

REVISTA

de la

C E P A L

NUMERO 60
DICIEMBRE 1996
SANTIAGO DE CHILE

OSCAR ALTIMIR
Director

EUGENIO LAHERA
Secretario Técnico



NACIONES UNIDAS

SUMARIO

La evolución de las ideas y las políticas para el desarrollo	7
<i>Gert Rosenthal</i>	
Políticas macroeconómicas para el crecimiento	21
<i>Ricardo Ffrench-Davis</i>	
Flujos de capitales: lecciones a partir de la experiencia chilena	39
<i>Eduardo Aninat, Christian Larrain</i>	
La transformación del desarrollo industrial de América Latina	49
<i>José Miguel Benavente, Gustavo Crespi, Jorge Katz, Giovanni Stumpo</i>	
Las reformas de las pensiones en América Latina y la posición de los organismos internacionales	73
<i>Carmelo Mesa-Lago</i>	
Aportes de la antropología aplicada al desarrollo campesino	95
<i>John Durston</i>	
Prospección de la biodiversidad: potencialidades para los países en desarrollo	111
<i>Julie M. Feinsilver</i>	
La inversión extranjera y el desarrollo competitivo en América Latina y el Caribe	129
<i>Alejandro C. Vera-Vassallo</i>	
La crisis del peso mexicano	151
<i>Stephany Griffith-Jones</i>	
Publicaciones recientes de la CEPAL	172

La crisis del *peso mexicano*

Stephany Griffith-Jones

*Instituto de Estudios sobre
el Desarrollo,
Universidad de Sussex,
Brighton, Inglaterra*

En opinión de la autora, la crisis financiera mexicana que estalló a fines de 1994 no fue única, si bien tuvo características especiales. De allí la posibilidad que vuelva a repetirse y la necesidad de entenderla a fondo. En este artículo se examina el proceso y las causas de la crisis del peso mexicano. Para ello la autora distingue tres períodos principales: el primero, de comienzos de 1990 hasta marzo de 1994, respecto del que se analizan los problemas que se incubaban y las opciones de política disponibles. El segundo, entre marzo de 1994 y el 20 de diciembre del mismo año, enfatizando otra vez las opciones existentes. Y el tercero, centrado en la devaluación y la crisis resultante, evaluando su manejo. Según la autora, hay cuatro elementos principales que explican las conductas de "auge y caída" de los mercados de capital. Ellos corresponden al exceso de optimismo seguido de un pesimismo exagerado, actitud ligada en parte a la estructura de incentivos de los administradores de fondos; a que en un mercado altamente diversificado incluso las noticias triviales pueden conducir a un ataque especulativo, dado el costo de la información exhaustiva; a la existencia de un conflicto de interés entre los banqueros que se desempeñaban simultáneamente como inversionistas y asesores; y a la miopía para prevenir desastres.

I

Introducción

La velocidad y la gran magnitud de la crisis financiera que siguió a la pequeña devaluación inicial del peso mexicano en diciembre de 1994 abrió un importante debate sobre las causas de esta crisis, su gran magnitud y sus consecuencias internacionales. ¿Hasta qué punto la crisis del peso mexicano fue diferente de crisis anteriores, y podría por ende caracterizarse, como lo hizo el Director Gerente del FMI (Camdessus, 1995a), como la primera crisis de gran envergadura del siglo XXI? ¿Cuáles son los elementos principales que tornan diferente a esta crisis, y cuáles son los elementos de continuidad con crisis anteriores, sufridas tanto por México como por otros países?

Es importantísimo dar una respuesta precisa a estas interrogantes, tanto para tratar de evitar que se repitan las crisis "a la mexicana" como para asegurar que pueda mejorarse el manejo de las mismas, a fin de reducir los enormes costos que ha acarreado dicha crisis. Este análisis se basa en el supuesto de que la crisis del peso mexicano (aunque tuvo características especiales) no fue única, y que por lo tanto existe el riesgo de que las crisis "a la mexicana" se repitan.

En el análisis de las causas de la crisis del peso mexicano —y de su profundidad— viene surgiendo el consenso en torno a varios factores. Éstos son: a) la gran magnitud del déficit en cuenta corriente, que había llegado a casi 8% del PIB en 1993 y 1994, así como el hecho de que una parte importante de este déficit se financiara con entradas de capital a relativo corto plazo; b) compromiso de las autoridades mexicanas a mantener un tipo de cambio relativamente fijo (en términos nominales), y el hecho de que un tipo de cambio algo sobrevaluado fuera acogido por un gobierno comprometido decididamente a reducir la inflación con suma rapidez; c) la aplicación de una política moneta-

ria más bien relajada en 1994 mientras las reservas caían abruptamente. Se añade a lo anterior el hecho de que una proporción tan elevada de los títulos de deuda del gobierno fuera a muy corto plazo, que una proporción tan elevada de ellos estuviera en manos de no residentes y que —durante 1994— el gobierno hubiera permitido la transformación de gran parte de su deuda en papeles denominados en dólares. Asimismo, entre las causas que se han destacado —sobre todo por los economistas mexicanos— está el "mal manejo" de la devaluación, los llamados "errores de diciembre". Cierran esta lista los acontecimientos extraeconómicos (políticos) imprevistos que habrían desempeñado un papel importante en provocar la crisis. En este último factor insiste sobremedida el Banco de México (Buirá, 1996; Gil Díaz y Carstens, 1996; Banco de México, 1995). En efecto, éste sostiene que la crisis fue fundamentalmente el resultado de una serie de acontecimientos políticos y delictuales impredecibles (Buirá, *op. cit.*)¹

Aunque es claro que todas estas causas explican en gran medida la crisis del peso —y su gravedad— habría otro conjunto de factores, también importantes, que se han descuidado o no se han destacado lo suficiente en la literatura cada vez más abundante sobre la crisis mexicana. En primer lugar, el proceso de liberalización habido en México a principios de la década de 1990 en el sector financiero y en la cuenta de capitales, fue tal vez demasiado rápido y —sobre todo— fueron tantos los cambios que ocurrieron simultáneamente que el sistema económico no pudo ajustarse adecuadamente a ellos y afrontar, a la vez, el gran ingreso de capitales. Por ende, la cuenta de capitales mexicana debería haberse liberalizado con mayor lentitud y/o deberían haberse introducido más controles y/o impuestos para desalentar la entrada masiva de

□ Deseo expresar mis agradecimientos a la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y a la Agencia Sueca para el Desarrollo Internacional (SIDA) por su colaboración financiera para esta investigación; y sobre todo a Barbara Stallings por sus valiosas sugerencias, y a varios colegas por sus aportes perspicaces y el apoyo que me brindaron, a saber, Ariel Buirá, Angel Calderón, Guillermo Calvo, Ricardo Hausman, Shañik Islam, David Peretz, Arturo Porzecanski, Claudia Schatan, Tom Trebat, Joaquín Tres y René Villareal. Expreso también mi reconocimiento por las observaciones tan provechosas del evaluador.

¹ La tesis del Banco de México va más allá y sostiene que la política monetaria (y de otra índole), incluso en 1994, era la acertada sobre la base de las señales entonces disponibles. Como se verá más adelante, en el presente artículo se disiente de plano sobre este aspecto de la interpretación del Banco de México, aunque se reconoce la dificultad de formular políticas en circunstancias cambiantes e inciertas. Tampoco se acepta en este trabajo que los acontecimientos políticos y delictuales de importancia indudable para explicar la crisis, fueran el factor determinante.

capitales de corto plazo. En este sentido, tanto el FMI (1995a) como el BPI (1995) han reconocido recientemente en forma explícita que las medidas tomadas por los gobiernos receptores para desalentar la entrada de capitales de corto plazo —aunque adolecen de ciertas limitaciones— pueden —si se combinan con otras políticas conducentes a mantener los equilibrios macroeconómicos fundamentales sólidos— desempeñar un papel positivo en el manejo efectivo de los flujos de capital y reducir, por ende, la probabilidad de una crisis financiera onerosa. Calvo y Goldstein (1995) dan a entender incluso que medidas como los controles/impuestos sobre las entradas de capital de corto plazo deberían formar parte de un “consenso de Washington” revisado.

Un aspecto particular de la rápida liberalización de la cuenta de capitales que, especialmente en retrospectiva, fue —o se tornó— problemático, es que a fines de 1990 se facultó a los no residentes para que —sin ninguna restricción— compraran títulos del gobierno mexicano, cosa que antes no estaban autorizados a hacer.² Esta medida formó parte de una liberalización más amplia, en que se permitió a los extranjeros adquirir bonos e instrumentos del mercado monetario así como acciones.

El proceso de rápida liberalización de la cuenta de capitales coincidió con un proceso de reprivatización de los bancos. Coincidió, además, con un cambio de conducta de la política monetaria, que significó eliminar con suma rapidez el encaje como instrumento de dicha política.³ En consecuencia, se alzó una restricción importante a la expansión del crédito bancario, precisamente cuando la banca se reprivatizaba. Los cambios conductuales de la política monetaria y crediticia, sumados a la reprivatización de los bancos (lo que significa que muchos banqueros no tenían experiencia en evaluar los riesgos crediticios y de mercado), no se acompañaron de esfuerzos suficientes por mejorar la supervisión y regulación bancaria; en todo caso, el mejoramiento de la supervisión bancaria tiende a ser un proceso lento. Rojas-Suárez y Weisbrod (1995) sostienen que, en general, la supervisión efectiva de los bancos es un instrumento mejor que el encaje para restringir la expansión crediticia, ya que puede restringir más la de los segmentos riesgosos del sistema bancario. Sin embargo, esto exige una pericia

supervisora bastante sofisticada, que tarda bastante tiempo en adquirirse. Por ende, en México, en un contexto de una supervisión y regulación bancarias relativamente laxas, rápida reducción del encaje y reciente privatización bancaria, estaban dadas las condiciones para una gran expansión del crédito, con un crecimiento desmedido del otorgado a los consumidores. En efecto, aunque el crédito al consumidor crecía con tanta rapidez no se tomaron medidas para frenarlo, sobre todo porque éstas se consideraban incompatibles con una postura más liberal en el manejo de la política monetaria y crediticia.⁴

Interesa señalar que situaciones similares —de desregulación acelerada del sector financiero y de la cuenta de capitales, acompañada de impulsos expansionistas sobre la gestión macroeconómica y conducentes a una crisis financiera— se han dado también en otros países, incluso desarrollados. En efecto, un estudio reciente del FMI (Drees y Pazarbasioğlu, 1995) destaca tales vínculos —en el caso de los países nórdicos— y muestra, por ejemplo, cómo la eliminación de controles a las restricciones crediticias y cambiarias desencadenó un aumento considerable del crédito a los prestatarios, que antes lo tenían racionalizado, en particular porque los bancos aumentaron notablemente su disposición a asumir riesgos. Tal como en el caso mexicano, las autoridades de los países nórdicos no intensificaron enseguida la estrictez de las normas de prudencia bancaria. Los *shocks* externos provocaron después crisis bancarias de gran envergadura y onerosas en dichos países.

