

Antecedentes de la crisis financiera en México

JAVIER OROZCO ALVARADO

Antecedentes

La crisis económica y financiera por la que atraviesa México es resultado de dos fenómenos estrechamente vinculados entre sí: por una parte, el inadecuado manejo de la política macroeconómica del país y, por otra, la enorme volatilidad que presentan los mercados financieros a nivel mundial.

Actualmente los avances en las comunicaciones y los sistemas de información permiten a los inversionistas desplazar sus capitales de un centro financiero a otro en plazos muy cortos. Pero la causa principal de los desplazamientos de flujos financieros tiene que ver fundamentalmente con las expectativas de los inversionistas sobre los rendimientos que pueden generar sus capitales invirtiéndolos en un país o en otro.

Aunque las altas tasas de interés son fundamentales para atraer capitales de corto plazo, éstos están más expuestos a la volatilidad. Desde luego, a esta volatilidad no escapan las denominadas inversiones de largo plazo, esto es, las acciones de empresas que cotizan en la bolsa de valores; pero aquí influyen más directamente las expectativas de largo plazo del inversionista sobre el crecimiento de las empresas o del país.

Puesto que la intención de este trabajo es explicar, en términos generales, algunas características de la actual crisis financiera, es necesario precisar algunos conceptos que permitan entender mejor dicha crisis.

En primer lugar, hay que tomar en cuenta que en cualquier sociedad los ingresos que genera la actividad económica necesariamente se destinan a consumo, ahorro e inversión. Si una economía no es capaz de generar los ingresos suficientes para satisfacer alguna de estas necesidades, el país se ve obligado a recurrir al ahorro externo, esto es, a solicitar créditos en el exterior.

Por lo general, si una economía no genera suficiente ahorro interno para, posteriormente, ser empleado en consumo e inversión, se recurre a la emisión de títulos a través de la bolsa de valores, los cuales pueden ser adquiridos por extranjeros o por mexicanos. Existen los denominados títulos de interés fijo (deuda y obligaciones del Estado), que generan intereses, y los títulos de renta variable, es decir, acciones que dan derecho a un dividendo. Los primeros son considerados como inversiones de corto plazo, y los segundos, de largo plazo.

Cuando una economía sustenta su financiamiento en la emisión de

títulos de corto plazo, esto es, con base en altas tasas de interés, cualquier intento de reducir las provoca una fuga de capitales. Igualmente, si las expectativas de crecimiento de la economía son negativas, las acciones invertidas en la bolsa caen, afectando con ello el valor de las acciones, lo cual desmotiva a los inversionistas a invertir en ella y reduce la capacidad de financiamiento de las empresas para seguir expandiéndose.

Si la deuda de corto plazo se cotiza en dólares, una devaluación afecta directamente el monto de los adeudos en la misma proporción en que se establezca la nueva paridad. Ante el riesgo de insolvencia, los títulos invertidos a corto plazo no se reinvierten una vez llegado su vencimiento, y los capitales se desplazan hacia países que ofrezcan más altos rendimientos, mantengan una paridad más estable y presenten mayor estabilidad económica.

Situación actual del sistema financiero internacional

Hasta ahora, los países hacia los cuales se orientan los mayores flujos de inversión son Estados Unidos, Alemania y Japón, por ser los de mayor estabilidad en términos macroeconómicos. En especial, dichos

países, en términos generales, mantienen niveles inflacionarios y tipos de cambio más o menos estables, o por lo menos sus ritmos de crecimiento económico son sostenibles y los tipos de interés experimentan menos fluctuaciones.

Aunque Estados Unidos es en estos momentos uno de los países con mayor déficit comercial y fiscal a nivel mundial, ello no afecta tan seriamente la estabilidad de su moneda, como sucede con otros países menos industrializados o del tercer mundo. Además, Alemania y Japón, por lo general, tratan de mantener políticas monetarias coordinadas con Estados Unidos para afectar lo menos posible la estabilidad del dólar y del sistema financiero mundial.

La relativa estabilidad del dólar se explica también porque es la moneda más demandada a nivel mundial para las transacciones comerciales internacionales; actualmente el dólar es utilizado como medio de pago en cerca del ochenta por ciento del comercio mundial y es la principal moneda del sistema financiero internacional, hecho que le permite mantener un nivel de apreciación alto en relación con cualquier otra moneda.

