

La crisis del peso mexicano¹

Ange I Mlariño

El 20 de diciembre de 1994 las autoridades mexicanas ampliaron la banda cambiaria en un 15%. Entre ese día y el siguiente las reservas disminuyeron en más de 4.000 millones de dólares. Ante esta situación, insostenible, las autoridades dejaron flotar el peso, conscientes de que intentar defenderlo dentro de la banda sólo llevaría al agotamiento de las ya exiguas reservas.

Estos hechos abrieron una de las crisis financieras más importantes¹, no solo para la economía mexicana, sino también para la economía mundial. El año 1994 estuvo repleto de acontecimientos políticos y económicos, pero hasta esas fechas la economía mexicana era considerada, en algunos aspectos, como modélica. En expresión de Cartapanis² “se había situado rápidamente en el escalafón de los buenos alumnos del ajuste estructural” y había ganado la reputación, entre amplios círculos de inversores, de mercado emergente de altos rendimientos. En 1992 se consideró a la Bolsa de México como el segundo mayor mercado emergente³.

Antecedentes de la crisis

Los antecedentes de la crisis se sitúan en el período 1988-1993 en el que el gobierno desarrolló una política económica de austeridad fiscal y monetaria. La inflación se situó por debajo del 10% en 1993 y en 1994, mientras que las cuentas públicas registraron un ligero superávit en 1992 y 1993 con vuelta a un déficit moderado, un -0.8% sobre el PIB, en 1994. El programa de reformas conducido por el gobierno se puede resumir⁴ en los siguientes cuatro puntos: a) una fuerte apertura de la economía a la competencia internacional b) un proceso drástico de privatizaciones y desregulación c) Un programa de estabilización basado en el anclaje del tipo de cambio nominal, apoyado en el desarrollo de políticas monetaria y fiscal, ambas restrictivas y d) un amplio acuerdo económico y social establecido entre el gobierno, el sector privado y los sindicatos.

Una herramienta importante de la política económica fue el anclaje del tipo de cambio nominal respecto al dólar. La política establecía una senda programada de devaluación y unas bandas entre las cuales se permitía fluctuar. Aunque la inflación fue reduciéndose, el diferencial de inflación con Estados Unidos estuvo situado siempre por encima de la depreciación permitida, por lo que la tendencia final resultó ser la apreciación del tipo de cambio en términos reales. Entre 1989 y finales de 1993 diversas estimaciones situaban dicha apreciación entre un 20 y un 30 por ciento. Esa apreciación descansaba sobre la capacidad del Banco

¹ Capítulo 3 de “Turbulencias financieras y riesgos de mercado”

Central de México para mantener el tipo de cambio nominal dentro de los límites establecidos, y difícilmente hubiera podido hacerlo sin las fuertes entradas de capitales que comenzaron a tomar auge en 1990 y continuaron hasta los sucesos de diciembre de 1994.

La liberalización financiera y la apertura de la cuenta de capital de la balanza de pagos fueron piezas importantes de la política económica, con una gran incidencia sobre los acontecimientos posteriores. Entre las medidas adoptadas hay que destacar la autorización a los no residentes para la adquisición de títulos públicos sin restricciones. Los inversores internacionales valoraron muy positivamente el nuevo clima económico y destacaron como elementos favorables la reducción de la inflación unido al mantenimiento de altos tipos de interés nominales, y la política de estabilidad cambiaria. Por otra parte, la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá fomentaron aún más el clima de optimismo. Las expectativas de altos rendimientos en los mercados financieros de México se consolidaron y la entrada de capitales fue notable.

La inversión de no residentes pasó de representar el 6% de la capitalización bursátil en 1989 al 27% en 1994. El gobierno mexicano mejoró su calificación crediticia otorgada por las agencias internacionales y consiguió 24.000 millones de dólares en los mercados internacionales de bonos. El cambio en la legislación para la compra por no residentes de bonos nominados en pesos facilitó la adquisición de 18.000 millones de dólares, entre 1991 y 1993. Un aspecto importante de esas compras es el grado de importancia que fueron adquiriendo los no residentes en los CETES, pagarés del tesoro, ya que de representar un 8% en 1990, las inversiones de no residentes se elevaron a un 57% en los últimos meses de 1993.