Otro conjunto de factores que contribuye a explicar la severidad de la crisis del peso mexicano, pero que no se destaca lo suficiente en la literatura,⁵ es que los mercados internacionales de capital, si bien son generalmente eficientes, adolecen de algunas imperfecciones, y que éstas pueden generar un exceso de inversiones o créditos en ciertos mercados; sin embargo, una vez que se advierte el carácter excesivo de la inversión, puede haber una *hiper reacción* con flujos que no sólo declinan abruptamente sino que pasan a ser muy negativos.

Al parecer hay cuatro elementos principales que explican esta conducta de “auge y caída” en los mercados de capital modernos. Primero, el exceso de optimismo seguido de un pesimismo exagerado obedece en parte a la conducta de los administradores de fon-

² Material de entrevista. Véase, asimismo, Agosin y French-Davis (1996).

³ Se agradece la sugerencia de Carmen Reinhart, sobre este punto.

⁴ Material de entrevista.

⁵ Para una excepción notable, véase Calvo y Mendoza (1995).

dos ligada a su estructura de incentivos.⁶ Así, si un administrador de fondos (u otro inversionista) es el único que se equivoca (es decir, pierde una oportunidad muy rentable que todo el mundo aprovecha), su institución será castigada por el mercado. En cambio, si aquel se equivoca como todo el mundo, ya no va a ser tan grave, pues es menos probable que el mercado castigue a su institución, y de hecho, puede incluso haber una operación de rescate para tratar de subsanar este "error colectivo". Esta conducta provoca los efectos de "arrastré" o de "rebaño".

Segundo, y esto sirve principalmente para explicar el rápido retiro de fondos desde México, tras la devaluación inicial de 15%, en un mercado mundial de capitales altamente diversificado, donde la información exhaustiva cuesta cara, sería racional que los inversionistas reaccionaran incluso frente a "pequeñas noticias". En consecuencia, como sostienen Calvo y Mendoza, incluso las malas nuevas banales pueden conducir a un gran ataque especulativo, aunque éstas no estén relacionadas con ningún cambio relevante de los elementos económicos fundamentales. Esta conducta obedecería a la importante compensación recíproca (*trade-off*) que existe para los inversionistas extranjeros entre diversificación e información. Mientras más diversificado sea un inversionista menores serán sus incentivos para obtener información cara. En efecto, a medida que aumente el número de países donde invertir disminuye el beneficio marginal de recopilar información. Como resultado de estas tendencias, se exagera el efecto de "rebaño" al aumentar la sensibilidad de los inversionistas a los rumores o noticias de "mercado" y no al análisis a fondo de los elementos económicos fundamentales.

Tercero, y esto contribuye sobre todo a explicar la rápida afluencia de inversionistas de cartera extranjeros a México entre 1991 y 1993, parecía existir un conflicto de intereses entre la función de los banqueros inversionistas en su calidad de asesores (por ejemplo, de fondos mutuos estadounidenses, que sólo contaban con departamentos de investigación de tamaño reducido y por tanto dependían del asesoramiento de los banqueros inversionistas) y el hecho de que éstos tenían sus propios activos en el país cuyo valor deseaban proteger.

Asimismo, la mayoría de las instituciones estaban en "actitud vendedora"; incluso cuando al parecer pres-

taban asesoría independiente, aquéllas como los fondos mutuos trataban básicamente de comercializar sus productos para obtener comisiones.⁷ Para ello, destacaban los altos rendimientos y minimizaban los riesgos. De hecho, incluso cuando la información que suministraban las autoridades mexicanas era algo incompleta y había razones para creer que la situación podía estar deteriorándose (por ejemplo, en el segundo semestre de 1994) los analistas prefirieron pasar por alto la falta de información.⁸

El último elemento se relaciona directamente con la teoría de los mercados financieros y con su concepto de "miopía para prever el desastre" (Guttentag y Herring, 1984). En efecto, el artículo de Galant (1995) contenido en *Institutional Investor* subraya cómo los observadores mostraron absoluta incapacidad para prever la catástrofe. Cita entre otros a David Lubin, un economista de Hong Kong and Shanghai Banking Corporation (HSBC) en Londres, quien manifiesta que es difícil vislumbrar los desastres pues existe una especie de mecanismo inherente que le dice a uno que las cosas van a arreglarse solas sin contratiempos. De hecho, durante el primer período de inversión excesiva las medidas de racionamiento del crédito se relajan demasiado; esto denota que las percepciones de riesgo de los inversionistas pueden apartarse de la realidad. Además, la competencia puede implicar que mientras los prestamistas o inversionistas prudentes son desplazados del mercado éstos son reemplazados por otros dispuestos a aceptar lo que consideran un peligro poco probable. Estas tendencias obedecerían a factores institucionales, como los breves períodos utilizados para evaluar el desempeño de los ejecutivos de préstamos o gerentes de inversión, a fin de determinar si proceden, por ejemplo, las gratificaciones salariales.

Seguiremos un orden relativamente cronológico. Primero (en la sección II) examinaremos el seudoperíodo dorado, desde comienzos de 1990 hasta marzo de 1994, pero señalaremos los nubarrones que ya comenzaban a formarse y las opciones de política disponibles. En la sección III analizaremos el período comprendido entre marzo de 1994 y el 20 de diciembre de 1994, haciendo hincapié nuevamente en las opciones de política. La sección IV se centrará en la devaluación (analizando los posibles errores en su manejo) y la crisis resultante, y retomará el tema de las imperfecciones del mercado de capitales.

⁶ Se agradece la sugerencia de David Peretz, funcionario del Tesoro del Reino Unido, sobre este aspecto.

⁷ Material de entrevista. Véase, asimismo, *Emerging Market Investor* (1995) y Galant (1995).

⁸ Material de entrevista.

II

¿Los años dorados? Desde 1988 hasta principios de 1994

En esta etapa secular de la crisis del peso mexicano, con tantos análisis ultrasombrios de la economía mexicana, interesa resaltar que entre 1988 y 1993 México no sólo había conseguido muchos logros importantes sino que ante todo era muy elogiado a nivel internacional por su "señalado éxito" en el proceso de reformas económicas y estabilización macroeconómica.

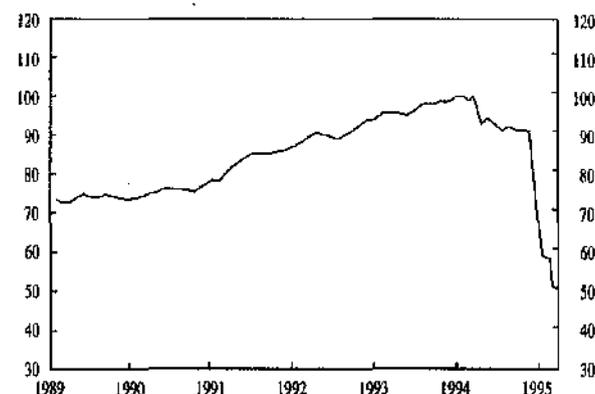
De hecho, en ese período México siguió una estrategia de ajuste económico y reformas que fortalecieron la consolidación fiscal y los cambios estructurales iniciados después de la crisis de la deuda de 1982. Dicha estrategia, que contaba con el apoyo activo del FMI (Camdessus, 1995b), perseguía restablecer la estabilidad macroeconómica, reducir el papel del sector público en la economía y sentar las bases de un crecimiento encabezado por el sector privado. Los elementos claves de la estrategia eran el mantenimiento de la disciplina fiscal y monetaria, una reestructuración profunda de la deuda y un programa global de reformas estructurales, que incluía la privatización y la liberalización del comercio. Por ende, la liberalización del sector financiero y de la cuenta de capitales formaba parte de reformas más amplias. La implementación del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (TLCN) se consideró la culminación del proceso de reformas, un premio para el reformador exitoso y la "consolidación externa" del proceso aludido.

Algunas variables macroeconómicas siguieron una evolución ejemplar. Así, el balance financiero global del sector público registró un superávit de casi 1% del PIB en 1993, comparado con un déficit de 11% del PIB en 1988. La inflación se redujo de 160% en 1987 a 8% en 1993.

Desde 1988 se utilizó el tipo de cambio como ancla nominal principal, apoyado ampliamente por las políticas de ingreso. Como suele ocurrir con tal política, la estabilización basada en un tipo de cambio nominal deriva en una apreciación real de la moneda local, ya que el diferencial entre la inflación interna y externa tarda en disminuir. En el gráfico 1 se observa que el tipo de cambio real mexicano (sobre la base del índice de precios al consumidor) se apreció en un 30% entre comienzos de 1989 y fines de 1993. Aunque el

GRÁFICO 1

México: tipo de cambio real efectivo^a
(1980 = 100)



Fuente: FMI, sistema de avisos de información.

^a Índice ponderado según el comercio exterior de tipos de cambio nominales deflactados por los precios relativos al consumidor ajustados estacionalmente. Un aumento indica apreciación.

régimen cambiario experimentó varias modificaciones, que fluctuaron desde un cambio fijo a la paridad móvil y luego a una banda ajustable (que después amplió sus límites), la apreciación continuó (Lustig, 1995). La apreciación del tipo de cambio real se exacerbó debido a las voluminosas entradas de capital que México recibió a principios de los años noventa, lo que provocó una especie de fenómeno financiero similar al de la "enfermedad holandesa". Estos flujos de capital tenían dos características importantes. Primero, eran muy elevados, en montos absolutos y como proporción del PIB (Devlin, French-Davis y Griffith-Jones, 1995). Segundo, según se observa en el cuadro 1, una elevadísima proporción del capital que entraba a México (comparado no sólo con los países asiáticos sino también con los demás países en desarrollo latinoamericanos) venía como inversión de cartera, la que representó 67% de las entradas totales entre 1990 y 1993. Como luego demostró la experiencia, pese a ser algo predecible, los flujos de cartera son potencialmente más volátiles y más propensos a invertir su sentido (en especial si una proporción tan elevada de los flujos de

CUADRO 1

Composición porcentual de las entradas de capital a México y otros países, 1990-1993

	México	Argentina	Chile	Tailandia	Indonesia
Inversión de cartera	67	37	22	6	-3
Inversión extranjera directa	21	42	31	20	28
Otras (incluye créditos bancarios)	12	21	47	75	75
<i>Total</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>

Fuente: Banco de México, 1995, FMI, Estadísticas financieras internacionales, enero de 1995.

cartera se hallaba invertida en títulos de gobierno a tan corto plazo).

Entre 1990 y 1993 las entradas de capital estuvieron dominadas por los flujos al sector privado, que se benefició de la internacionalización de los mercados de capital mexicanos, en particular respecto de acciones y bonos, que reportaron entradas de 12 000 millones de dólares y 24 000 millones de dólares, respectivamente (cuadro 2). Hasta fines de los años ochenta estaba restringida la participación del capital extranjero en las empresas mexicanas. A fines de 1989, los no residentes representaban sólo 6% de la capitalización del mercado bursátil mexicano. La participación extranjera se aceleró a raíz de la ley bursátil de diciembre de 1989 que liberalizó el acceso para los inversionistas extranjeros. Como resultado de éste (y otros factores) las adquisiciones extranjeras netas de acciones mexicanas, que habían sido inferiores a 1 000 millones de dólares anuales hasta 1989, totalizaron 28 000 millones de dólares entre 1990 y 1993. A fines de 1993, los inversionistas no residentes representaban 27% de la capitalización del mercado mexicano, cifra que permaneció prácticamente invariable durante todo 1994.