El que el dólar se haya constituido en medio de pago mundial, que sea empleado como reserva monetaria en la mayoría de los países, además de ser el instrumento monetario de la economía más poderosa del mundo, ha generado una fuerte interdependencia de Estados Unidos con el sistema financiero mundial. De tal manera que del comportamiento macroeconómico de este país depende, en gran medida, la evolución económica de muchas economías del planeta.

Estados Unidos y los demás países del Grupo de los 7 (G-7) son las potencias que actualmente controlan no sólo la mayor parte de los flujos financieros y comerciales a nivel mundial, sino también la economía mundial y organismos como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

Tan es así, que actualmente el aparato financiero de Estados Unidos tiene más peso en la evolución del sistema financiero mundial que el propio FMI y el Banco Mundial; de hecho, el reciente rescate financiero de México fue encabezado por Estados Unidos, y su apoyo financiero fue notoriamente superior al otorgado por el FMI.

Evolución financiera internacional y su impacto mundial

Hasta ahora la denominada globalización de la economía mundial es un proceso caracterizado por una estructura de hegemonía compartida con el G-7, en la que Estados Unidos se mantiene a la cabeza.

La gravedad del liderazgo financiero norteamericano para el sistema económico mundial es que este país ha rebasado la capacidad de gestión de los propios organismos financieros internacionales y ha desarrollado también un poder ilimitado en el control de la gestión macroeconómica de países como México, imponiendo, paralelamente al FMI, sus propias condiciones a países con problemas financieros. Este liderazgo está provocando actualmente la inestabilidad financiera no sólo en países de menor desarrollo, sino también en economías tan fuertes como las de Alemania y Japón.

Las tasas de interés relativamente altas que prevalecen en Estados Unidos (9 por ciento) han generado un fuerte desplazamiento hacia ese país de capitales que proceden de los denominados países emergentes, lo que ha agudizado en éstos los problemas de insolvencia. A este problema se añade el que actualmente el 80 por ciento de los flujos de inversión extranjera directa se concentran en sólo diez países y que una parte importante de los flujos financieros



mundiales se estén orientando hacia el bloque de países de Europa del este, en transición de una economía socialista a la economía de mercado.

Tanto las altas tasas de interés en Estados Unidos como el reciente debilitamiento del dólar frente al yen y al marco alemán han generado un importante flujo de capitales foráneos hacia el mercado bursátil norteamericano, el cual además se ha visto robustecido no sólo por el retorno de capitales que habían estado invertidos en México, sino también por la fuga de capitales que enfrentan Argentina y Brasil.

Aunque se ha insistido mucho en el "efecto tequila"¹ como causa de la desestabilización financiera internacional y latinoamericana, lo cierto es que ésta ha tenido que ver más con la gestión de la política monetaria de Estados Unidos, en especial porque en menos de un año aumentó por lo menos cuatro veces sus tasas de interés (acompañadas de altas tasas reales), lo cual ha generado un importante reflujo de inversiones hacia ese país.

Algunos antecedentes de la crisis financiera de México

Situación macroeconómica

Como se mencionó al principio, tanto los errores de política como lo extremadamente volátil del capital financiero, fueron dos de los principales determinantes de la crisis económica y financiera de México.

La mala gestión ha tenido que ver con las características del modelo que se adoptó durante la administración anterior y que sigue aplicándose en estos momentos en el país, en el que los principales instrumentos de política han sido básicamente la política

monetaria y la política fiscal, las cuales han estado orientadas fundamentalmente al control de la inflación, a la captación de ahorro externo y al equilibrio presupuestario, descuidando el crecimiento del mercado interno, el empleo y los niveles de bienestar.

Puesto que el objetivo de la política ha sido favorecer la expansión del comercio y los flujos de ahorro externo, la variable fundamental del modelo ha sido el control de la inflación. Para que las exportaciones fueran competitivas, durante la administración pasada se instrumentaron una serie de medidas como: a) la liberalización de importaciones para deprimir los precios internos; b) políticas monetarias restrictivas; c) rigurosa contracción del gasto, y d) excesivo control salarial.

Si bien esa estrategia permitió, durante la administración de Carlos Salinas, reducir temporalmente la inflación, también es cierto que incidió gravemente en la demanda interna y en los niveles de producción, aceleró el desempleo y redujo la participación de los asalariados en el producto interno bruto (PIB).

La liberalización comercial favoreció temporalmente la expansión del comercio, pero ésta se dio en favor de las importaciones pues, aunque dicha expansión creó ciertas expectativas de crecimiento, estimulando la llegada de ahorro externo, éste se orientó básicamente al sector terciario o a las actividades financieras especulativas de corto plazo.