Los precios de las acciones se multiplicaron por más de cuatro entre 1990 y 1994. En la tabla 3.1. puede observarse la distinta evolución de los precios de las acciones, los precios de consumo y la producción industrial.

Cuadro 3.1. Evolución de precios y producción industrial⁵

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Precios de las acciones	33,1	57,7	100	190,1	291,3	324,2	446,3
Precios de consumo	65,8	79,0	100	122,7	141,7	155,5	166,3
Producción industrial	90,1	94,8	100	104,1	107,3	106,9	111,9

Los flujos netos de capitales procedentes del exterior alcanzaron cifras muy elevadas en los años 1991, 1992 y 1993, con porcentajes sobre el producto interior bruto del 8.7%, 8.2% y 9.3% (Tabla 3.2). De esas entradas, el grueso más importante lo formaban las inversiones en cartera.

Tabla 3.2. Flujos exteriores netos (Millones de dólares)⁶

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Flujos exteriores netos (1)	1.110	8.441	25.139	27.039	33.760	12.754
De los que Inversión cartera	298	-3.985	12.138	19.206	28.355	7.574
Porcentaje de (1) sobre PIB	0.5	3.5	8.7	8.2	9.3	3.4

El sector privado empresarial y los bancos obtuvieron también una amplia financiación internacional. A finales de 1993 el saldo ascendió a 22.000 millones de dólares.

Otra de las piezas importantes para entender los hechos hay que situarla en la evolución del sistema bancario mexicano. Había sido nacionalizado en 1982-83; al comienzo de los años 90 se produjo una amplia reprivatización y los compradores fueron en muchos casos personas vinculadas a grupos empresariales, sin experiencia previa bancaria. Una de las medidas de política monetaria fue la eliminación del encaje bancario, facilitando así la rápida expansión del crédito; el crédito interno pasó de representar el 14,2% del PIB en 1988 al 55% en 1994. Además del alto crecimiento que implica estas cifras, hay que incluir los cambios en la estructura de la cartera. En 1989 la mitad de la inversión de los bancos estaba materializada en el sector público, mientras que en 1994 dicha inversión representaba únicamente el 5%. Por último la supervisión bancaria carecía de los recursos técnicos, humanos y materiales necesarios, y el problema era que aunque existiese la voluntad de crear los recursos, estos no se improvisan. Un cuadro como el descrito, formado por nuevos gestores, en un entorno de facilidad para la expansión crediticia, llevando a cabo una política de crédito de apertura de nuevas líneas de financiación, con débiles soportes de información y con una regulación a baja presión es el mejor caldo de cultivo para la aparición de una crisis bancaria. Esta afirmación es independiente del país donde este proceso se desarrolle y como prueba está la generalidad de las crisis que han tenido lugar en los últimos veinte años. Si a todas las circunstancias anteriores, se añade que el entorno macroeconómico se torna desfavorable, la probabilidad de crisis es altísima.

La entrada masiva de capitales creó el problema de mantener la liquidez interna dentro de los límites considerados no inflacionistas, y el gobierno intentó drenar la liquidez mediante la emisión de bonos. Esta decisión generó una de las paradojas de la situación, ya que los altos tipos de interés con los que se lanzaron estas emisiones, fue otro estímulo adicional para la entrada de capitales al permitirse adquirirlos también, a los no residentes. Al comparar el crecimiento monetario, en términos de M2, con el crecimiento económico nominal (tabla 3.3.) es posible que se deba relativizar la eficacia final de la política de drenaje.