México volvió al mercado internacional de bonos en 1990, y las colocaciones de estos instrumentos aumentaron durante los tres años siguientes, de modo que entre 1990 y 1993 éstas totalizaron 24 000 millones de dólares. Al principio, el acceso de México a este mercado dependió de que estos instrumentos se reforzaran u ofrecieran grandes márgenes de rentabilidad, pero a medida que mejoró su clasificación crediticia esto se fue haciendo innecesario. A estas alturas, México era considerado un "punto de referencia como emisor de bonos". De hecho, fue uno de los pocos países con gran endeudamiento previo en ser catalogado marginalmente debajo del "investment grade" por los principales organismos de clasificación crediticia estadounidenses; interesa señalar que México no bajó de cate-

goría durante 1994 (cuando la situación se deterioró) sino sólo después de la devaluación y la crisis.

Otro elemento importante de las entradas de capital fueron las adquisiciones extranjeras de títulos del gobierno mexicano. Durante los años ochenta los títulos del gobierno denominados en pesos se vendían exclusivamente a los mexicanos residentes. En 1990 el gobierno autorizó la venta directa a los residentes extranjeros (estos últimos ya estaban facultados para efectuar algunas adquisiciones por intermedio de los bancos mexicanos); en 1991 —el primer año sin restricciones— los extranjeros invirtieron 3 400 millones de dólares en papeles del gobierno. Las adquisiciones se elevaron rápidamente hasta totalizar más de 18 000 millones de dólares entre 1991 y 1993 (cuadro 2). Durante este período los no residentes absorbieron prácticamente todo el incremento neto de títulos del gobierno. Resulta paradójico que una parte importante de la emisión de títulos del gobierno en esos años *no estuviera vinculada con el financiamiento de los déficits fiscales* sino con la esterilización monetaria de las entradas de capital, y que precisamente esa emisión provocara nuevas entradas.⁹ La participación de los títulos del gobierno tenidos por extranjeros se elevó de 8% a fines de 1990 a 57% a fines de 1993. Cabe señalar que los inversionistas extranjeros tenían una mayor proporción de pagarés con vencimiento a corto plazo (Certificados de Tesorería de la Nación (CETES) de 1 a 12 meses) y una menor proporción de pagarés con vencimiento a más largo plazo (bonos de 1 a 2 años) que los residentes; en consecuencia, el plazo de vencimiento promedio de las tenencias de los no residentes a fines de 1993 se estimaba en 280 días en comparación con 350 días para las tenencias de los residentes.¹⁰

⁹ Agradezco la sugerencia de Ricardo Hausman al respecto.

¹⁰ Material de entrevista.

CUADRO 2

México: resumen de las cuentas de capital, 1988-1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Cifras preliminares 1994
	(Millones de dólares)						
Cuenta corriente	-989	-5 823	-7 450	-14 649	-24 439	-23 400	-28 786
Cuenta de capital	-5 774	4 745	10 889	22 232	26 361	30 491	10 866
Capital oficial	265	-1 124	-1 820	3 424	7 940	7 882	-400
Préstamos a mediano y largo plazo	1 459	-29	6 371	1 226	-3 821	1 601	1 447
Bancos comerciales	-1 483	-1 199	4 555	-2 362	-5 744	-1 982	-725
Multilaterales	776	468	706	867	487	212	-165
Bilaterales y proveedores (excluidos los <i>commodity credits</i> (CCC) del Gobierno de Estados Unidos	556	616	688	1 422	1 246	171	-896
<i>Commodity credits</i> (CCC)	221	159	146	-377	-251	-166	-37
Colocaciones de bonos y otros	1 389	-73	276	1 675	441	3 366	3 270
Corto plazo	219	-199	483	529	1 843	1 063	2 172
Adquisiciones por no residentes de pagarés del Tesoro del Gobierno mexicano ^a	-	-	-	3 406	8 147	7 013	-1 942
TESOBONOS	-	-	-	253	-62	1 063	14 338
Otros	-	-	-	3 153	8 209	5 950	-16 280
Otros activos financieros gubernamentales	-1 412	-896	-8 674	-1 736	1 772	-1 794	-2 076
Conversión de la deuda en capital	-868	-389	-85	-199	-	-	-
Préstamos comerciales a largo plazo	-544	-307	-530	19	63	-281	-41
Refuerzos de la deuda ^b	-	-	-7 354	-604	1 165	-564	-615
Otros	-	-	-706	-952	544	-948	-1 420
Capital privado	-6 039	5 869	12 709	18 807	18 421	22 609	11 266
Inversión directa	2 595	3 037	2 633	4 762	4 393	4 389	7 980
Inversiones en acciones	-	493	1 995	6 332	4 783	10 717	4 088
Colocaciones de bonos	-	-	1 099	1 340	3 559	6 318	2 061
Sector bancario	-	-	-	-143	621	1 738	-183
Sector privado no bancario	-	-	1 099	1 483	2 938	4 580	2 244
Créditos externos netos	-3 317	-170	4 647	8 576	2 577	6 260	2 417
Sector bancario	-	-	4 250	6 195	449	3 428	1 181
Sector privado no bancario	-	-	397	2 381	2 129	2 832	1 236
Aumento de activos en el exterior (-)	-1 576	-1 860	-110	538	3 780	-1 809	-3 394
Intereses devengados en el exterior ^c	-1 576	-1 860	-1 747	-1 446	-837	-731	-1 188
Otros	-	-	1 637	1 984	4 617	-1 078	-2 206
Otros incluidos errores y omisiones	-3 741	4 368	2 445	-2 740	-671	-3 266	-1 886
Reservas internacionales netas (el signo (-) indica aumento)	6 763	1 078	-3 439	-7 583	-1 923	-7 092	17 919

Fuente: Banco de México, 1995 y estimaciones del FMI.

^a Excluye los reembolsos vinculados con los intereses devengados implícitos por pagarés del Tesoro de cupón cero, como los TESOBONOS y CETES.

^b Corresponde a la reinversión implícita de los intereses devengados en garantías de las deudas reestructuradas de la banca comercial.

^c Corresponde a la reinversión hipotética de los intereses devengados de inversiones extranjeras.

Resalta asimismo que durante el período 1990-1993 el sector privado recobró el acceso al financiamiento bancario internacional, con nuevos flujos crediticios que totalizaron 22 000 millones de dólares (cuadro 2). Dos tercios de este monto representaron transacciones interbancarias que incluyen depósitos denominados en dólares, por ejemplo certificados de depósito, a bancos mexicanos.

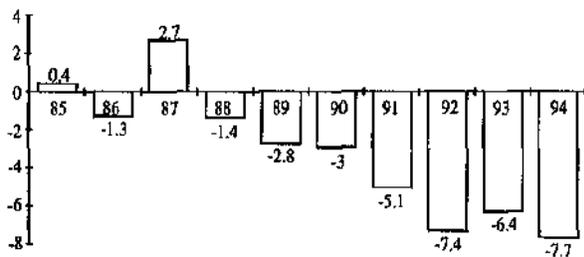
En general, las autoridades mexicanas no desalentaron estas entradas de capital. Sin embargo, como se destinaron masivamente a certificados de depósito a corto plazo denominados en dólares, las autoridades monetarias establecieron en 1992 un tope de 10% a la

participación de las obligaciones extranjeras en el pasivo total de la banca. Además, una suma equivalente a no menos de 15% de las obligaciones en moneda extranjera tenía que colocarse en activos de bajo riesgo o exentos de riesgo (Gurría, 1995). Al comienzo, esto hizo declinar (en 1992) las entradas de capital intermediadas por la banca. Sin embargo, una vez que los bancos habían ajustado sus carteras, éstas se reanudaron, en concordancia con los balances en rápido crecimiento de los bancos mexicanos.

El acelerado y sostenido crecimiento del déficit en cuenta corriente desde 1988 (gráfico 2), alcanzó un máximo de 7.7% del PIB en 1994. Este desequilibrio

GRAFICO 2

México; balance en cuenta corriente
(como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de México.

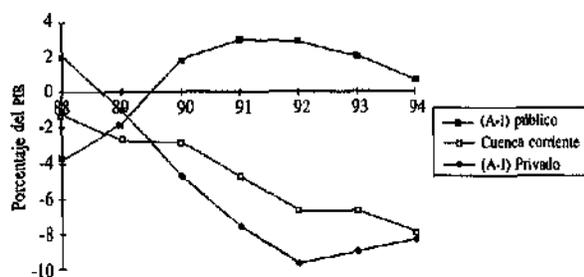
creciente de la cuenta corriente obedeció en gran medida a la apreciación del tipo de cambio. Éste se financiaba —hasta 1993— con la entrada neta de capitales en rápido crecimiento. De hecho, como los flujos netos de capital fueron incluso mayores que los déficit en cuenta corriente hasta fines de 1993, los niveles de reservas en divisas aumentaron de todas maneras.

Un aspecto digno de mención es la medida en que el déficit en cuenta corriente obedeció a los déficit privados o públicos.

En 1994, el déficit en cuenta corriente (de un 8% del PIB) emanó casi en su totalidad de un déficit del ahorro neto del sector privado, con las cuentas fiscales levemente superavitarias (gráfico 3). El deterioro de la cuenta corriente reflejó un exceso de inversión privada respecto del ahorro privado; la mayoría de los empréstitos externos en los años noventa correspondió a empresas y bancos privados. Hasta 1993, el endeudamiento neto del sector público no había aumentado gran cosa, ya que las obligaciones brutas, emitidas principalmente para esterilizar los efectos monetarios de las entradas de capital, eran equiparadas hasta fi-

GRAFICO 3

México; brecha ahorro-inversión y cuenta corriente



Fuente: Sachs, Tornell y Velasco, 1996.

nes de ese año por el aumento de las reservas en divisas (Sachs, Tornell y Velasco, 1996). Aquí hay un violento contraste con la situación que desembocó en la crisis mexicana de la deuda de 1982. En 1981, el déficit en cuenta corriente era de magnitud similar al de 1994 (de un 7% del PIB), pero éste estaba relacionado con un *déficit fiscal* de alrededor de 13% del PIB y un ahorro neto *positivo* del sector privado de un 6% (Villareal, 1995).

Por ende, el déficit en cuenta corriente de principios de los años noventa se dio pese a un equilibrio fiscal básico (aunque según algunas fuentes hubo cierto deterioro de las cuentas fiscales en 1994), y podía explicarse casi en su totalidad por el desahorro del sector privado. El hecho de que la contraparte del déficit en cuenta corriente no fuera un déficit fiscal sino privado, contribuyó tal vez a la “desatención benévola” con que las autoridades mexicanas trataron el déficit en cuenta corriente. (Una situación y reacción similares había ocurrido en Chile a comienzos de los años ochenta y en el Reino Unido a fines de esos mismos años, también con consecuencias problemáticas). La conclusión obvia es que lo que importa es la magnitud del déficit en cuenta corriente y no si ésta se origina en un déficit del sector público o privado.