Durante cuatro años, la afluencia de inversión extranjera incidió en la sobrevaluación de la moneda y en la demanda de importaciones, lo cual, aunque favoreció el rápido y artificioso crecimiento del PIB (por

el lado del consumo o las rentas derivadas de la expansión comercial y financiera), generó una creciente demanda de importaciones, y ésta obligó finalmente a la nueva administración a devaluar la moneda en diciembre de 1994.

La tendencia al estancamiento económico derivado de la contracción de la demanda interna y del ingreso real disponible, desde mediados de 1993, aunada al desbalance de cuenta corriente, generó desconfianza entre los inversionistas, provocando la fuga de capitales en un plazo relativamente corto.

El intento de estimular la actividad económica mediante una baja en los tipos de interés, así como la presión hacia un ajuste realista de tipos de cambio a finales de 1993, incidió en la fuga de capitales, que se vio reactivada por el levantamiento armado de Chiapas en enero de 1994, los asesinatos políticos y la resistencia del gobierno a negociar la paz con el grupo rebelde.

La inviabilidad del modelo se manifestó en la imposibilidad de extender los beneficios de la apertura a todo el país, en la excesiva dependencia financiera externa y en la poca fiabilidad de los inversionistas externos en que México pudiera lograr un crecimiento sostenido a largo plazo.

Los efectos negativos de la apertura se apreciaban en el estancamiento de la actividad industrial y en el decremento de la actividad manufacturera entre 1992 y 1993, al registrar la primera un crecimiento acumulado de 0.1 por ciento y la segunda una caída real de -1.3 por ciento en el mismo periodo.

El rápido crecimiento de las importaciones significó, por lo tanto, una disminución considerable en los

ritmos de crecimiento de la producción interna y el empleo, debido a la reducción de la formación bruta de capital, a la pérdida de dinamismo de la producción nacional y a la caída de las ventas en el mercado nacional.²

Aunque el argumento oficial era que el país estaba mejorando sus volúmenes de exportación, lo cierto era que mientras las exportaciones habían crecido un promedio de 11 por ciento anual entre 1990 y 1994, las importaciones lo habían hecho en más de 30 por ciento.³ En 1994 las compras a Estados Unidos sumaron alrededor de 48 mil millones de dólares.

Esta situación trajo como consecuencia graves desequilibrios en la cuenta corriente, la cual, lejos de mejorar con la apertura, pasó de 6 300 millones de dólares en 1990 a 26 700 en 1994. Para 1995 ésta se situó en alrededor de 30 mil millones de dólares, lo que representó un déficit equivalente al 8 por ciento del PIB.

En un intento por brindar certidumbre a los agentes económicos, oficialmente se argumentó que las reservas del país, calculadas en alrededor de 17 mil millones de dólares a finales de 1994, permitirían hacer frente a los compromisos externos, pero la realidad era que las reservas disponibles para hacer frente al déficit de cuenta corriente eran ya insuficientes.

El elevado endeudamiento, la insuficiencia de reservas para seguir financiando los crecientes volúmenes de importaciones, la casi paralización de la planta productiva, así como la fuerte especulación financiera, inhibieron antes de terminar el sexenio el crecimiento económico y generaron una gran incertidumbre respecto

a las posibilidades de recuperación del país en 1995.

La crisis del sistema financiero de México

Aunque durante la administración de Salinas se observaron significativos flujos de inversión extranjera, la mayor parte de éstos se debió principalmente al endeudamiento del sector público, pues del total de bonos internacionales emitidos por América Latina y el Caribe entre 1989 y 1993, México participó con el 95 por ciento en 1990.

La afluencia de capital especulativo de corto plazo, así como el rápido endeudamiento externo, acentuó aún más la dependencia financiera, pues de una deuda de alrededor de 78 mil millones de dólares en 1982, se pasó a un monto cercano a los 140 mil a finales de 1994.

El problema radicó fundamentalmente en el marcado carácter especulativo de la inversión extranjera, pues de los 18 mil millones de dólares que ingresaron al país en 1992, el 73 por ciento de la captación

se mantuvo en inversiones de portafolio o cartera y sólo el 27 por ciento se orientó a la inversión productiva.⁴

El carácter extremadamente especulativo de tales inversiones tuvo mucho que ver con la permisibilidad mostrada por la administración de Carlos Salinas al no haber intervenido oportunamente mediante el establecimiento de tasas de descuento más moderadas, para presionar a la baja los diferenciales entre tasas activas y pasivas. El no haber actuado oportunamente influyó en la descapitalización de las empresas, en la fuerte contracción de la inversión productiva interna y en la sobrevaluación de la moneda entre 1990 y 1994.