Tabla 3.3. Crecimiento monetario y crecimiento nominal (% anual)⁷

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Crecimiento anual de M2	47,8	47,0	46,9	22,2	14,4	22,0
Crecimiento económico nominal	23,3	31,1	26,3	17,8	10,4	10,4

Todas estos hechos, especialmente las entradas de capitales, el mantenimiento del tipo de cambio nominal y los altos tipos de interés, dejaron una huella profunda en el sector exterior y especialmente en la balanza por cuenta corriente. Las exportaciones tuvieron un fuerte crecimiento, duplicándose su valor en dólares entre 1988 y 1994, pero las importaciones se triplicaron en el mismo período. La apreciación real del tipo de cambio pasaba su factura.

Por otra parte, el crecimiento industrial fue muy modesto, del orden de un 2.5% en tasa anual media, lo que indica que el gran crecimiento de las importaciones estuvo más vinculado al consumo que a la inversión, y de un superávit comercial en 1988 y 1989, se pasó a un déficit creciente, que ascendió a 18.500 millones de dólares en 1994. La balanza de servicios mostraba equilibrio en los años 88 y 89, pero también fue creciendo el déficit, que alcanzó la cifra de 2.600 millones de dólares en 1994. La balanza de renta ya deficitaria en los primeros años del período, en unos 7.000 millones de dólares, se incrementó hasta los 11.700 millones de dólares en 1994. Las transferencias netas arrojaron un saldo positivo de 4.000 millones de dólares, con lo que el saldo de la balanza por cuenta corriente en 1994 alcanzó los 28.800 millones de dólares. En términos de porcentaje sobre el PIB era el 8%, una cifra record. Como dato comparativo, el nivel de reservas, excluidas el oro, ascendió a 25.110 millones de dólares a finales de 1993. Los déficits de la balanza por cuenta corriente en 1992 y 1993 ascendieron a 24.400 y 23.400 millones de dólares respectivamente.

Las fuertes entradas de capital financiaron estos saldos negativos, e incluso se dio un crecimiento moderado de las reservas; pero la situación encerraba una fuerte vulnerabilidad. Un alto déficit por cuenta corriente financiado con capitales a corto plazo, con el factor añadido de un sistema bancario debilitado, es una situación explosiva, ya que cualquier señal que sea interpretada de manera claramente negativa por los inversores, puede provocar un cambio drástico en la situación.

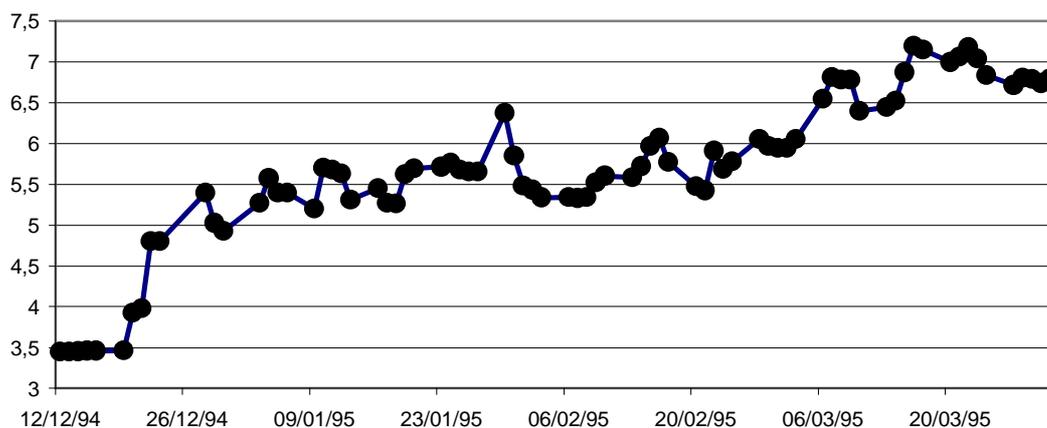
El camino hacia la crisis

La señal no fue una, sino varias. A lo largo de 1994 ocurrieron diversos acontecimientos que debilitaron el optimismo reinante hasta llegar al desenlace de la crisis. Desde el exterior llegó una de las primeras señales adversas, ya que a comienzos del año la Reserva Federal de Estados Unidos inició un proceso de elevación de los tipos de interés que se trasladó a todos los plazos.