La cuestión clave es si en los años aparentemente dorados, la política económica mexicana podría haberse conducido en forma diferente, y si esto habría disminuido la probabilidad (y/o la severidad) de la crisis que sobrevino. Cabe mencionar en este contexto que hubo un grupo de economistas mexicanos que advirtieron repetidamente sobre los peligros de la apreciación cambiaria y el déficit creciente en cuenta corriente. Dada la euforia generalizada (tanto en México como en el exterior) sus juicios repercutieron poco en las políticas mexicanas.

En primer lugar, la política cambiaria podría haberse conducido de manera distinta, como algunos economistas tanto en México como en otros países lo sugirieron (Dornbusch y Werner, 1994; Leiderman, Liviatan y Thorne, 1994; Ros, 1994). El Banco Central podría haber ampliado más la banda cambiaria y/o haber aumentado la depreciación diaria de su tope a fin de frenar la apreciación del tipo de cambio real. Aunque esto tal vez no habría modificado de inmediato el tipo de cambio nominal, habría aumentado la flexibilidad para futuras variaciones de política en caso que los flujos de capital se desaceleraran o se invirtieran. De hecho, la crisis del peso mexicano fue precipitada, pero no causada, por un movimiento de 15% de la banda; si la banda hubiera sido más amplia o se hu-

biera situado a un nivel más apropiado no habría sido necesaria esa variación tan explícita.

¿Por qué las autoridades económicas no obraron así? Primero, la euforia imperante en México —y el hecho de que las reservas en divisas estaban aumentando durante este período— les dio una falsa, pero comprensible, sensación de confianza, la que se fortaleció con el ingreso del país al TLCN. Segundo, las autoridades mexicanas supusieron que el problema del déficit creciente en cuenta corriente era relativamente temporal, pero que la afluencia masiva de capital era relativamente permanente, o que al menos duraría hasta que el déficit empezara a corregirse. Ambos supuestos eran dudosos y muy riesgosos, como lo advirtieron varias instituciones y economistas (CEPAL, 1994; Griffith-Jones, 1994). Tercero, las autoridades mexicanas otorgaron altísima prioridad a reducir la inflación a cifras de un dígito, y consideraron que el régimen cambiario —y una moneda que se apreciaba— era un instrumento muy valioso para cumplir este propósito. Otra de las paradojas de emplear el tipo de cambio como instrumento principal para reducir la inflación es que —al permitir el fortalecimiento del tipo de cambio real y, por lo tanto, un aumento del déficit en cuenta corriente— el país corre el riesgo de una devaluación muy considerable, lo que implicará entonces un aumento significativo de la inflación. Por lo tanto, quizá sea inconveniente poner demasiado énfasis en recurrir al tipo de cambio para reducir rápidamente la inflación a corto plazo —y prestar una atención insuficiente a mantener un tipo de cambio competitivo— incluso desde la perspectiva de una disminución sostenida de la inflación.

Empero, no sólo la política cambiaria, sin menospreciar su importancia, debería haberse conducido en forma diferente. La coordinación y secuencia de la liberalización y la privatización en el sector financiero y la apertura de la cuenta de capitales podrían haber implicado cambios más graduales y menos simultáneos. En el lapso de cuatro años no sólo se reprivatizó el sistema bancario sino que la política monetaria se modificó radicalmente, al reducirse el encaje y eliminarse los controles crediticios cuantitativos a fines de los años ochenta. Calvo y Mendoza atribuyen la casi duplicación del multiplicador monetario M2, de un 4.2 a fines de 1988 a 8 en diciembre de 1994, a estos dos cambios; consideran, además que esto es un factor importante para explicar el gran aumento de M2 (en términos reales) habido desde fines de los años ochenta. Los bancos comerciales privados —tras muchos años de nacionalización— tenían poca experiencia y

sistemas de organización inapropiados para evaluar adecuadamente el crédito y otros riesgos de mercado, así como para supervisar y cobrar los préstamos. Según el FMI (1995b) el fortalecimiento de las finanzas públicas (que redujo la demanda de crédito bancario del sector público) obligó a contactar prestatarios más riesgosos. Junto con la falta de supervisión y la existencia de normas reguladoras inadecuadas, esto contribuyó tanto a la gran expansión del crédito bancario comercial como al aumento de la cartera vencida. Entre 1987 y 1994 el crédito bancario comercial creció más de 100% en términos reales, y de éste el destinado a la vivienda aumentó en casi 1 000% y al consumo en más de 450% (Ramírez de la O, 1995, basado en datos del Banco de México), y gran parte de esos incrementos sustanciales precedieron a la afluencia de capitales. No se realizó tentativa alguna para regular o restringir dicho crédito. La mala calidad de algunos de estos préstamos, incluso antes de la crisis, llevó a que la relación entre los préstamos con vencimientos atrasados y el total de préstamos creciera de 4% en 1991 a 8% a fines de 1994.

A la vez que ocurrían grandes cambios en el sector financiero, se producía una rápida liberalización de la cuenta de capitales mexicana. Esto significó facultar a los no residentes para comprar acciones, títulos del gobierno, etc. (En parte, estos cambios respondieron al hecho de que los no residentes ya habían logrado sortear las restricciones vigentes, por ejemplo, comprando títulos del gobierno por intermedio de los bancos mexicanos. Sin embargo, el hecho de que las autoridades optaran por liberalizar completamente las restricciones a los no residentes en vez de acentuarlas refleja la filosofía de la apertura). Además, las modificaciones reglamentarias en los Estados Unidos (como la regla 144-A) y en otras partes facilitaron la venta de acciones mexicanas —y de otros países latinoamericanos— en los mercados internacionales (Griffith-Jones, 1992). La suma de todos estos cambios facilitó y promovió la gran afluencia de capitales a México. Este auge —intermediado en gran parte por el sistema bancario— había contribuido notoriamente a expandir el crédito al sector privado (que desempeñó sin duda un gran papel en la abrupta declinación del ahorro privado neto ya analizada).

Aquí no se critican las medidas propiamente tales, pues en el largo plazo son acertadas e inevitables, sino el ritmo con que se introdujeron. Asimismo, sobre todo en retrospectiva, parece válido preguntar ¿por qué no se adoptaron medidas compensatorias para frenar la afluencia excesiva de capitales recurriendo, por

ejemplo, al encaje a la chilena (French-Davis, Agosin y Uthoff, 1995); o por qué no se desplegaron mayores esfuerzos por mejorar la supervisión y regulación bancarias?

Esta última crítica no cabe sólo formularla a las autoridades mexicanas, ya que muchos profesionales de las ciencias económicas —y vinculados a las instituciones internacionales— alentaron la liberalización rápida y simultánea como la senda más eficiente para lograr el crecimiento económico, y elogiaron a México como el alumno modelo que recorría dicha senda. Por ende, resulta interesante, por ejemplo, que el FMI en su último informe de los funcionarios previo a la crisis sobre consultas del Artículo IV correspondiente

a México (publicado en febrero de 1994) alabó el éxito considerable que había obtenido el país en su programa global, no abogó por un cambio de la política cambiaria, y proyectó diferentes escenarios para el balance de pagos de México (hasta 1998), todos los cuales suponían entradas de capitales cuantiosas y sostenidas. Para ser justos también sostuvo la necesidad de encarar con flexibilidad y pragmatismo las circunstancias cambiantes de los mercados financieros, pero sin entrar en detalles. Sin embargo, la literatura sobre la coordinación y secuencia de las reformas ya había destacado la necesidad de proceder con más cautela y dejar para el último la apertura de la cuenta de capitales.

III

Febrero-diciembre de 1994; el cielo se nubla

Este período se inicia en febrero de 1994, mes en que el nivel de las reservas en divisas llegó a la cifra máxima de 29 200 millones de dólares (Banco de México, 1995). Como las reservas habían crecido tanto en el primer bimestre, habría habido cierta discusión sobre la necesidad de reevaluar el peso.¹¹ Las entradas de capital en ese bimestre fueron cuantiosas, pues las incertidumbres vinculadas con el levantamiento de Chiapas se vieron compensadas por el impacto favorable sostenido de la aprobación del TLCN por el Congreso de los Estados Unidos.

Empero, cambios importantes en la política monetaria estadounidense, que coincidieron con acontecimientos políticos dramáticos e imprevistos en México, disminuyeron notoriamente el atractivo que ejercía el país para los inversionistas extranjeros y nacionales. En febrero de 1994 la Reserva Federal de los Estados Unidos decidió elevar las tasas de interés de 3% a 3.25%. Se preveían nuevas alzas ya que las autoridades monetarias de dicho país estaban empeñadas en desacelerar el rápido ritmo de crecimiento de la economía. De hecho, durante todo el año las tasas de interés estadounidenses aumentaron en seis oportunidades, y la rentabilidad de los pagarés del tesoro estadounidense subió de 3% en enero de 1994 a 5.6% en diciembre de ese año. El diferencial entre los pagarés

del tesoro mexicano y estadounidense disminuyó en febrero de 1994 ya que las tasas estadounidenses se elevaron y —cosa extraña— las tasas mexicanas cayeron en 1% al suavizarse las condiciones monetarias. El diferencial volvió a aumentar cuando las tasas de interés estadounidenses subieron por segunda vez (22 de marzo).

Sin embargo, fue el asesinato del candidato presidencial Luis Colosio, el 23 de marzo, lo que pareció precipitar en forma más directa la salida masiva de capitales y la disminución espectacular de las reservas en divisas, que cayeron en casi 11 000 millones de dólares entre el 23 de marzo y el 21 de abril (gráfico 4).

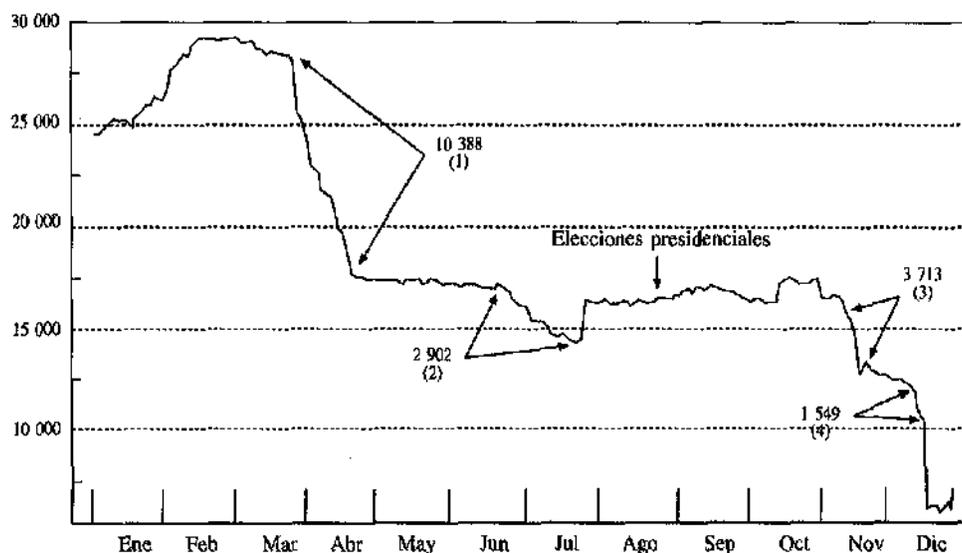
De hecho, durante todo el año fue la combinación simultánea de las mayores rentabilidades estadounidenses (muy superiores a las bajísimas rentabilidades existentes a principios de los años noventa) y la mayor percepción de la inestabilidad política —y por lo tanto del riesgo político— en México lo que desalentó el flujo de capitales hacia ese país, y en efecto provocó su salida; la prima diferencial comparada con el riesgo diferencial (entre invertir en México y Estados Unidos, en particular) había disminuido notoriamente.