La drástica devaluación ocurrida en diciembre de 1994, que afectó al peso en cerca de 80 por ciento, se hubiera podido evitar si el ajuste del 15 por ciento en la banda de deslizamiento se hubiera instrumentado un año antes. En ese primer momento el impacto no hubiera sido tan severo, ya que las reservas aún se



mantenían en montos cercanos a los 25 mil millones de dólares y existían condiciones de estabilidad y credibilidad. Pero los problemas políticos, las expectativas de bajo crecimiento económico y la tendencial caída de las reservas a casi la mitad en el último trimestre de 1994, provocaron la fuga de capitales.

Factores externos de la devaluación

A los factores anteriormente mencionados se sumaron otra serie de causas de carácter externo que hicieron inmanejable la situación financiera del país. No sólo la mala gestión de la política monetaria fue la causante del colapso financiero, sino también los cambios en las tendencias macroeconómicas que había comenzado a experimentar Estados Unidos desde mediados de 1993.

La recuperación del país vecino inició a finales de 1992, después de experimentar una severa crisis económica entre 1989 y 1991. La política monetaria contribuyó a su recuperación al permitir que las tasas de interés a corto plazo se mantuvieran en niveles bajos, hecho que hizo posible una reducción de las cargas de la deuda y las posibilidades de crecimiento. Esta situación permitió que la inversión fija no residencial aumentara casi 12 por ciento en 1993.

Después de 1993, el gobierno emprendió un ajuste gradual de las tasas activas, una vez que la economía se encontraba ya en plena fase expansiva. Particularmente, la tasa de los bonos del Estado pasó de alrededor de 4 por ciento a finales de 1993 a cerca de 8 por ciento en abril de 1994. La elevación de las tasas de interés en Estados Unidos y la situación política de México a principios

de 1994 generaron una importante fuga de capitales hacia el primer país.

Las expectativas de crecimiento del producto interno bruto, calculadas en 4 por ciento para 1994 y 2.5 por ciento para 1995; el robusto crecimiento del consumo, así como el importante incremento de la inversión privada en Estados Unidos, se constituyeron en una base sólida para la expansión económica.⁵

La posibilidad de un repunte inflacionario derivado del acelerado crecimiento económico que se observó desde finales de 1992 condujo a los estadounidenses a elevar gradualmente las tasas de interés de corto plazo. Esta situación se reflejó en incrementos en más de dos puntos entre octubre de 1993 y octubre de 1994, situación que, paralelamente a la crisis interna, incidió en la fuga de capitales de México.

Consecuencias de la dependencia financiera para México

Un poco antes de la devaluación, el pánico ya se había apoderado de los inversionistas y de los especuladores, lo cual presionó fuertemente las reservas y obligó al gobierno a llevar a cabo el ajuste de paridad en diciembre de 1994. La bolsa mexicana de valores se derrumbó, mientras Estados Unidos continuó aumentando sus tasas de interés; aun en febrero, en plena crisis financiera de México, ese país aumentó sus tasas de interés de 4.75 a 5.75 por ciento.

La condicionalidad de Estados Unidos

Hasta ahora resulta paradójico el plan de rescate financiero de México emprendido por los norteamericanos pues, por un lado, pretenden "reacti-

var" la afluencia de capitales a México y, por otro, agudizan la fuga de capitales hacia su propio país mediante su política monetaria.

Dicho plan, que ha concedido a México hasta ahora un crédito por 20 mil millones de dólares, pretende principalmente financiar el pago de depósitos extranjeros que llegaron al país a especular, pues de los 51 mil millones de dólares que componen el paquete financiero 18 mil estarán destinados a cubrir el vencimiento inmediato de tesobonos, es decir, inversiones de corto plazo.

