

ALGUNAS REFLEXIONES SOBRE LA CRISIS MEJICANA

**por el Académico de Número
Excmo. Sr. D. Luis Ángel ROJO DUQUE***

I

A lo largo de los dos últimos años y hasta el mes de diciembre pasado, México era presentado —tanto por los organismos internacionales como por los informes de los grandes bancos de inversión que aconsejan la colocación del ahorro en uno ú otro país— como el ejemplo más destacado de las nuevas economías emergentes. El optimismo sobre el futuro de la economía mejicana se debía, en parte, a la firma final, tras muchas incertidumbres, del acuerdo por el que se creó, en los últimos meses de 1993, el Area de Comercio Libre de América del Norte (NAFTA), que prometía fuertes inversiones de Estados Unidos y Canadá en México —una economía cuyo producto por habitante aún se situaba por debajo de los 4.000 dólares anuales y cuya tasa de crecimiento demográfico no había descendido aún del 2% anual—. Sin embargo, la confianza en la economía mejicana también se basaba en una aprobación de la política económica desarrollada durante el mandato del Presidente Salinas, que había buscado una apertura de la economía mejicana al exterior —tanto en los movimientos de mercancías como en los movimientos de capitales— y que se había expresado en unas políticas monetaria y fiscal de signo estabilizador. En efecto, México había logrado una situación de ligero superávit presupuestario en 1992 y 1993 y su tasa de inflación, que era del 90% en 1987, había descendido al 7% en 1994. Como resultado de este optimismo sobre el futuro de la economía mejicana ésta recibió, en el período 1991-1993 y aún en la prime-

* Sesión del día 28 de febrero de 1995.

ra parte del pasado año, entradas muy fuertes de capitales, tanto en inversiones directas como, y sobre todo, en inversiones de cartera, que permitieron financiar el déficit creciente de la balanza de pagos por cuenta corriente.

Sin embargo, en la segunda parte del mes de diciembre pasado, la situación de la economía mejicana cambia de un modo abrupto y dramático. En pocos días, el peso se deprecia en torno a un 60% respecto del dólar en medio de fortísimas salidas de capitales y México anuncia que se enfrenta con una crisis de liquidez que, a falta de auxilios financieros oportunos del resto del mundo, se hará efectiva en el mes de febrero de este año y le obligará a declarar una moratoria en sus pagos exteriores y a volver a introducir los controles de cambios.

La ayuda financiera inmediatamente requerida no puede ser inferior a los 40.000 millones de dólares —según se estima a partir de los vencimientos de pasivos exteriores con que ha de enfrentarse México en la primera parte de 1995—; y la urgente organización de esa ayuda, impulsada por Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional, encuentra dificultades y genera tensiones que aún no se han disipado.

Por lo demás, México, aunque pueda superar la actual crisis de liquidez, habrá de enfrentarse, durante un período largo, con una situación de bajo o nulo crecimiento económico, tasas de inflación no inferiores al 25% —y, seguramente, bastante más altas— y un fuerte aumento de sus cargas por servicio de la deuda exterior que afectarán gravemente al presupuesto público. Paralelamente, la contracción económica y la fortísima y súbita depreciación del peso dañarán a muchas empresas y afectarán muy negativamente —de hecho, están afectando ya— al sistema bancario mejicano.

Trataré de explicar a continuación, de un modo breve y sencillo, lo que ha llevado a México a este cambio brusco de escenario. Me interesa, sin embargo, ofrecer algunas reflexiones más generales y más amplias sobre la que se ha calificado como «la primera crisis en un mercado financiero globalizado». Seguramente no es la primera de tales crisis, como saben muy bien los países miembros del Sistema Monetario Europeo. Sí me parece, sin embargo, que México es un buen ejemplo para obtener algunas conclusiones sobre los problemas con que pueden enfrentarse las economías nacionales —especialmente, las de dimensión media y pequeña— en un sistema financiero mundial caracterizado por una libertad casi plena de movimientos de capitales.