Pero otras circunstancias se fueron añadiendo. En el plano político, enero fue el mes donde sale a la luz pública el movimiento zapatista en la región de Chiapas; en marzo fue asesinado Luis Dolado Colosio, candidato por el PRI a las elecciones presidenciales. El cambio de "sentimiento" de los inversores dio una primera muestra, y las reservas de divisas cayeron 11.000 millones de dólares entre el 23 de marzo y el 21 de abril; respecto al nivel existente en aquellas fechas esa cifra suponía aproximadamente la pérdida de un tercio. Un hecho financiero muy importante que se produjo en esas fechas fue el trasvase de las posiciones de los no residentes desde los pagarés del tesoro (Cetes) nominados en pesos a los Tesobonos, nominados en dólares. La estructura de la deuda del gobierno cambio

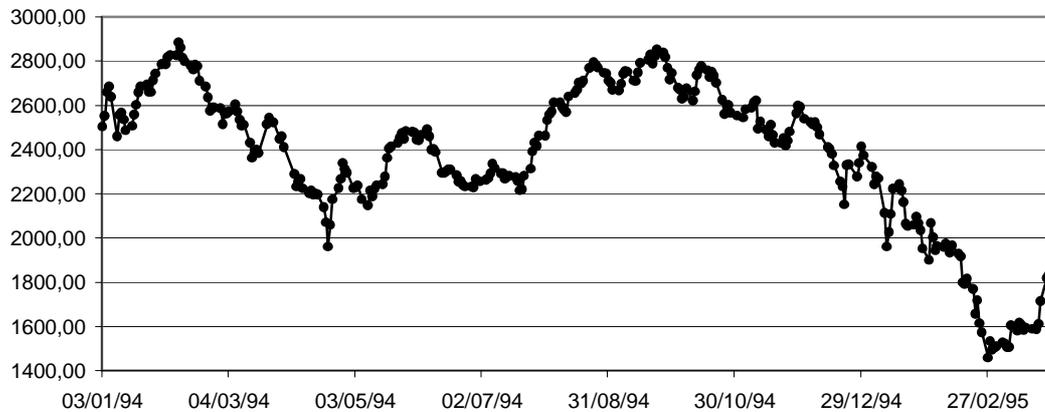
drásticamente ya que en diciembre de 1993 un 70% estaba materializada en Cetes y un 6% en Tesobonos, mientras que en diciembre del 94 los Tesobonos, en dólares, representaban el 87% y un 10% los Cetes. El saldo vivo de Tesobonos superaba el nivel de reservas a mediados de 1994. Los vencimientos previstos para los primeros meses de 1995 situaban al gobierno mexicano en una posición de extrema dificultad, lo que trajo el recuerdo de la crisis de la deuda en agosto de 1982.

Gráfico 3.1. Pesos mexicanos por dólar



El 17 de diciembre de 1994 el Secretario de Hacienda de México, anunció el aumento del techo de la banda de fluctuación del peso, fijándolo en 4 pesos por dólar, que en la práctica era una devaluación del 15%. En los dos días siguientes las reservas cayeron en 5.000 millones de dólares, lo que parece reflejar que los inversores no confiaban en la capacidad del gobierno para mantener el tipo de cambio y algo más grave, a su juicio, fue que aparecía la posibilidad de que el gobierno no pudiera cumplir los compromisos de pago a los inversionistas. El 22 de diciembre las autoridades monetarias decidieron dejar flotar el peso sin comprometerse a mantenerlo en una banda determinada. A partir de ese momento se produce la salida masiva de capitales, especialmente en las inversiones de cartera. Las ventas masivas de acciones y bonos nominados en pesos, y la compra de dólares produjo una sangría en las reservas y una fuerte presión a la baja del tipo de cambio. La capitalización en dólares de la bolsa de México pasó de 50.000 millones en noviembre de 1994 a 18.000 millones en febrero de 1995; una caída del 64%. Entre diciembre de 1994 y febrero de 1995 el peso mexicano perdió un 40% de su valor respecto al dólar. Los tipos de interés domésticos a corto plazo superaron el 80%.