El control del sistema financiero mexicano por Estados Unidos no sólo tiene su base en los acuerdos previamente establecidos en el tratado de libre comercio (TLC), sino también en las "estrictas condiciones" impuestas por el presidente Clinton como parte del plan de ayuda: 1) el uso de las ventas futuras de Petróleos Mexicanos como aval; 2) el cobro de una prima por el riesgo en que incurre Washington en la operación, y 3) un cobro suplementario "para que estos recursos no sean más baratos que en los mercados de capitales internacionales, para estimular a México a buscar otras fuentes de financiamiento".⁶

Ya desde 1992 la Asociación de Banqueros de Estados Unidos había expresado que entre los objetivos de la negociación del TLC se incluirían: 1) el acceso a operaciones de banca comercial; mercado de cambios, de valores y aseguradora; 2) la propiedad de más del 30 por ciento del capital accionario de los bancos y el 49 por ciento en compañías de seguros.⁷

El costo que tendrá para México dicho rescate financiero tendrá consecuencias tan graves que obligarán al país a seguir impulsando la apertura

ra a la inversión extranjera, la plena desincorporación del aparato estatal, mayor recortes de subsidios sociales, topes salariales, etcétera.

La crisis económica y financiera de México permitirá a Estados Unidos no sólo la supervisión de la gestión de la política macroeconómica del país, sino también posesionarse en la aviación, la banca, los puertos, los ferrocarriles y el petróleo del país.

La condicionalidad del FMI

El crédito por 17.8 mil millones de dólares concedido por el FMI a México como parte del rescate financiero ha tenido por objetivo, según las autoridades de ese organismo, consolidar los avances logrados en los últimos siete años, abordar los problemas de liquidez que resultarán de las obligaciones de corto plazo que vencerán en el transcurso de 1995 y apuntalar el sistema financiero mundial.

El compromiso de México frente al FMI consistirá en reducir el déficit de cuenta corriente de 8 por ciento del PIB en 1994 a 4 por ciento en 1995 y 3.5 por ciento en 1996; bajar la tasa anualizada de inflación 19 por ciento en el transcurso de 1995. Para lograr estas metas, el gobierno se comprometió ante el FMI a seguir una política de restricción salarial, precios y crédito interno, respaldada por una mejora en la posición fiscal.

Con el objeto de mantener el nivel de inflación en 19 por ciento, la política monetaria acentuará la reducción del crédito interno de 60 mil millones de nuevos pesos en 1994 a 10 mil en 1995; se mantendrá una política fiscal constrictiva (como el reciente aumento del IVA) y se seguirá respaldando la flotación del peso con intervenciones moderadas.⁸



Conclusiones

En suma, es importante destacar que el rescate financiero ha significado para México una doble condicionalidad, en la que no sólo tendrá que mantener informado al congreso estadounidense sobre la rigurosa aplicación de las medidas de ajuste, sino también al FMI, con el que contrajo el compromiso de cumplir estrictamente con las medidas económicas propuestas en el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE) y en la carta de intención enviada por el gobierno mexicano a ese organismo. Dichas medidas incluyen el control de la inflación mediante la contracción de la demanda interna, empleando como instrumento la política salarial, la reducción del crédito, el gasto público y la política fiscal; además de continuar con el proceso de apertura de la economía y del sector financiero.

Lo anterior significará, indiscutiblemente, un empantanamiento de la economía, lo cual traerá como consecuencia un fuerte impacto recesivo pues la contracción del ingreso, del crédito disponible y la reducción del gasto tendrán como resultado una

significativa contracción de la demanda interna, del crecimiento, del empleo y, por consecuencia, un mayor decremento del PIB para este año.

Notas

¹ El denominado "efecto tequila" fue un término acuñado por los sectores financieros internacionales, principalmente norteamericanos, para responsabilizar a México por la inestabilidad financiera mundial y latinoamericana, para derivar la atención del efecto negativo directo que estaba teniendo en el sistema financiero internacional la elevación de los tipos de interés en Estados Unidos, hecho que provocó en ese periodo un masivo flujo de capitales europeos y latinoamericanos hacia ese país.

² Véase Presidencia de la República, *Criterios generales de política económica*, México, 1994, p. 78.

³ *El Financiero*, octubre 14 de 1994, p. 3 A.

⁴ Ver FMI, *Boletín*, marzo 15 de 1993, pp. 68-69.

⁵ FMI, *Perspectivas de la economía mundial*, Washington, mayo de 1994.

⁶ *Siglo 21*, febrero 1 de 1995.

⁷ Eugenia Correa y Ricardo Calvo, "Crisis cambiaria: ¿una modificación del capítulo XIV del TLC?", *El Financiero*, enero 17 de 1995.

⁸ *El Financiero*, febrero 3 de 1995.