

La crisis de 1994: origen y aprendizajes

Gerardo Esquivel

41 - 53

En esta colaboración abordo el tema del origen y los aprendizajes de la crisis macroeconómica y financiera de 1994 en México. Comienzo retomando la idea de que hay tres posibles factores explicativos de la crisis: los factores políticos, los subyacentes y el llamado «error de diciembre».

Mi opinión es que los factores políticos, que fueron los que se enfatizaron en la versión oficial de la crisis, desempeñaron en realidad un papel muy menor. La idea de que todo comenzó con el movimiento zapatista o con la incertidumbre política por la elección presidencial pretende desviar la atención de lo central. De los aspectos políticos, lo único realmente importante fue el asesinato de Luis Donaldo Colosio en marzo de 1994, lo que generó una gran incertidumbre y provocó una enorme salida de capitales. Sin embargo, todo lo demás que ocurrió en materia política en ese año fue muy poco relevante para explicar una crisis como la ocurrida.

Por su parte, el llamado «error de diciembre» es un término que popularizó el expresidente Carlos Salinas de Gortari,

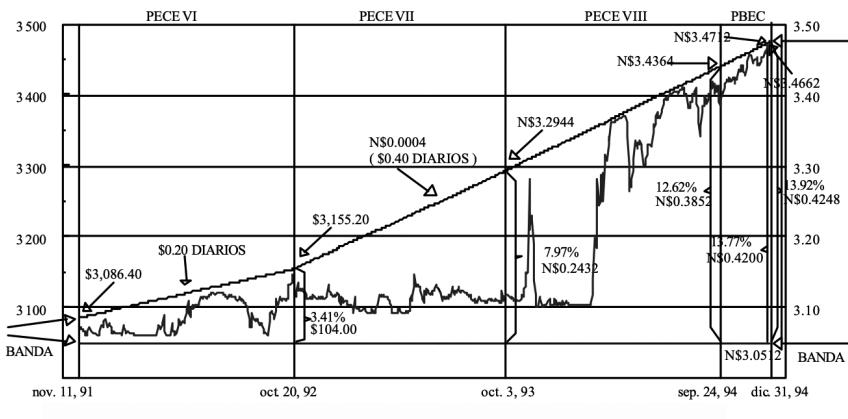
en parte, para aludir a que la crisis fue producto de lo que pasó en diciembre de 1994, cuando él ya no estaba en el gobierno, y, por otra parte, para hacer responsable de la crisis y sus efectos a su sucesor, el presidente Ernesto Zedillo. Esa interpretación evidentemente tiene una connotación política, ya que le permitía a Salinas desentenderse hasta cierto punto de su propia contribución a la gestación de la crisis. Para mí, no hubo un «error de diciembre», sino más bien una serie de errores a lo largo de todo 1994. Fue básicamente una sucesión desafortunada de eventos, aunque también fue una sucesión desafortunada de malas decisiones de política económica.

En consecuencia, voy a concentrarme en lo que considero que es la explicación subyacente de la crisis. Por cierto, la mayor parte de los elementos que voy a presentar aquí provienen del *Informe anual 1994* del Banco de México, que se publicó al año siguiente, en 1995. Para mí, ese informe es quizás el más interesante de todos los que ha publicado el Banco de México, porque ofrece un recuento detallado de todo lo que pasó en ese año crucial para la historia económica del país.

En dicho informe aparece, por ejemplo, la gráfica que describe con detalle el régimen cambiario vigente en 1994. Empiezo por ahí porque lo que me interesa es mostrar cómo las causas que motivaron la crisis de 1994-1995 fueron acumulándose, así como para señalar que hemos aprendido varias cosas, que hoy estamos muy lejos de una situación como aquella y que vale la pena revisar qué se ha hecho bien en estos últimos 30 años.