II

Como ya he indicado, México desarrolla, en los últimos años, una política económica de estabilidad monetaria y fiscal y de apertura comercial y financiera al exterior. La confianza dominante en la economía mejicana estimula la entrada de

importantes volúmenes de capitales, en parte, en inversiones directas y, en parte, en inversiones de cartera. Los inversores son, principal aunque no únicamente, de origen estadounidense; las inversiones de cartera proceden, en gran medida, de fondos mutuos y fondos de pensiones de Estados Unidos, instituciones a menudo gigantescas por el volumen de ahorros que manejan y cuyas decisiones están en manos de gentes impetuosas que incurren, con frecuencia, en lo que los economistas denominamos *overshootings* —es decir, en errores—. Cuando esos inversores institucionales piensan, por ejemplo, que los precios de los bonos a largo plazo van a subir en un mercado, compran esos bonos en fuertes cuantías y todos a la vez; así que ellos mismos hacen que suba el precio de esos bonos y que lo haga en exceso. Ese impulso excesivo es lo que se llama *overshooting* y su expresión es un movimiento excesivo del precio del activo financiero afectado y, por tanto, del tipo de interés efectivo que ese activo promete. Un buen ejemplo de tal conducta lo ofrecieron los mercados europeos de bonos a largo plazo en la segunda parte de 1993 y durante los dos primeros meses de 1994: los inversores institucionales previeron una elevación de los precios de los bonos —y, por tanto, un descenso de los tipos de interés a largo plazo— y se lanzaron a comprar imponiendo una baja excesiva de esos tipos de interés.

Todo impulso excesivo genera errores en una dirección. Antes o después, los inversores apreciarán su error y, cuando lo hagan, invertirán el signo de sus decisiones. Para seguir con el ejemplo de los bonos, cuando concluyan que han impulsado al alza sus precios en exceso, procederán a vender para evitar pérdidas de capital; y como la inversión de signo en su conducta es contagioso, los precios de los bonos caerán y los tipos de interés a largo plazo se elevarán. Además, es muy posible que, en su reacción, los inversores incurran en nuevo *overshooting* y que, ahora, los tipos de interés suban en exceso. Esto es lo que, en mi opinión, ha sucedido con los tipos de interés a largo plazo en los mercados europeos a partir del mes de marzo de 1994.

En el caso mejicano, los mercados incurrieron, sin duda, en excesos derivados de la confianza en el futuro y en la política de México. Estas fuertes entradas de capitales tendieron a apreciar el peso y, al mismo tiempo, alimentaron las reservas exteriores y provocaron un aumento de liquidez en la economía. Como el Banco de México estaba desarrollando una política monetaria restrictiva, de orientación desinflacionista, trató de luchar con esas inyecciones de liquidez mediante el mantenimiento de elevados tipos de interés nominales y reales que, sin embargo, continuaban haciendo atractivos los activos financieros mejicanos para los inversores extranjeros, mantenían fuertemente apreciado el tipo de cambio —la competitividad de los productos mejicanos se había deteriorado casi un 30% entre 1990 y los primeros meses de 1994— y no lograban que el crédito y la cantidad de dinero crecieran a ritmos moderados. Este círculo vicioso formado por fuertes entradas de capitales, tipos de interés elevados y sobrevaluación del tipo de cambio

es característico de los procesos de liberalización de movimientos de capitales en períodos de optimismo respecto del futuro de la economía. Ocurrió en España en los últimos años ochenta, con ocasión de nuestro ingreso en la C.E.E.; ha ocurrido en México, con ocasión de la creación de la N.A.F.T.A. A menudo se imputan esos procesos a la existencia de déficit fiscales, pero la conexión no es necesariamente cierta, como lo muestra el caso de México, que había logrado un superávit presupuestario, ligero pero significativo, tras muchos esfuerzos. Un déficit presupuestario importante y persistente puede acentuar el proceso; pero no hay que pensar que éste pueda ser combatido eficazmente con una reducción suficiente del déficit público —o un incremento del superávit, en su caso—. Los presupuestos públicos son demasiado rígidos en períodos cortos para ello. El hecho es, en realidad, que un país de mediana dimensión se encuentra un tanto inerme ante esos círculos viciosos provocados por los movimientos de capitales.