Gráfico 3.2. Bolsa de Mexico 1/1/1994 30/3/1995



La acción combinada del aumento de los tipos de interés y las caídas bursátiles frenaron la actividad económica. El clima económico se deterioró y el resultado fue una enorme contracción, - una caída del 6,2% del PIB en 1995-, junto con el rebrote de las tensiones inflacionistas y el inicio de una gran crisis bancaria.

Doce bancos medianos y pequeños, que representaban el 17 por 100 de los activos totales del sistema bancario, fueron intervenidos entre 1995 y 1997. Los intereses vencidos fueron estimados, en diciembre de 1995, en un 12 por 100 del total de los créditos, aunque esta cifra, seguramente, subestima la gravedad de la situación.

El gobierno mexicano inició una costosa operación de rescate y apoyo al sistema bancario, bajo la cobertura operativa del Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), un organismo creado en 1990 y administrado por el Banco Central de México. Básicamente el FOBAPROA compró gran parte de la cartera dudosa a valor contable (valor contable neto de reservas), mediante el pago de un pagaré a 10 años que devengaba el tipo de interés de los CETES a 91 días. La cartera vendida a FOBAPROA se traspasó a una gestora del banco comercial, que mantenía la responsabilidad de administración y gestión de cobro de la cartera. Los ingresos obtenidos se destinaban a la amortización del pagaré y si en el vencimiento de la operación no se había amortizado completamente, entonces el FOBAPROA cubría entre el 70 y 80 por 100.

La crisis ha durado en la práctica el período 1995-2000 y su cierre formal puede situarse en los importantes procesos de toma de posición de algunos bancos internacionales (BBVA, BSCH, Montreal, Citibank, Nova Scotia) en el sistema bancario mexicano.

Cuando se desató la crisis cambiaria, la situación fue considerada muy grave por los responsables políticos de Estados Unidos. Existían diversos factores que apoyaban tal diagnóstico. Entre los que parece que pudieron tener más importancia está la proximidad geográfica y el temor a un situación de crisis económica con el aumento de la presión sobre la frontera, la gran presencia de

inversores institucionales estadounidenses en los mercados financieros mexicanos, el posible deterioro o fracaso del Tratado de Libre Comercio, y el temor a una segunda edición de la crisis de la deuda externa, pero con el problema añadido de producirse en una economía que había sido considerada ejemplar desde el punto de vista de las políticas implementadas.

El 2 de enero de 1995⁸ se anunció la existencia de un paquete de ayuda de 18.000 millones de dólares para hacer frente a la situación. La financiación estaba soportada por el Departamento del Tesoro de Estados Unidos en el marco de un Acuerdo previo existente, por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y diversos gobiernos europeos a través del Banco de Pagos Internacionales de Basilea. Sin embargo, este primer anuncio fue insuficiente, y el peso continuó su caída al mismo tiempo que se producían grandes pérdidas en la bolsa de valores. El tema de fondo residía en los más de 50.000 millones de dólares que vencían durante 1995, con las reservas prácticamente agotadas. Finalmente el 31 de enero el propio Bill Clinton anunció que iba a utilizar sus atribuciones especiales para proporcionar 20.000 millones de dólares a México, al mismo tiempo que el Fondo Monetario Internacional ofrecía 17.800 millones de dólares. Otros fondos de diversas fuentes se unieron a los importes anteriores formando el mayor rescate financiero hasta ese momento; estas medidas terminaron calmando a los mercados.

El contagio a Argentina

A raíz de la crisis del peso mexicano otras economías tuvieron los problemas de presiones elevadas sobre sus divisas y episodios de inestabilidad financiera. Un caso importante fue el de Argentina.