Ante el cambio de percepciones —tanto de los inversionistas nacionales como extranjeros— las autoridades mexicanas pudieron elegir entre dos opciones. La primera habría consistido en hacer mucho más estricta la política monetaria y aumentar la paridad móvil o ampliar más la banda cambiaria; la intensifica-

¹¹ Material de entrevista.

GRAFICO 4

México: masa de reservas internacionales netas en 1994
(Millones de dólares)



Fuente: Banco de México y Buira, 1996.

(1) Asesinato del candidato presidencial del PRI.
(2) Renuncia del Secretario de Gobierno.

(3) Declaraciones del Fiscal General Adjunto.
(4) Reanudación de hostilidades del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN).

ción de la política monetaria restrictiva habría empezado a disminuir el gran déficit en cuenta corriente (aunque con cierto desfase) y, en forma más inmediata, habría aumentado notoriamente la prima diferencial entre invertir en México y los Estados Unidos, volviendo así al primero más atractivo para los inversionistas. La aceleración de la paridad móvil o la ampliación de la banda cambiaria habrían tenido, también con cierto desfase, un efecto positivo sobre la cuenta corriente, aunque no queda claro su efecto inmediato sobre los inversionistas. Ambas medidas se habrían ocupado en el fondo de la menor disposición de los inversionistas extranjeros a financiar la voluminosa cuenta corriente, así como de la necesidad consiguiente de aumentar el atractivo de México para los inversionistas y empezar a ajustar la economía para reducir la cuenta corriente. Varios observadores (por ejemplo, Leiderman y Thorne, 1995) estiman que ese cambio de política (tanto de la política monetaria como cambiaria) en el primer trimestre de 1994 podría haber evitado gran parte de la crisis. Ésta parece una hipótesis razonable, aunque jamás lo sabremos a ciencia cierta.

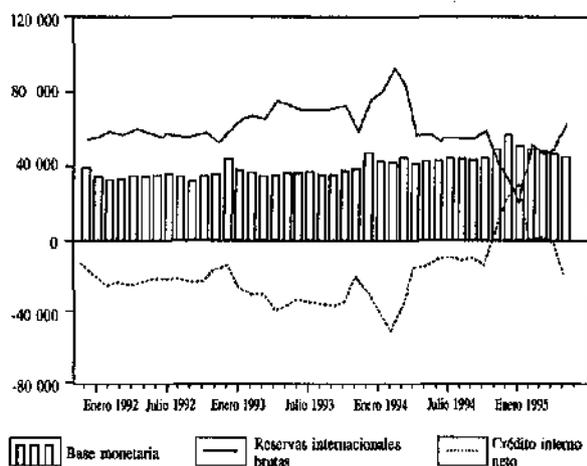
En el fondo, las autoridades mexicanas no persiguieron la primera opción. Aunque la política monetaria se volvió un poco más restrictiva tras el asesina-

to de Colosio y las tasas de interés de los CETES aumentaron de 10.1% el 23 de marzo a 17.8% un mes más tarde, no hubo más restricciones después de eso y las tasas de interés de los CETES fluctuaron entre 16% y 18%; en realidad, en agosto las tasas de interés declinaron y hasta fines de noviembre fluctuaron entre 13% y 15%. Básicamente, lo que las autoridades monetarias mexicanas hicieron fue "esterilizar" el impacto monetario de la salida de reservas en divisas, expandiendo notoriamente el crédito interno neto; así, la base monetaria aumentó, pese a que las reservas caían vertiginosamente (gráfico 5). El aumento del crédito interno neto fue particularmente considerable luego del asesinato de Colosio y un mes antes de la devaluación y la crisis de diciembre. La razón de por qué las autoridades monetarias "esterilizaron" la caída de las reservas, fue que supusieron —erróneamente como sabemos ahora, y asumiendo un enorme riesgo que era evidente incluso con la información disponible en ese entonces— que la abrupta desaceleración de las entradas y el auge de las salidas eran fenómenos temporales.

Tampoco se modificó la política cambiaria, aunque hubo cierta devaluación real dado que el peso se movió desde fines de marzo casi hasta el límite de la banda, y se mantuvo allí hasta diciembre (gráfico 6).

GRAFICO 5

México: Intervención esterilizadora del Banco Central, 1992-1995
(millones de pesos nuevos)



Fuente: Buirá, 1996

Las autoridades mexicanas siguieron una opción de política que implicó dejar que cayeran las reservas en divisas (las declinaciones ocurrieron en determinados momentos —véase de nuevo el gráfico 5— con niveles estables entre medio) y que los no residentes se volcaran de los pagarés del tesoro denominados en pesos (CETES) a los TESOBONOS denominados en dólares (cuadro 3). La masa de TESOBONOS se elevó de 3 100 millones de dólares en marzo de 1994 a 12 600 millones de dólares en junio de 1994; volvió a subir a 19 200 millones de dólares en septiembre y a 29 000 millones de dólares en diciembre de 1994 (gráfico 7). Así, la composición de la deuda del gobierno en manos extranjeras se modificó radicalmente; en diciembre de 1993, 70% de ella se hallaba en CETES y 6% en TESOBONOS; en diciembre de 1994, en cambio, 10% se hallaba en CETES y 87% en TESOBONOS (Lustig, 1995).

Se dice que eran instituciones como los fondos mutuos estadounidenses los que se pasaban de los CETES a los TESOBONOS; parece que si el capital mexicano se sentía nervioso tendía a dejar el país en vez de pasarse a los TESOBONOS.¹²

CUADRO 3

México: Inversiones de no residentes en títulos del gobierno mexicano, 1991-1995

	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS (Miles de millones de dólares)	BONDES	Total
Adquisiciones netas de no residentes					
1991	2.3	1.4	0.3	-0.5	3.4
1992	5.6	2.1	-0.1	0.5	8.1
1993	5.6	0.7	1.1	-0.4	7.0
1994	-11.6	-3.9	14.3	-0.9	-1.9
Tenencias de no residentes^a					
Enero 1991	1.4	0.3	-	1.6	3.3
Diciembre 1991	3.0	1.5	-	0.7	5.5
Diciembre 1992	9.1	3.7	0.2	1.3	14.3
Diciembre 1993	15.4	4.4	1.3	0.8	21.9
Diciembre 1994	2.5	0.5	17.4	-	20.5
Abril 1995	3.4	0.4	10.2	0.3	14.3
Porcentaje de las tenencias públicas totales					
Tenencias de no residentes^a					
Enero 1991	7.3	7.4	58.9	8.4	8.0
Diciembre 1991	21.9	15.9	78.7	4.0	13.1
Diciembre 1992	75.8	41.4	58.6	12.4	45.6
Diciembre 1993	63.1	53.4	80.3	18.7	56.6
Diciembre 1994	60.2	19.1	79.0	5.0	69.3
Abril 1995	60.8	17.8	90.4	15.4	68.4

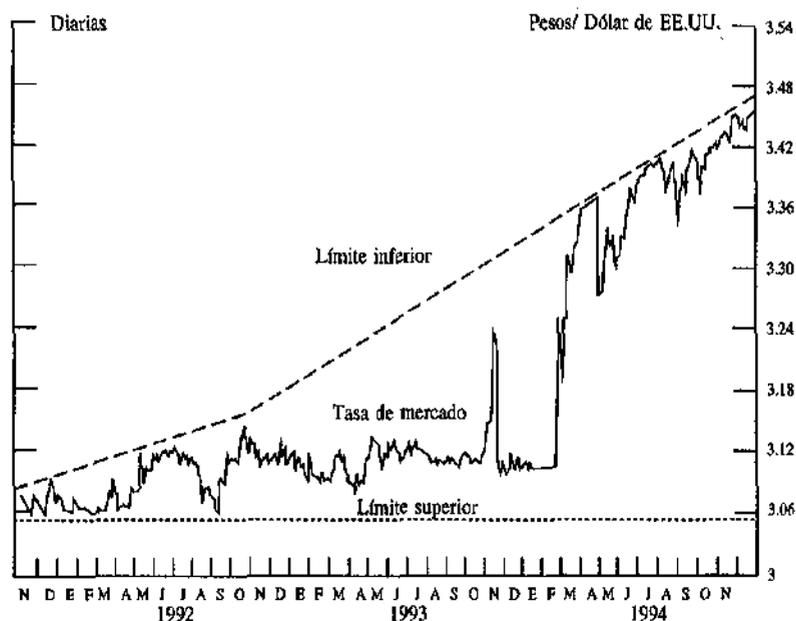
Fuente: Banco de México; y estimaciones del FMI.

^a La variación de las tenencias refleja las adquisiciones netas de títulos, la revaluación del tipo de cambio, y las características de indización de los AJUSTABONOS y TESOBONOS.

¹² Material de entrevista.

GRÁFICO 6

México: variaciones del tipo de cambio dentro de la banda cambiaria
(Noviembre de 1991 hasta mediados de diciembre de 1994)



Fuente: Banco de México, *The Mexican Economy*, 1995.

Este traspaso espectacular reflejó los temores de los inversionistas de que el tipo de cambio no fuera sostenible, y por lo tanto sólo estuvieron dispuestos a quedarse en México en papeles denominados en dólares; en realidad esto significó que esos inversionistas ya habían salido —por lo menos a medias— del país. Las autoridades mexicanas los “persuadieron” a quedarse “asumiendo” el riesgo cambiario. A mediados de 1994 los TESOBONOS poseían varias características inquietantes (su gran magnitud, su tenencia por no residentes cada vez más nerviosos, su denominación en dólares y su vencimiento a muy corto plazo) que los convertían en una potencial bomba de tiempo en las manos de las autoridades mexicanas. Otro factor muy peligroso y a fin de cuentas decisivo fue la combinación de reservas en divisas decrecientes y la deuda del gobierno a corto plazo denominada en dólares (gráfico 7). Cuando desde mediados de 1994 la masa de TESOBONOS sobrepasó las reservas totales en divisas, la situación se tornó especialmente delicada, sobre todo porque papeles eran a tan corto plazo. Además, el hecho de que la deuda estuviera denominada en dólares implicaba que las autoridades mexicanas no podían deflactar su valor en caso de devaluación ni tampoco emi-

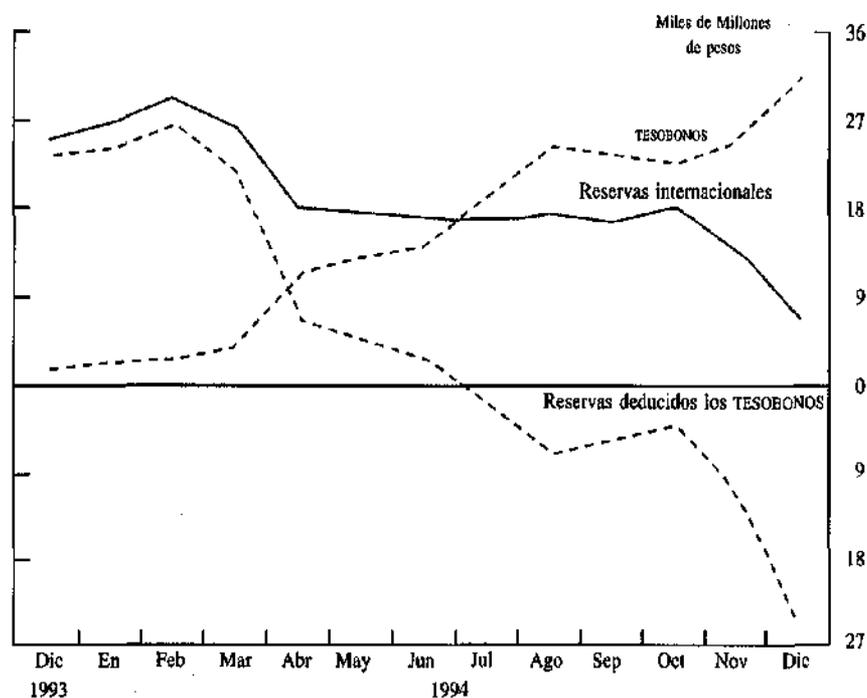
tir dinero para servirla. Tampoco podían servirla —si los inversionistas se negaban a refinanciar los TESOBONOS— recurriendo a las reservas en divisas, pues desde mediados de 1994 la masa de reservas era menor que la masa de TESOBONOS y la brecha seguía ampliándose (gráfico 7).