Pasemos ahora a los factores políticos que, directamente y a través de sus efectos económicos, han conducido a la explosión de la burbuja mejicana.

Las principales conmociones políticas son bien conocidas: primero, la revuelta de Chiapas, poco después de la creación de la N.A.F.T.A.; más tarde, en marzo de 1994, el asesinato del candidato presidencial del P.R.I., Luis Donaldo Colosio; después, en septiembre, el asesinato del secretario general del mismo partido; finalmente, en diciembre, un aumento de la agresividad de los rebeldes de Chiapas. Por debajo de todo ello, la inquietud en el partido 65 años dominante ante una evolución que parece abrir vías a una mayor democracia y que pone, por tanto, en cuestión el mantenimiento de su preponderancia en el futuro.

Por otra parte, el año 1994 era año de elecciones presidenciales. La economía mejicana había vivido, como otras muchas, una recesión intensa en 1992-1993 de la que solo había comenzado a recuperarse en el último trimestre de 1993 bajo el impulso del aumento de las exportaciones inducido por la N.A.F.T.A. Las autoridades no se resistieron a cumplir con el «ciclo político» y procedieron a aumentar el gasto público —especialmente, en inversión— y a hacer algo más relajada la política monetaria. Hay que decir que la política expansiva con fines políticos tuvo una intensidad moderada, aunque lo bastante como para que el crecimiento de las exportaciones y de la inversión indujeran un incremento del PIB, en términos reales, del 3% en 1994 frente al modesto avance del 0.6% registrado el año anterior.

Ahora bien, esta recuperación de la producción, junto con la introducción de la N.A.F.T.A. —que llevó, por ejemplo, a multiplicar por seis las compras de automóviles americanos— y la fuerte sobrevaluación del peso —resultado, como se recordará, de las entradas de capitales y los altos tipos de interés— indujeron un aumento muy fuerte de las importaciones. La sobrevaluación del peso ya había suscitado fuertes déficit de las balanzas comercial y por cuenta corriente en los

años anteriores; pero ahora, en 1994, el rápido crecimiento de las importaciones llevó, a pesar del buen ritmo de las exportaciones, a una fuerte ampliación de ambos déficit, situando el de la balanza por cuenta corriente en un 8% del PIB. A medida que avanzaba el año fue abriéndose paso la convicción de que las entradas netas de capitales ya no resultaban suficientes para financiar tan exagerado déficit por cuenta corriente.

De hecho, los capitales exteriores registraron una brusca retirada, en marzo y abril, tras el asesinato de Colosio: las reservas exteriores de México cayeron, en ese período, desde 27.000 millones de dólares hasta unos 17.000 millones de dólares. Las autoridades, ante esta situación, apenas permitieron una depreciación del peso —que hubiera deteriorado la imagen política y hubiera reducido los salarios reales—; para defender el peso y frenar y ocultar las salidas de capitales procedieron a elevar los tipos de interés y el Banco de México inició la emisión de Tesobonos, un activo a corto plazo denominado en pesos pero indiciado en dólares que ofrecía una protección a los inversores frente al riesgo de cambio.

Con este sistema ortopédico, México afrontó las elecciones presidenciales. El peso se mantuvo fuertemente sobrevalorado, alimentando el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente, y las reservas internacionales se mantuvieron aproximadamente estables, en torno a los 17.000 millones de dólares, desde abril a mediados de noviembre, pero de un modo ficticio puesto que el Banco de México incrementó sus pasivos en Tesobonos, durante el mismo período, hasta unos 26.000 millones de dólares, de los que unos 17.000 millones estaban en manos de no residentes. Las nuevas retiradas de capitales en noviembre y principios de diciembre llevaron al Banco de México a adoptar nuevas subidas en los tipos de interés y a intervenir en el mercado de cambios para defender el nivel artificial del peso, aceptando en consecuencia nuevas caídas en las reservas exteriores.

