco de paciencia y de cuidar que las políticas fiscal y monetaria fuesen consistentes con ese objetivo. A juicio de ese grupo no sólo no se intentó el aterrizaje suave, sino que las políticas monetaria y fiscal en 1994 no fueron congruentes con la regla cambiaria. Lo que se pregunta es: ¿Por qué se permitió que creciera el crédito interno neto en 1994 cuando se perdían reservas internacionales? ¿Por qué no se elevaron las tasas de interés a lo largo del año cuando las reservas empezaron a caer considerablemente de manera sistemática y cotidiana? ¿Por qué en 1994 no se tomó en cuenta que el alza de la tasa de interés de Estados Unidos y la recuperación económica de ese país afectarían el flujo de capitales a México y que, por tanto, las tasas internas de interés deberían subir? ¿Por qué se permitió el remplazo casi total de la deuda interna de corto plazo del gobierno de Cetes por Tesobonos?

El enojo de los inversionistas extranjeros no es del todo justificable. Es difícil aceptar que el capital financiero no se hubiera percatado de la existencia de un riesgo cambiario en un país con un déficit en cuenta corriente muy alto, un nivel de ahorro interno bajo y tasas de interés al alza en Estados Unidos. No obstante, quienes invirtieron en el mercado de acciones (Cetes, Tesobonos y Bonos Brady) perdieron a causa de la devaluación, según algunas estimaciones, más de 30 000 millones de dólares. Estos inversionistas sienten que perdieron porque se les “engañó”: por la reiterada insistencia en negar que habría una devaluación, por no realinear el tipo de cambio cuando era “natural” (por ejemplo, cuando se renovó el Pacto en septiembre), y por no aplicar medidas adecuadas para defender el tipo de cambio (subir las tasas de interés). Justificado o no, el enojo impulsó a los inversionistas a abandonar el mercado mexicano casi como un acto de venganza o ajuste de cuentas.

Al enojo se sumó la desconfianza ocasionada por el mal manejo de la devaluación. En particular, causó gran preocupación que el anuncio de ésta no se hubiera acompañado de un paquete de medidas de ajuste para hacer frente a la nueva situación. Acostumbrados a la imagen proyectada desde hacía algunos años de tener todo bajo control, los círculos financieros internacionales se sorprendieron de ver al gobierno mexicano arrinconado y disperso. De hecho, haber intentado primero mover el techo de la banda en lugar de pasar directamente a una flotación tuvo un alto costo en términos de reservas (se estima que éstas cayeron 5 000 millones de dólares en dos días) y aumentó el monto de los Tesobonos de manera poco significativa.

Además de lo anterior, la situación se agravó porque los inversionistas extranjeros comenzaron a temer que se pudiese declarar la inconvertibilidad del peso. El miedo surgió cuando se estimó que las obligaciones de México en 1995 podían ser de alrededor de 50 000 millones de dólares (suponiendo que la deuda de corto plazo no se iba a poder reprogramar) y las reservas internacionales en poder del Banco de México eran de alrede-



*l mayor desafío para el gobierno de México a finales de febrero de 1995 era recuperar la credibilidad. Para ello era preciso instrumentar un programa con metas realistas*

dor de 6 000 millones. Por eso los mercados no se tranquilizaron con el primer paquete de rescate internacional de 18 000 millones de dólares anunciado a finales de diciembre. Esa cantidad, más las reservas internacionales, apenas cubrían la mitad de los requerimientos de financiamiento de 1995.

De ahí la necesidad de armar un paquete de apoyo financiero lo suficientemente grande para que desapareciera el temor de un incumplimiento, las ventas de pánico y la propagación de la crisis a otros mercados, lo que había empezado a ocurrir en la segunda semana de enero de 1995. Era imperativo encontrar una instancia que fungiera como prestamista de último recurso. A mediados de enero el presidente Clinton propuso un paquete de garantías de préstamo por 40 000 millones de dólares que tuvo severas dificultades para ser aprobado en el Congreso, por lo que el Ejecutivo estadounidense, con el apoyo del FMI, propuso una alternativa. A fines de enero se anunció un paquete de préstamos por aproximadamente 50 000 millones de dólares: 20 000 millones del gobierno de Estados Unidos, 17 800 del FMI, 10 000 del Banco de Pagos Internacionales, 1 000 de un grupo de países latinoamericanos y otros tantos de la banca comercial, así como 1 000 millones de dólares (canadienses) de Canadá.<sup>32</sup>

32. En marzo de 1995 se anunció que el financiamiento de la banca comercial por 3 000 millones no se completó por no haberse llega-



El anuncio calmó las ventas de pánico pero no restableció la confianza de manera perdurable, en parte porque los fondos no se pusieron a disposición de inmediato, pero en buena medida por la desconfianza de los inversionistas en torno al rumbo de la situación política y económica de México. La aprobación del programa económico por parte del FMI en enero de 1995 no restauró la confianza del capital financiero. Persistía mucha inquietud sobre la viabilidad de las metas del programa económico original (anunciado a principios de enero), sobre todo en cuanto a si se buscaría lograrlas con el rigor necesario y se mantendría informado al público sobre la evolución de las variables clave.