Otra fuente de vulnerabilidad financiera para México —menos analizada— fue la creciente dependencia de los bancos del financiamiento a corto plazo como, por ejemplo, los certificados de depósitos de los no residentes. Este tipo de financiamiento se elevó de 19 000 millones de dólares en 1991 a 25 000 millones de dólares en 1994. Interesa examinar cómo evolucionó la cuenta de capitales y su composición (para detalles, cuadro 4).

Durante el segundo trimestre de 1994 (período que incluye el asesinato de Colosio y el alza de las tasas de interés estadounidenses) la cuenta de capitales se deterioró abruptamente, de 7 700 millones de dólares en el primer trimestre (cifra algo mayor al promedio de 1993) a 2 000 millones de dólares en el segundo trimestre. La única categoría que se mantuvo firme fue la inversión extranjera directa. Sin embargo, ésta se vio contrarrestada con creces por la baja de las inversio-

GRAFICO 7

México: reservas internacionales y TESOBONOS en circulación



Fuente: C. Siegman, 1995, comentarios sobre "The Mexican Crisis of 1994" de Ariel Buira, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD), La Haya, Países Bajos. Basado en datos del Federal Reserve Board.

nes de cartera (en particular en acciones, pero también en bonos) y por el endeudamiento negativo de los residentes en el exterior.

Las entradas al mercado de capitales se recuperaron bastante en el tercer trimestre, pues las condiciones políticas parecieron estabilizarse después de las elecciones presidenciales del 21 de agosto, pero volvieron a declinar espectacularmente en el último trimestre. Empero, en noviembre los extranjeros vendieron acciones y títulos del gobierno. En diciembre, los no residentes volvieron a retirarse de los mercados de títulos del gobierno.

La respuesta de las autoridades mexicanas a esta evolución de la cuenta de capitales fue suponer que la menor entrada de capitales y el aumento de las salidas eran temporales, y que obedecían a una incertidumbre política transitoria. Aunque es posible entender esa interpretación, parece difícil justificarla. En ella se desconoció la regla de John Williamson (1994) de que las conmociones negativas deben tratarse como permanentes y las positivas como temporales. De hecho, puede decirse que las autoridades mexicanas tendieron a hacer todo lo contrario. El problema clave fue que esto

implicó una estrategia de altísimo riesgo, y es ésta la crítica principal que se formula al enfoque que adoptaron.

Para atenuar ese riesgo excesivo, las autoridades mexicanas podrían haber ampliado más la banda y/o haber acelerado la paridad móvil, deberían haber intensificado notoriamente la estrictez de la política monetaria y emitido un número muchísimo menor de TESOBONOS, procurando colocar los que emitieran a un vencimiento a más largo plazo. En este contexto, cabe señalar que se iba a dejar que el vencimiento promedio de la deuda pública "interna", que había subido de menos de 40 días en 1985 a más de 400 días en 1992, *cayera abruptamente*, de modo que a fines de 1994 casi 60% de ella tenía un vencimiento inferior a 12 meses.¹³ Los vencimientos a más largo plazo habrían significado mayores costos financieros, pero menor vulnerabilidad financiera. Se dice,¹⁴ que las autoridades mexicanas *ni siquiera trataron* de emitir TESOBONOS a más

¹³ FMI.

¹⁴ Material de entrevista.

CUADRO 4

México: cuenta de capital trimestral, 1993-primer trimestre de 1995
(Millones de dólares)

	1993				1994				1995
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Cuenta de capital	7 959	7 639	6 955	7 938	7 729	-2 040	7 754	-2 576	-6 253
Capital oficial	4 678	367	2 648	191	2 730	-474	2 278	-4 933	-1 935
Empréstitos a mediano y largo plazo	-98	679	653	367	826	520	-189	290	-1 421
Bancos comerciales	-343	-607	-256	-776	-230	-280	-7	-209	-307
Multilaterales	-68	2	38	240	-102	-42	-169	147	-231
Bilaterales y proveedores ^a	-233	207	-42	74	-381	-256	-291	-4	-652
Colocaciones de bonos y otros	546	1 077	913	830	1 539	1 098	278	355	-232
Empréstitos a corto plazo	1 347	29	-317	4	834	154	984	200	-1 969
Fondo de Estabilización Cambiaria	-	-	-	-	-	-	-	-	5 236
Adquisiciones por no residentes de pagarés del tesoro del gobierno mexicano ^b	3 718	1 227	1 694	374	1 487	35	1 163	-4 627	-4 652
CETES	2 330	-205	2 175	1 304	-60	-5 509	-1 955	-4 063	933
TESOBONOS	-120	-25	515	693	1 732	7 108	4 628	870	-5 578
Otros	1 508	1 457	-966	-1 623	-185	-1 564	1 510	-1 434	-7
Otros activos financieros del gobierno	-288	-1 567	618	-555	-417	-1 183	320	-796	872
Préstamos comerciales a largo plazo	-119	-274	-4	115	-41	-112	92	20	69
Reforzamientos de la deuda	-137	-140	-143	-146	-149	-152	-155	-159	-162
Otros	-33	-1 154	764	-525	-227	-919	383	-657	965
Capital privado	3 281	7 272	4 307	7 748	4 999	-1 566	5 476	2 357	-4 318
Inversión directa	1 164	954	550	1 721	1 846	1 618	2 325	2 191	607
Inversión en acciones	1 269	1 312	1 879	6 257	3 466	248	744	-369	119
Colocaciones de bonos	994	1 865	1 968	1 491	1 486	74	446	55	-1 185
Sector bancario	-	325	1 253	160	173	-62	-136	-158	-14
Sector privado no bancario	994	1 540	715	1 331	1 313	136	582	213	-1 171
Créditos externos netos	1 943	2 337	536	1 445	3 352	-381	-1 199	645	-1 188
Sector bancario	675	2 125	298	330	1 953	-317	-1 278	823	-2 315
Sector privado no bancario	1 268	212	238	1 115	1 399	-64	79	-178	1 127
Aumento de activos en el exterior (-)	-482	528	-230	-1 625	-2 695	-632	588	-655	-1 286
Tenencia de intereses devengados en el exterior	-204	-170	-166	-192	-199	-287	-323	-380	-407
Otros	-278	698	-64	-1 434	-2 496	-345	911	-275	-879
Otros, incluidos errores y omisiones	-1 605	276	-395	-1 541	-2 456	-2 493	2 572	491	-1 385

Fuente: Banco de México; y estimaciones del FMI.

^a Incluye *commodity credits* (CCC) del Gobierno de Estados Unidos.

^b Financiamiento a corto y mediano plazo suministrado por Estados Unidos y Canadá en el marco del Convenio de Apoyo Financiero de América del Norte.

largo plazo, aunque no es absolutamente seguro que hubieran podido colocar montos importantes. ¿De haber sido así (lo que parece improbable), debería haberse optado por no emitir tantos TESOBONOS! De hecho, la necesidad de incrementar tanto los TESOBONOS debería haber sido una clara señal de la falta de credibilidad de la política cambiaria en particular y de la macroposición global en general.

La relativa liberalización (dadas las circunstancias) de la política monetaria podría tener alguna explicación política —aunque no una justificación— hasta las elecciones de agosto. El enigma es ¿por qué la

política monetaria siguió siendo tal después que el Partido Revolucionario Institucional (PRI) triunfó claramente? Si se prefería mantener la política cambiaria, ¿por qué no se restringió la política monetaria? Se dice que una de las razones principales fue la preocupación por los efectos desestabilizadores de las tasas más elevadas de interés sobre un sistema bancario más bien frágil.¹⁵

¹⁵ Material de entrevista. Véase, asimismo, Lustig (1995).

IV

Estalla la crisis financiera en gran escala

El 20 de diciembre las autoridades mexicanas ampliaron en 15% la banda cambiaria. Como esto provocó una salida tan masiva de fondos (los días 20 y 21 de diciembre, las reservas en divisas cayeron en más de 4 000 millones de dólares) y una considerable disminución de las reservas, se dejó flotar el peso.

Aunque el 20 de diciembre se hizo lo que muchos observadores habían considerado necesario (devaluar en alrededor de un 20%), esta decisión precipitó una crisis financiera y de balanza de pagos colosal, con grandes repercusiones no sólo en América Latina sino en todo el mundo en desarrollo e incluso en algunas economías desarrolladas más débiles.

Aunque las autoridades mexicanas habían cometido errores en la conducción de la política macroeconómica y en el ritmo de la liberalización (véase *supra*) y aunque la devaluación misma (véase *infra*) podría haberse coordinado y manejado mejor, la reacción de los mercados financieros frente a la devaluación —que en sí era una medida correcta— fue absolutamente brutal y del todo imprevista. Prácticamente de un día para otro, la percepción que tenían los mercados financieros de México varió radicalmente de “economía modelo” a “traidor de los inversionistas extranjeros”, aunque los elementos económicos fundamentales no habían variado hasta ese momento, y ni siquiera había habido un nuevo deterioro importante de los elementos políticos esenciales. Por tal motivo, para tener un conocimiento cabal de la crisis del peso mexicano no se puede enfatizar sólo (o quizás principalmente) los errores normativos de las autoridades mexicanas, sino que hay que centrarse también en las imperfecciones de los mercados internacionales de capital. Antes de explorar estos últimos con más detalle, analizaremos cómo se manejó la devaluación y reseñaremos su impacto sobre la balanza de pagos.

Si se postula que la devaluación inicial fue en realidad en muchos sentidos una respuesta apropiada a un enorme déficit en cuenta corriente, que ya no podía seguir financiándose con grandes salidas de capital, ¿en qué sentido hubo un mal manejo de la devaluación?