La situación económica con la que se encontró el Presidente Zedillo, tras su toma de posesión, era imposible. La sobrevaloración del peso inducía un fortísimo déficit exterior por cuenta corriente que los capitales exteriores, en abierta retirada, no estaban en condiciones de financiar. Las reservas exteriores habían bajado tan fuertemente que no bastaban para atender los vencimientos de los pasivos generados por el Banco de México, los Tesobonos, que habían de empezar a producirse con rapidez en los primeros meses de 1995. México se encontraba, en definitiva, con un problema muy grave de balanza de pagos y con el alto riesgo de tener que afrontar una crisis de liquidez en sus pagos exteriores en un futuro muy cercano.

La actuación inmediata había de consistir en llevar la cotización del peso a un nivel realista mediante una devaluación muy fuerte o, preferiblemente, mediante el paso a un régimen de flotación del peso. Cualquiera de estas medidas debería ir acompañada, para ser creíble y efectiva, de una política económica fuer-

temente restrictiva y de un acuerdo de contención salarial —que había de implicar una reducción del salario real— para impedir que los efectos de la depreciación cambiaria no se vieran anulados o sustancialmente compensados por una subida de los costes de producción y una aceleración intensa de la inflación.

La negociación con los sindicatos fracasó, sin embargo, respecto de los objetivos perseguidos. Los sindicatos se resistieron a aceptar los descensos de salarios reales derivados de una devaluación realista o de una flotación del peso y el gobierno decidió entonces practicar una devaluación modesta, del 15%. Los mercados la consideraron insuficiente, como era seguro que había de ocurrir: se aceleró la salida de capitales, el Banco de México hubo de gastar reservas adicionales para defender el peso y, finalmente, el 22 de diciembre se decidió pasar a un sistema de flotación que iba a situar el peso en la zona de 5.50 pesos por dólar —es decir, con una depreciación del orden del 60% respecto de la situación de noviembre—. Al finalizar el mes de diciembre de 1994, las reservas exteriores de México apenas superaban los 6.000 millones de dólares —y aún habían de reducirse a 3.500 millones a finales de enero—.

La crisis de México es, ante todo, una crisis de liquidez. En el primer trimestre de este año han de hacer pagos en dólares, por vencimientos de pasivos públicos y privados, que exceden ampliamente de sus disponibilidades de divisas. A más largo plazo, México habrá de mantener políticas restrictivas que estabilicen la economía y proceder a una reasignación de recursos que reduzca el déficit de la balanza de pagos por cuenta corriente. Esto supone, sin embargo, aceptar una recesión con graves consecuencias sociales, fuertes daños para las empresas —especialmente, las endeudadas en dólares— y elevados riesgos para el sistema financiero mejicano.

De modo inmediato México necesitaba un respaldo financiero que le permitiera salvar su crisis de liquidez. El gobierno mejicano anunció que si ese respaldo no estaba disponible a comienzos de febrero, se vería obligado a incumplir con sus obligaciones de pagos exteriores y a restablecer el control de los cambios. El respaldo ofrecido había de ser muy importante para cubrir las necesidades de liquidez en México y crear un clima de confianza que permitiera refinanciar a más largo plazo los pasivos con vencimiento en el año.

No entraré en el complejo tema de la negociación de la gran operación de apoyo financiero a México. Como es sabido, Estados Unidos ha aportado 20.000 millones de dólares, con fuertes garantías y alto coste para México; Canadá ha proporcionado 1.500 millones de dólares canadienses; el F.M.I. ha aportado 17.800 millones, condicionados a un programa estricto de saneamiento; y los restantes países del grupo de los Diez y España han ofrecido financiación a corto plazo que podría ascender hasta 10.000 millones de dólares. En total, casi 50.000 millones de dólares —aunque los distintos bloques de la operación tienen significación y plazos distintos—.