El mayor desafío para el gobierno de México a finales de febrero de 1995 era recuperar la credibilidad. Para ello era preciso instrumentar un programa con metas realistas; asegurar que los rendimientos reales de corto plazo fueran positivos (es decir, subir las tasas de interés internas); especificar con claridad las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, y proporcionar con regularidad y transparencia la información necesaria para su seguimiento. No obstante, hacia finales de marzo los mercados empezaron a reaccionar positivamente, más por los comportamientos observados de las variables económicas clave que por los anuncios. El superávit comercial de febrero demostró que era factible un ajuste drástico y rápido y que el gobierno tenía capacidad de controlar la situación. Por otro lado, la estabilización de las tasas de interés en Estados Unidos y la marcada disminución de la deuda en Tesobonos durante los primeros tres meses de 1995, cuyos pagos fueron financiados con fondos del FMI y del Departamento del Tesoro estadounidense, redujeron las presiones sobre las necesidades de financiamiento externo a partir de abril.

### COMENTARIOS FINALES

Muchos analistas identificarán la tardanza en modificar la política cambiaria y aumentar la paridad del peso como la razón principal de la crisis mexicana. Aunque nunca se sabrá a ciencia cierta cuál habría sido el efecto de la modificación de la regla cambiaria en enero, abril, septiembre —o incluso el 1 de diciembre de 1994— sobre la credibilidad y la confianza de los mercados financieros,<sup>33</sup> es razonable suponer que con más reservas y menos Tesobonos en poder del público, la situación se podría haber manejado con mucha mayor holgura. Subir el techo de la banda o desplazar toda la banda en esas condiciones podría haber evitado la crisis porque las autorida-

do a un acuerdo satisfactorio sobre los términos. Asimismo, durante la reunión anual del BID en abril de 1995, las autoridades mexicanas anunciaron que no emplearían el monto ofrecido por el Banco de Pagos Internacionales por tratarse de préstamos de corto plazo, por lo que eran inadecuados para la situación de México. Los países latinoamericanos con necesidades propias de liquidez retiraron su aportación.

33. Dada la reacción vehemente y rápida ante la devaluación de diciembre de 1994, los montos tan grandes de inversión extranjera en los mercados financieros y la magnitud de la liquidez disponible internamente, la situación podría haberse salido de control aun con el doble de las reservas internacionales disponibles a principios de diciembre.

des monetarias hubiesen tenido más recursos para dar credibilidad a la nueva paridad. Cabe recordar que a principios de 1994 las reservas internacionales ascendían a 27 000 millones, mientras que en diciembre de ese año habían caído a 11 000 millones. Por su parte, los Tesobonos —todos con vencimiento en 1995— aumentaron de menos de 2 000 millones de dólares en diciembre de 1993 a 29 000 millones en el mismo mes de 1994; esos títulos pasaron a representar 87% de la deuda pública en manos de extranjeros.

Lo peculiar de la experiencia mexicana no es que el gobierno haya tratado empeñosamente de evitar una modificación en la política cambiaria. Esto es un comportamiento típico en países tanto en desarrollo como avanzados. Lo realmente peculiar de este episodio es que habiéndose optado por mantener la política cambiaria, no se hubieran atado todos los demás cabos de la política macroeconómica para hacerlo posible. En particular, llama la atención que las tasas de interés internas no se hubieran elevado cuando las externas tendían al alza y las reservas internacionales a la baja y, además, se ampliaba el déficit ocasionado por la intermediación financiera de la banca de desarrollo.

La devaluación de diciembre se convirtió en crisis financiera porque los inversionistas, sobre todo del exterior, se sintieron defraudados por la decisión y tuvieron temor de que México no contara con los recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones ni tuviera la capacidad para manejar la economía. Después de años de despertar admiración, las autoridades mexicanas cayeron en el descrédito, reacción —por lo demás— común: cuanto más grandes las expectativas, más grande la decepción.

La súbita respuesta de numerosos inversionistas de retirar fondos de manera masiva y “tachar” al país de la lista para inversiones futuras a raíz de la devaluación es un fenómeno nuevo. Diversos analistas atribuyen el problema a que la inversión de cartera es cortoplacista y especulativa y su manejo está en manos de personas con frecuencia no bien informadas. No obstante, esta caracterización no es particularmente útil. En un mundo con tantas opciones, la inversión “de papel” siempre buscará obtener mejores rendimientos y no perder. Además, como ha quedado demostrado, el reaccionar ante “noticias” (aunque no se confirmen a cabalidad) es un comportamiento “racional” para los inversionistas de cartera.<sup>34</sup> Los gobiernos y los economistas deben tomar esto como un dato de la realidad.

La experiencia mexicana demuestra que la inversión de cartera es mucho más susceptible a las pérdidas de capital ocasionadas, por ejemplo, por una devaluación que la inversión directa por las reglas y variables que se emplean para medir su desempeño. Con el avance de la internacionalización, una parte cada vez mayor de los flujos de capital constituirán inversión de cartera en sus diversas formas.<sup>35</sup> Más que resistir esta tendencia, los países y las instituciones deben aprender a operar en este nuevo entorno y aprovechar sus ventajas. ●

34. G. Calvo, *Varieties of Capital-Market Crises*, University of Maryland, 19 de febrero de 1995.

35. Se estima que los instrumentos financieros, la mayoría activos líquidos, fuera del país de origen ascendieron a 2 500 millones de dólares en 1992. B. Eichengreen, *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, The Brookings Institution, Washington, 1994.