Primero, la devaluación *se hizo demasiado tarde*. La ampliación de la banda sólo se anunció cuando las reservas habían caído a 10 000 millones de dólares. Si se hubiera hecho antes (ya sea desde una posición de

fuerza, por ejemplo a fines de febrero de 1994, con reservas de 29 000 millones de dólares; o después del asesinato de Colosio, cuando las reservas cayeron sistemáticamente a 17 000 millones de dólares a mediados de abril; o en agosto, cuando las reservas tras seguir disminuyendo habían aumentado a 16 000 millones de dólares), las autoridades se habrían hallado en una posición más firme para defender la moneda. Además, si se hubiera devaluado antes habría habido un excedente escaso o nulo de TESOBONOS por vencer, y por tanto la diferencia entre las reservas y los TESOBONOS habría sido positiva o ligeramente negativa (gráfico 7).

Segundo, y esto se aprecia mejor en retrospectiva, se cometieron varios errores en la manera como se manejó la devaluación. En México éstos se conocen como “los errores de diciembre”; en este país muchos analistas atribuyen gran importancia al “mal manejo” de la devaluación.¹⁶ Sin embargo, no debe exagerarse la importancia de este “mal manejo”. Además, estos “errores” se vuelven mucho más obvios al verlos en retrospectiva y conociendo la enorme magnitud de la crisis.

Entre los posibles errores de cómo se manejó la ampliación de la banda figuran los siguientes: a) tal vez fue decisivo que la medida se anunciara en una suerte de vacío normativo; no se anunció simultáneamente un paquete de ajuste más amplio (que podría haber incluido, por ejemplo, la intensificación de la política monetaria restrictiva); tampoco se anunció un programa de nuevas privatizaciones. Ambas medidas habrían tranquilizado a los inversionistas. No obstante, en defensa de las autoridades mexicanas habría que decir que se anunciaron acuerdos entre los líderes empresariales y laborales del país para restringir, simultáneamente con la devaluación, los aumentos de salarios y precios. Sin embargo, esto no fue suficiente para satisfacer a los mercados; b) el movimiento de la banda no se vinculó con un acuerdo de préstamo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que habría servido también para tranquilizar a los inversionistas, sobre todo a los extranjeros. Para ser justos con las autoridades mexicanas hay que mencionar que simultá-

¹⁶ Material de entrevista.

neamente con la devaluación se anunció, como una importante línea de defensa, la activación de una línea de crédito recíproco por 7 000 millones de dólares con Canadá y los Estados Unidos. Sólo la excesiva magnitud de la crisis hizo que esta línea de crédito recíproco fuera insuficiente; c) la devaluación se analizó primero en una larga reunión en el seno del Pacto de Solidaridad Económica. El "Pacto" es un foro de representantes del gobierno, el sector empresarial, los trabajadores y los productores agrícolas, que se utiliza para acordar la política macroeconómica, incluida una política de ingresos que abarca salarios, precios y el tipo de cambio. Aunque el Pacto es un instrumento valioso para lograr consenso sobre la política económica mexicana, analizar un cambio específico de la política cambiaría en una situación de reservas en rápido descenso en un foro de esta naturaleza parecía inadecuado por dos conceptos. Primero, lo más indicado es que el gobernador del Banco Central (sólo con el acuerdo del Ministro de Hacienda) tome la decisión de devaluar, a fin de evitar que se propaguen rumores que pueden desestabilizar los mercados financieros. Segundo, en el caso concreto de la devaluación mexicana, hay informes no confirmados de que algunos de los representantes empresariales que participaron en la reunión mencionada aprovecharon de inmediato la información de una próxima devaluación para comprar dólares. Esto no sólo aumentó la presión sobre el peso sino que indignó a los inversionistas extranjeros, que alegaron carecer de acceso a esta "información reservada"; se dice que esto aceleró su retiro de dólares;¹⁷ d) la medida fue aplicada por un nuevo Ministro de Hacienda que no había tenido tiempo ni había dedicado esfuerzos suficientes como su predecesor a establecer vínculos estrechos con la comunidad de inversionistas extranjeros; e) ella sólo se decidió para ampliar la banda; y sólo cuando ésta recibió un ataque muy fuerte se tomó la decisión de dejar flotar el peso. Varios analistas sostienen que habría sido mejor haber pasado de inmediato a la flotación, como lo había propuesto el Banco de México y rechazado el Pacto;¹⁸ f) la decisión se tomó con la Navidad casi encima, cuando los mercados tienden a ser muy flojos, y g) la decisión de devaluar se anunció un martes dándoles a los mercados la posibilidad de atacar durante el resto de la semana; las devaluaciones suelen hacerse el viernes en la tarde.

Sin embargo, no hay que exagerar la importancia de los "errores de diciembre", pues no cabe duda que

las características más estructurales de la situación desempeñaron un papel dominante. No obstante, su conocimiento podría ser aleccionador para otros países que pueden encarar situaciones similares en el futuro.

Después de la devaluación del 15%, y aún más después de la flotación del peso, los inversionistas se precipitaron en tropel a la "salida", con la increíble velocidad de una estampida. Cabe recordar que se perdieron 4 500 millones de dólares en reservas entre el 20 y el 22 de diciembre; se dice que el grueso de esta suma pertenecía a residentes mexicanos.¹⁹ Sin embargo, a la fuga se sumaron progresivamente los inversionistas extranjeros presas del pánico. El valor en dólares de la inversión extranjera en la Bolsa Mexicana de Valores cayó verticalmente, de 50 000 millones de dólares en noviembre de 1994 a 18 000 millones de dólares en febrero de 1995, pero su participación sólo disminuyó un 1% en dicho período (de 25.7% en noviembre de 1994 a 24.5% en febrero de 1995) (cuadro 5). Ello obedece a que el valor total de la Bolsa Mexicana de Valores cayó abruptamente en términos de dólares, debido sobre todo a la caída del peso, pero también a cierta disminución del precio de las acciones.

Sin embargo, lo que más contribuyó a la crisis fue lo ocurrido con los TESOBONOS, y en menor medida lo acontecido en el sistema bancario. Hacia fines de diciembre los inversionistas (y especialmente los extranjeros, que tenían la mayoría de los TESOBONOS) mostraron una creciente preocupación por el monto en TESOBONOS que vencería en los primeros meses de 1995. De pronto, se cayó en la cuenta de que un total de 9 900 millones de dólares vencería el primer trimestre, mientras que las reservas en divisas habían caído a 6 300 millones de dólares a fines de diciembre de 1994. Se difundió el pánico de que tal vez el gobierno mexicano podría verse obligado por los acontecimientos a caer en el incumplimiento de sus obligaciones. Como resultado de estos temores, tres subastas semanales de TESOBONOS que se iniciaron el 27 de diciembre de 1994 licitaron un monto mucho menor del ofrecido. ¡La relación licitación-cobertura (proporción entre monto licitado y monto ofrecido) se derrumbó a un desastroso 5% el 27 de diciembre de 1994, cuando se ofrecieron 600 millones de dólares en TESOBONOS y sólo se licitaron 28 millones de dólares! Aunque la deman-

¹⁷ Material de entrevista.

¹⁸ Material de entrevista.

¹⁹ Material de entrevista.

CUADRO 5

Bolsa mexicana de valores (BMV), 1989-1995

Año/ mes	Valor de mercado		Inversión extranjera		Participación de extranjeros		IPC
	Millones de dólares	Variación porcentual	Millones de dólares	Variación porcentual	Porcentaje de la BMV	Puntos	
Diciembre 1989	26 562.71	-	808	-	3.04	418.93	-
Diciembre 1990	40 939.86	54.13	4 079.45	404.88	9.96	628.79	50.10
Diciembre 1991	101 718.65	13.59	18 542.51	9.07	18.23	1 431.46	3.42
Diciembre 1992	138 749.07	4.68	28 668.00	3.66	20.66	1 759.44	2.55
Diciembre 1993	200 613.34	18.70	54 623.05	26.97	27.23	2 602.63	17.46
Enero 1994	215 383.00	7.36	60 924.55	11.52	28.29	2 781.37	6.87
Febrero 1994	202 646.12	(5.91)	56 166.82	(7.81)	27.72	2 585.44	(7.04)
Marzo 1994	186 301.92	(8.07)	50 296.03	(10.45)	27.00	2 410.38	(6.77)
Abril 1994	181 114.11	(2.78)	48 328.32	(3.91)	26.68	2 294.10	(4.82)
Mayo 1994	188 229.96	3.93	51 032.43	7.17	27.52	2 483.73	8.27
Junio 1994	174 633.22	(7.22)	46 445.26	(10.32)	26.60	2 262.58	(8.90)
Julio 1994	184 371.77	5.58	51 032.43	9.88	27.68	2 462.27	8.83
Agosto 1994	202 574.72	9.87	55 394.16	8.55	27.35	2 702.73	9.77
Septiembre 1994	204 480.98	0.94	55 913.07	0.94	27.34	2 746.11	1.61
Octubre 1994	195 429.07	(4.43)	50 747.94	(9.24)	25.97	2 552.08	(7.07)
Noviembre 1994	195 838.05	0.21	50 393.06	(0.70)	25.73	2 591.34	1.54
Diciembre 1994	129 850.36	(33.70)	34 395.16	(31.75)	26.49	2 375.66	(8.32)
Enero 1995	88 124.25	(32.13)	22 973.06	(33.21)	26.07	2 093.98	(11.86)
Febrero 1995	77 300.67	(12.28)	18 946.20	(17.53)	24.51	1 549.84	(25.99)
Marzo 1995	74 349.02	(3.82)	19 935.00	5.22	26.81	1 832.83	18.26
Abril 1995	90 499.83	21.72	23 125.15	16.00	25.55	1 960.554	6.97
Mayo 1995	82 747.61	(8.57)	21 952.44	(5.07)	26.53	1 945.13	(0.79)
Junio 1995	93 471.87	12.96	23 844.27	8.62	25.51	2 196.08	12.90
Julio 1995	106 265.19	13.69	26 826.11	12.51	25.24	2 375.17	8.15
Agosto 1995	106 508.83	0.23	27 179.39	1.32	25.52	2 516.99	5.97
Septiembre 1995	100 885.73	13.69	25 165.44	(7.41)	24.94	2 392.26	(4.96)

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores / Dirección de Información y Estadística. Se agradece la colaboración del señor Víctor Rojas al respecto.

da de CETES fue un poco mayor, las licitaciones en varias subastas de este instrumento también fueron inferiores al monto ofrecido.

La reticencia (sobre todo) de los inversionistas extranjeros a comprar TESOBONOS acentuó sobremanera la crisis, pues sus temores pasaron a ser una profecía autocumplida. Fue sólo el paquete masivo conjunto del tesoro estadounidense y el FMI convenido a fines de enero de 1995 el que detuvo el riesgo de un incumplimiento potencial.

En todo caso, la inversión total en títulos del gobierno mexicano (a saber, TESOBONOS, CETES, AJUSTABONOS y BONDES) cayó de 21 000 millones de dólares en diciembre de 1994 a 14 000 millones de dólares en abril de 1995 y a 7 000 millones de dólares en septiembre de 1995; casi todo este fenómeno derivó de la violenta caída de las tenencias en TESOBONOS de los inversionistas extranjeros, desde un máximo de 17 800 millones de dólares en diciembre de 1994 a 1 800 millones de dólares a fines de septiembre.²⁰

²⁰ Véanse el cuadro 3 y los datos preparados por la Bolsa Mexicana de Valores.