III

La crisis mejicana se ha registrado en un mercado financiero globalizado como consecuencia de los avances en las técnicas informáticas y de comunicación y como resultado de la liberalización de los movimientos de capitales.

En ese mercado financiero globalizado, dónde los responsables de las grandes entidades de ahorro institucionalizado mueven enormes volúmenes de fondos, las economías de dimensión mediana y pequeña pueden ser zarandeadas por inversiones y desinversiones masivas que distorsionan el comportamiento de los tipos de cambio al alza y a la baja, inyectan reservas exteriores y liquidez para cambiar, más tarde, el signo de esos procesos y dejan maltrechas las economías afectadas. En el caso de México, no hay duda de que los acontecimientos políticos tuvieron una gran importancia en el desencadenamiento de la crisis en 1994; y tampoco hay duda de que las autoridades mejicanas cometieron un grave error al tratar de mantener un peso fuertemente sobrevaluado y ocultar la pérdida de reservas con la emisión de pasivos a corto plazo indicados en dólares cuando comenzaron a desencadenarse los factores conducentes a la crisis. El hecho básico que conviene, sin embargo, subrayar es que fueron las intensas entradas de capitales, atraídas por unos tipos de interés elevados y unas expectativas que juzgaban favorables, las que alimentaron la sobrevaloración del peso y sobreexcitaron una economía que iba a desplomarse cuando tales inversiones se retirasen con rapidez.

Por lo demás, el efecto desestabilizador de esos movimientos de capitales aumenta cuando éstos se instrumentan —como ha sucedido en el caso de México— en títulos con mercados relativamente líquidos —acciones, bonos a largo, medio y corto plazo—; un efecto desestabilizador es, por el contrario, menor cuando adoptan la forma de inversiones directas o créditos bancarios, que son de liquidación más lenta y difícil. Acciones y bonos son muy rápidamente realizables y los inversores tienden a moverse todos a la vez y en la misma dirección, con lo cual los movimientos son más bruscos y los precios de los correspondientes activos son mucho más volátiles.

La ocurrencia de una crisis de estas características en un sistema financiero globalizado genera, por otra parte, efectos en otras economías. Así, la crisis mejicana ha afectado con fuerza a los mercados de acciones y de bonos de numerosos países «emergentes» en América Latina y Asia, porque se ha registrado una revisión al alza de los riesgos a corto plazo de dichos países por parte de los grandes inversores institucionales. Estos han procedido a realizar ventas de títulos de sus carteras en todas partes, que incluso han afectado a economías industriales como Italia, España, Suecia y Francia; y los efectos negativos se han extendido a Estados Unidos, cuyos inversores son los más afectados negativamente por las pérdidas efectivas o potenciales de la crisis mejicana y cuya participación en la operación de

apoyo financiero a México tiene una importancia preponderante. Al mismo tiempo, esa revisión al alza de los riesgos de numerosos países ha inducido un desplazamiento de fondos hacia posiciones en marcos, con lo cuál, esta moneda se ha fortalecido considerablemente frente al dólar de Estados Unidos y al dólar canadiense y frente a una amplia gama de monedas europeas. El marco ha intensificado su posición de moneda-refugio en los dos últimos meses, con consecuencias desestabilizadoras para los mercados de cambios mundiales. Por estas vías, una crisis como la mejicana puede llegar a convertirse en una *crisis sistémica*, es decir, una crisis que haga tambalearse todo el sistema financiero mundial.