Al comienzo de la década de los noventa el gobierno llevó a cabo una serie de importantes medidas de política económica. La Ley de Convertibilidad fue una de las principales. A partir de abril de 1991 el Banco Central de Argentina se obligaba a vender las divisas que el mercado demandara, al cambio fijo de 10.000 australes por dólar⁹, al tiempo que se comprometía a retirar de la circulación monetaria los australes comprados. Otro punto importante de la ley era la obligación de mantener un nivel de reservas internacionales que nunca podría ser inferior a la base monetaria¹⁰. En definitiva se vinculaba el tipo de cambio al dólar, pero de una forma más fuerte que la política de bandas de otros países, ya que se hacía mediante una ley y con las cláusulas citadas que implicaban la prohibición de creación monetaria por el Banco Central. Las otras medidas del paquete económico hacían referencia a la realización de un programa amplio de privatizaciones, también de reformas fiscales, abrir la economía al exterior, y potenciar la liberalización financiera.

En el frente macroeconómico se obtuvieron resultados, como una importante reducción de la inflación, y un fuerte crecimiento económico situado en torno a un 8% anual entre 1991 y 1994. El sector exterior presentó un déficit comercial creciente, alimentado por el fuerte crecimiento, con un crecimiento mayor de la demanda de importaciones y la apreciación del tipo de cambio real. El déficit por cuenta corriente ascendió a 10.000 millones de dólares en 1994 y las cuentas

públicas mostraron un déficit significativo en el segundo semestre del año. La subida de los tipos de interés en los mercados internacionales, impulsada por el movimiento que había iniciado la reserva Federal al comienzo del año, también había afectado a los mercados financieros argentinos; la bolsa de Buenos Aires acumulaba a finales de diciembre un descenso del 25% desde el máximo alcanzado en febrero. En esta situación de cierta debilidad comenzó a producirse un cambio en las preferencias de los ahorradores por los dólares, y en noviembre una parte de los depósitos en pesos fueron transformados en la divisa estadounidense. La reacción de los bancos fue el aumento de los tipos de interés de las cuentas de pasivo, tanto en pesos como en dólares, aunque más en la primera divisa. Los tipos de las operaciones de activo también subieron y la situación comenzó a tensionarse. En esa coyuntura surgió la crisis del peso mexicano de fin de año y el proceso sufre una brusca aceleración.

Parece razonable aceptar que existió un mecanismo de contagio entre la crisis del peso mexicano y el proceso de tensiones que se abrió en la economía argentina. Este es un tema controvertido, ya que no es fácil separar y ponderar la influencia respectiva de los factores internos y externos en la dinámica de la crisis. Al emplear el término contagio no estamos pensando en la búsqueda de un "culpable" exterior, algo así como la acción de un virus externo que invade un organismo sano. Al plantear que existió contagio, al igual que ocurrió posteriormente, con la crisis asiática y la moratoria de la deuda rusa, se hace referencia a la existencia de los siguientes mecanismo de influencia.

En primer lugar la incidencia de ciertos acontecimientos negativos, que han ocurrido en un país, sobre las expectativas de los inversores, que trasladan a la situación de otra economía de forma mecánica, basándose en ciertos rasgos simplificados que consideran similares. Este comportamiento está apoyado en una visión estereotipada de la realidad económica y social. Puede que exista una cierta racionalidad en dicho comportamiento si se dan una premisas previas, como la desconfianza en la posibilidad de conocer profundamente la realidad, o el excesivo coste que puede suponer intentarlo. En esta traslación mecánica influye la iconografía del marketing financiero, que unifica a países y mercados en "emergentes", o mediante un número reducido de variables, -déficit por cuenta corriente, inflación, déficit público, reservas-, con valores "parecidos" con otros países, y por lo tanto se considera que las situaciones son iguales. Como se ha repetido tantas veces, las profecías se autorrealizan, ya que si los inversores relevantes piensan que un país, que pasa por ciertas dificultades, va a tener una crisis, sin duda la tendrá.