Hubo otra fuente de vulnerabilidad potencial que apenas se menciona en la literatura económica, pero que también desempeñó un papel destacado (aunque menor que los TESOBONOS) en la crisis.²¹ En enero de 1995 los bancos mexicanos *encararon graves problemas de liquidez en dólares*, pues tuvieron dificultades para refinanciar los certificados de depósito (CD) y otras líneas de crédito externo de corto plazo denominadas en moneda extranjera, debido al mayor riesgo-país percibido por los prestamistas extranjeros, y acentuado por el hecho de que muchos de esos préstamos utilizaban los TESOBONOS como garantía.

Durante el primer trimestre de 1995, la debilidad de los flujos de capital se intensificó y se generalizó a diferentes categorías. Ya hemos examinado los problemas de renovar los TESOBONOS y las dificultades de los bancos comerciales. Asimismo, los organismos estatales y las empresas tuvieron dificultades para renovar las líneas de crédito de corto plazo y el sector privado no bancario afrontó pagos de bonos que no pudo

²¹ Material de entrevista.

refinanciar (cuadro 4). Durante el primer trimestre de 1995, las salidas netas de capital totalizaron 11 500 millones de dólares (se excluyen los préstamos especiales por intermedio del FMI y el Tesoro de los Estados Unidos, que forman parte del paquete de rescate masivo para México), comparadas con una *entrada* trimestral promedio de 7 600 millones de dólares en 1993, y de unos 2 500 millones de dólares en 1994.

La velocidad y la magnitud de la respuesta de los mercados internacionales de capital a la devaluación de diciembre no puede explicarse por entero por el violento deterioro de los elementos económicos (e incluso políticos) fundamentales —ya que esto no ocurrió en diciembre de 1994— ni tampoco por el aumento de la vulnerabilidad financiera (por ejemplo, la relación entre TESOBONOS y reservas), aunque todos estos factores desempeñaron un papel importante. Un factor de peso para explicar la magnitud y la velocidad con que reaccionaron los mercados internacionales son ciertas imperfecciones de que ellos adolecen y que los hicieron hiperreaccionar a la devaluación.

Kindleberger (1978) ha elaborado un enfoque que considera las crisis financieras como una respuesta a excesos anteriores vinculados con la "euforia". En el caso de México, la "euforia" se desató porque el país era un "reformador modelo", y además había accedido al TLCN y a la OCDE. Tal como en el modelo de Kindleberger, la política monetaria y crediticia mexicana contribuyó a exacerbar el auge, pero el comportamiento también estuvo condicionado por cambios radicales en las percepciones. Kindleberger, demuestra asimismo —tanto mediante el análisis teórico como sobre la base de la experiencia histórica— que en una crisis o pánico el crédito no se obtiene a ningún precio. En tales circunstancias (que ilustran lo que ocurrió en México a fines de diciembre de 1994 y comienzos de 1995), los mercados se equilibran mediante el racionamiento; de hecho, cuando el pánico es severo, como sucedió en México, obtener fondos (mediante empréstitos u otros mecanismos) puede tornarse imposible.

Shafer (1986) amplía el análisis teórico pertinente de las crisis financieras al destacar el papel de la incertidumbre, que resulta decisivo en un contexto de innovación financiera, cuando no se ha probado bien el comportamiento de nuevos instrumentos/mecanismos. Cabe sostener que instrumentos como los fondos mutuos de mercados emergentes eran bastante nuevos y carecían de una regulación adecuada. La teoría muestra que las sorpresas desagradables —en un contexto de incertidumbre— pueden provocar cambios de confianza, y por lo tanto corridas que *afecten los mercados más de lo que parece justificar la importancia*

intrínseca del acontecimiento. Como la información acabada sobre los países tiene un alto costo, sería racional que los inversionistas reaccionaran en forma muy negativa (y huyeran) incluso ante las malas noticias de poca monta, y aunque no estuvieran relacionadas con ningún cambio importante de los elementos económicos fundamentales. Por ende, la devaluación relativamente menor en diciembre de 1994 provocó un gran ataque especulativo sobre el peso mexicano. De esta experiencia cabe concluir que el comportamiento de la inversión de portafolio en una economía global tan internacionalizada puede tener efectos muy problemáticos sobre determinados países, y también que "las noticias de poca monta" o incluso los rumores pueden provocar salidas masivas de capital.

En el caso de determinados instrumentos hubo razones especiales para un rápido retiro. Por ejemplo, tras la devaluación hubo dos causas que impulsaron a los fondos mutuos de los mercados emergentes a salir de México. Primero, los fondos menguaron debido a los rescates (o se preveía que menguarían debido a probables rescates futuros). Segundo, y de mayor importancia, también cayó la participación que esos fondos deseaban tener en efectos mexicanos.²² Algunos fondos mutuos operan casi como los bancos, es decir, garantizan como mínimo devolver el 100% del depósito inicial a sus inversionistas.²³ En consecuencia, necesitan evitar pérdidas importantes y/o mercados volátiles. Estos tipos de fondos se retiraron muy rápido de México al comenzar la crisis.

Por último, la "miopía para barruntar el desastre" habría influido mucho en el comportamiento de los inversionistas. Como había tanta fe (injustificada) en que no se devaluaría, se explica que haya habido una reacción tan desmesurada frente a la devaluación cuando sobrevino. Esta "miopía para vislumbrar el desastre" y la reacción exagerada consiguiente parecen haber sido acentuadas por la mera inexperiencia y la extrema juventud de muchas de las personas que analizaban y decidían en materia de inversiones en México y América Latina a principios de los años noventa; el hecho de que muchos no hubieran sido adultos cuando estalló la crisis de la deuda en 1982 habría significado que tenían pocos conocimientos de la historia regional en materia de flujos de capital y crisis de balanza de pagos (Galant, 1995).

(Traducido del inglés)

²² Material de entrevista.

²³ Material de entrevista.

Bibliografía

- Agosin, M.R. y R. Ffrench-Davis (1996): Managing capital inflows in Latin America, M. ul Haq, I. Kaul e I. Grunberg (eds.), *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, Oxford, Reino Unido, Oxford University Press.
- BANXICO (Banco de México) (1995): *Informe anual 1994*, México, D.F., Dirección de Investigación Económica.
- BPI (Banco de Pagos Internacionales) (1995): *65th Annual Report*, Washington, D.C.
- Buira, A. (1996): The Mexican crisis of 1994: An assessment, J.J. Teunissen (ed.), *Can Currency Crisis be Prevented or Better Managed?: Lessons from Mexico*, La Haya, Países Bajos, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD).
- Calvo, G. y M. Goldstein (1995): Crisis prevention and crisis management after Mexico, trabajo presentado a la September Conference on Private Capital Flows after the Mexican Crisis, Viena, Institute for International Economics (IIE), mimeo.
- Calvo, G. y E. Mendoza (1995): Reflections on Mexico's balance of payments crisis, College Park, Maryland, University of Maryland, octubre, mimeo.
- Camdessus, M. (1995a): Press conference of Managing Director, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), febrero, mimeo.
- _____ (1995b): Drawing lessons from the Mexican crisis, address to the 25th Washington Conference of the Council of the Americas, Washington, D.C., Council of the Americas, mimeo.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1994): *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, LC/G.1800/Rev.1-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta S.95.II.G.6.
- Devlin, R., R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1995): Surges in capital flows and development, R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America*, Boulder, Colo., Lynne Rienner Publishers.
- Dornbusch, R. y A. Werner (1994): Mexico: Stabilisation, reform, and no growth, *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Drees, B. y R. Pazarbasioglu (1995): *The Nordic Banking Crises: Pitfalls in Financial Liberalisation*, IMF working paper, N° 85, Washington, D.C., FMI, junio.
- Emerging Market Investor (1995): Who lost Mexico, vol. 2, N° 2, Londres, febrero.
- Ffrench-Davis, R., M. Agosin y A. Uthoff (1995): Capital movements, export strategy and macroeconomic stability in Chile, R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America*, Boulder, Colo., Lynne Rienner Publishers.
- FMI (1995a): *International Capital Markets. Development, Prospects and Policy Issues*, Washington, D.C.
- _____ (1995b): Mexico: Recent Economic Developments, Washington, D.C., junio, mimeo.
- _____ (1995): *Estadísticas financieras internacionales*, Washington, D.C., enero.
- Galant, D. (1995): Why Wall Street missed Mexico?, *Institutional Investor*, Nueva York, Institutional Investor Inc., .
- Gil Díaz, F. y A. Carstens (1996): One year of solitude: Some pilgrim tales about Mexico's 1994-95 crisis, *American Economic Association. Papers and Proceedings*, vol. 86, N° 2, Los Angeles, Cal., American Economic Association, mayo.
- Griffith-Jones, S. (1994): European private flows to Latin America, R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America*, Boulder, Colo., Lynne Rienner Publishers.
- _____ (1992): The return of private capital to Latin American countries: The facts, an analytical framework and some policy issues, J.J. Teunissen (ed.), *Fragile Finance. Rethinking the International Monetary System*, La Haya, Países Bajos, FONDAD.
- Gurria, A. (1995): Capital flows: The Mexican case, R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America*, Boulder, Colo., Lynne Rienner Publishers.
- Guttentag, J. y R. Herring (1984): Credit rationing and financial disorder, *The Journal of Finance*, vol. 39, N° 39, Washington, D.C., American Finance Association.
- Kindleberger, C. (1978): *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, Basic Books.
- Leiderman, L., C. Liviatan y A. Thorne (1994): Shifting nominal anchors: The experience of Mexico, Washington, D.C., noviembre, mimeo.
- Leiderman, L. y A. Thorne (1995): Mexico's 1994 crisis and its aftermath: Is the worst over?, trabajo presentado a la September Conference on Private Capital Flows after the Mexican Crisis, Viena, IIE, mimeo.
- Lustig, N. (1995): *The Mexican Peso Crisis: The Foreseeable and the Surprise*, Brookings discussion papers in international economics, Washington, D.C., The Brookings Institution, junio.
- Ramírez de la O, R. (1995): Special report on Mexico, México, D.F., Empresa Consultora Análisis América Latina (ECANAL), septiembre, mimeo.
- Rojas Suárez, L. y S. Weisbrod (1995): Banking crises in Latin America: Experience and issues, trabajo presentado a la IDB-G30 Conference on Banking Crises in Latin America, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), octubre.
- Ros, J. (1994): Mercados financieros y flujos de capital en México, J.A. Ocampo (ed.), *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*, Santafé de Bogotá, BID/Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (FEDESARROLLO).
- Sachs, J., A. Tornell y A. Velasco (1996): The collapse of the Mexican peso. What have we learned?, *Economic Policy*, N° 22, Londres, Centre for Economic Policy Research.
- Shafer, J. (1986): Managing crises in the emerging financial landscape, *OECD Economic Studies*, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Villareal, R. (1995): Los desequilibrios macroeconómicos y el ajuste fiscal, *El financiero*, México, D.F., 20 de febrero.
- Williamson, J. (1994): Managing capital flows, Washington, D.C., IIE, mimeo.