La discusión sobre si la crisis mejicana generaba un riesgo sistémico o no lo generaba ha sido uno de los puntos básicos de las discusiones relacionadas con la organización de la operación de respaldo financiero a México. Los países europeos, con Alemania al frente, han tendido a rechazar el riesgo sistémico de la crisis y a insistir en que se trataba solamente de un problema regional; la consecuencia de esta postura era, naturalmente, que el coste del apoyo financiero a México debería recaer, básica si no exclusivamente, sobre Estados Unidos y las demás economías de la «región» afectada. Las autoridades americanas han venido insistiendo, por el contrario, en los riesgos sistémicos de la crisis mejicana; y, en mi opinión, las perturbaciones de los mercados financieros y cambiarios de los dos últimos meses les dan la razón de manera convincente. El retraso en los acuerdos sobre la operación de apoyo financiero —que es consecuencia, en buena medida, de esos puntos de vista contradictorios— ha sido un factor importante en la agudización y el mantenimiento de esas perturbaciones en los mercados.

Desde otra perspectiva —íntimamente ligada, por lo demás, con el tema del apoyo financiero—, la crisis mejicana plantea la cuestión de qué cabe hacer para evitar o, al menos, moderar problemas tan peligrosos para el actual sistema financiero globalizado en el futuro.

La primera respuesta, convencional aunque correcta, es que se necesita mejorar la información proporcionada por los países a los mercados y la información elaborada y difundida por los organismos internacionales —el F.M.I., en primer lugar— encargados de la supervisión general de las economías. Cabe preguntarse cómo es posible que los organismos internacionales hayan estado proponiendo la economía mejicana como ejemplo y referencia de las economías emergentes hasta prácticamente la víspera de su colapso. Cabe asombrarse de que los grandes bancos de inversión, que fundamentan su prestigio en sus boletines periódicos de orientación a inversores, hayan seguido encomiando las posibilidades de la economía mejicana sin ver los problemas que la amenazaban en un horizonte muy corto. Cabe reflexionar sobre el buen juicio de quienes deciden sobre las inversiones internacionales de las grandes instituciones de ahorro que juzgan países, imponen políticas económicas y, sin embargo, cometen errores de notable envergadura.

Ahora bien, aunque la mejora de la información es importante, su eficacia será limitada y los mercados tenderán siempre a incurrir en excesos —en *overshootings*—. Lo único que les forzará a una mayor mesura será el cosechar pérdidas cuando cometan errores. La anterior crisis exterior mejicana, en 1982, tuvo como contenido básico los fortísimos préstamos concedidos por la banca comercial internacional —especialmente, americana—. Esta sufrió entonces grandes pérdidas y el hecho es que, en la crisis actual, los bancos comerciales brillan por su ausencia. Las pérdidas de aquella crisis les dieron, sin duda, una buena lección. En esta ocasión, los inversores en acciones han sufrido grandes pérdidas. No puede decirse lo mismo de los inversores en bonos, concretamente en Tesobonos si, como todo parece indicar, el apoyo financiero ofrecido a México va a permitirles rescatar su inversión al vencimiento sin pérdidas de capital. En tal caso, habrían cobrado altas primas de riesgo incluidas en los altos tipos de interés percibidos sobre los Tesobonos y, una vez acaecido el siniestro, la cooperación internacional con México les permitiría escapar sin pérdidas. No cabe extrañarse de que muchos países hayan denunciado este resultado como anómalo y como precedente negativo, puesto que la falta de castigo de los errores puede que estimule la imprudencia de los inversores en el futuro. Esto es así, y la única observación que cabe oponer es la probabilidad de que, a falta de un apoyo financiero como el que se está ofreciendo a México, el riesgo de crisis sistémica se haga efectivo.

En resumen, el caso de la crisis mejicana permite asomarse a los problemas de un sistema financiero globalizado que tiene, sin duda, virtudes pero que plantea también riesgos muy serios, especialmente a economías de dimensión media o pequeña. La idea de los mercados como jueces supremos y certeros de la evolución de los países hay que someterla a reservas considerables. Y ésto debe ser materia de reflexión, porque lo cierto es que la globalización y la liberalización financieras continuarán avanzando en el futuro. Son los avances tecnológicos, no las concepciones políticas, los factores impulsores de ese proceso.