El segundo elemento de la cadena de contagio es la presencia de inversores en el país que ha entrado en crisis y simultáneamente en otros, que en principio no presentan los mismos problemas. La realización de pérdidas en el país en crisis obliga a los inversores a reconsiderar sus posiciones globalmente, y por diversos motivos. Para compensar las pérdidas con ganancias, vendiendo en el país "sano"; para realizar liquidez, que pueden necesitar para reponer márgenes y garantías en el país en crisis o en el país sano debido a que la acción de algunos, ya haya transmitido algo de volatilidad a los mercados, y también si se produce un choque externo que por reflejo actúa en el mercado sano, el aumento de las volatilidades induce un proceso de movimientos de acomodación, orientado por

los sistemas de control de riesgos, que obligan a reducir posiciones, al actuar los límites, tanto en las posiciones de negociación, como en las líneas de financiación. Estos movimientos presionan sobre el mercado a la baja.

El tercer canal de contagio se sitúa en la esfera de los flujos de capital. Una posición de prudencia de ciertos inversores, que sin necesidad de apoyar la idea de que las economías son iguales adoptan una posición de espera para dar tiempo a que la situación se clarifique; esta espera tiene una influencia relevante sobre la situación. Debido a la ralentización de los proyectos de inversión o de la compra de emisiones de deuda pública, la repercusión sobre la liquidez puede ser enorme, además de otros efectos inducidos. La interrupción total o parcial de los flujos de capital, tensiona los tipos de interés, desequilibra la balanza exterior y alimenta las expectativas bajistas de los inversores.

Un cuarto mecanismo de contagio, y no el menos importante, es la proliferación de ataques especulativos contra las divisas "débiles". La realización del ataque, aunque no tenga éxito, socava la confianza de otros inversores; produce generalmente una sangría de reservas, obliga al banco central a elevar los tipos de interés, lo que a su vez influye sobre la financiación del déficit público, las bolsas de valores, las primas de riesgo y las expectativas de los inversores.

Lo cierto es que, volviendo al caso argentino, la retirada masiva de depósitos en pesos y su conversión en dólares puso al sistema contra las cuerdas. Los bancos buscaron desesperadamente liquidez, al principio en el interbancario a tipos de interés cada vez más altos, pero en poco tiempo la situación se generalizó y fue necesaria una inyección de liquidez externa, que era lo que por ley, el Banco Central tenía prohibido realizar. Los bancos intentaron otras vías para obtener liquidez, como la venta de activos, y el intento de cancelar algunos crédito a los clientes para recuperar la inversión, pero tampoco estas acciones pudieron aportar la liquidez necesaria. El Banco Central redujo los requisitos de encajes mínimos, y no penalizó con tipos de interés de mercado los déficits de encaje en el que incurrieron algunas entidades; dada la situación insostenible el Banco Central, a través de un decreto, recuperó la función de prestamista en última instancia, e inyectó la liquidez requerida.

La situación de los bancos se había deteriorado enormemente y una fuerte reestructuración dejó en 158 bancos en noviembre de 1995, los 204 existentes un año antes. En el plano económico general, el PIB tuvo una contracción del 4,5% en 1995, y la inversión cayó un 16% respecto al año anterior.

¹ Griffith-Jones (1996)

² Cartapanis en Léonard (1997)

³ Blaine (1998)

⁴ Edwards,

⁵ Blaine (1998), de la Tabla 6

⁶ Blaine (1998) de la Tabla 2

⁷ Blaine (1998) de la Tabla 5

⁸ Lustig (1997)

⁹ El 1 de enero de 1992 se realizó la creación de una nueva unidad monetaria al transformar 10.000 australes en un peso argentino.

¹⁰ La base monetaria formada por los billetes y monedas en circulación más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el Banco Central, en forma de cuentas corrientes o cuentas especiales.