La primera cuestión es entender cómo funcionaba el régimen cambiario que existía en aquellos años. La Figura 1 resume cuál era el régimen cambiario que se mantuvo vigente desde 1991 hasta 1994. Se trataba de una banda cambiaria muy peculiar: mientras que en otros países las bandas eran paralelas —con un techo y un piso que se mantenían estables, o bien crecían paralelamente—, en México teníamos una banda cambiaria diferente. Como se puede apreciar en la gráfica, México tenía una banda con un piso que se mantenía fijo y con un techo deslizante, cuyo ritmo de deslizamiento

Figura 1. Régimen cambiario vigente desde el 11 de noviembre de 1991 hasta el 19 de diciembre de 1994.



NOTA: Cabe recordar que a partir del 10. de enero de 1993 fue introducida una nueva unidad monetaria, el nuevo peso (N\$), cuya equivalencia con los pesos anteriores (\$) es de N\$1/\$1,000.

Por PECE se hace referencia al Pacto para la Estabilidad, la Competitividad y el Empleo, acordado entre el Gobierno Federal, los sindicatos, las organizaciones campesinas y el sector empresarial.

* Día natural
última observación 19 de diciembre de 1994.

Fuente: tomada de Banco de México (*Informe anual 1994*, gráfica 15).

se aceleró a partir de octubre de 1992. Eso explica por qué la brecha entre el piso y el techo de la banda iba creciendo.

Así, teníamos un régimen cambiario que trataba de generar algo de certidumbre, precisamente porque no era ni fijo ni flexible. Esto parecía una solución apropiada para un país como México que, como muchos otros, había padecido para sostener un régimen de tipo de cambio fijo, pero que, al mismo tiempo, tenía un cierto temor de entrar a un régimen completamente flexible.

La Figura 1 captura el impacto de algunos de los eventos político-económicos que estaban ocurriendo. Por ejemplo, poco después del 3 de octubre de 1993 se aprecia un brinco muy abrupto en el tipo de cambio, que se acerca rápidamente al techo de la banda cambiaria. Ese salto refleja la incertidumbre que rodeó a la aprobación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Dicha incertidumbre no provino de México, sino de Estados Unidos, porque allá

había un gran debate acerca de aprobar o no el tratado. La incertidumbre provocó que el tipo de cambio brincara casi hasta el techo de la banda.

Esta situación se resolvió el 17 de noviembre de 1993, cuando finalmente la Cámara de Representantes de Estados Unidos votó a favor del TLCAN. Así, el tipo de cambio regresó a un piso que, curiosamente, no era el piso de la banda, sino que parecía ser un «piso mágico», un nivel de \$3.10, donde el tipo de cambio permaneció relativamente estable por varias semanas. Durante esos días ocurrió el levantamiento zapatista (el 1 de enero de 1994) y, como se puede ver claramente en la gráfica, esto no movió en lo absoluto al tipo de cambio, el cual seguía pegado firmemente en \$3.10, el piso no oficial.

Más adelante se observan dos aumentos importantes en el tipo de cambio. Un primer aumento ocurrió en febrero de 1994, asociado al alza en las tasas de interés en Estados Unidos. Este aumento en las tasas estadounidenses provocó algunas salidas de capital, lo que presionó al peso mexicano, y el tipo de cambio se depreció de \$3.10 a \$3.30. Posteriormente, a finales de marzo de 1994, ocurrió una subida aún más abrupta como resultado del asesinato del candidato presidencial del partido en el poder, Luis Donaldo Colosio. Este acontecimiento llevó al tipo de cambio al techo de la banda, tal y como se observa en la gráfica.

Lo que ocurre cuando tenemos una banda cambiaria es que, una vez que se alcanza el techo de la banda, el régimen se convierte, *de facto*, en un régimen de tipo de cambio fijo. En ese punto, el banco central tiene que operar a través de la venta de divisas, para evitar que el tipo de cambio rebase el límite superior.

¿Qué pasó cuando el Banco de México comenzó a vender divisas? Si bien hubo un pequeño ajuste y el tipo de cambio se despegó ligeramente del techo, el tipo de cambio se mantuvo muy cerca durante los meses siguientes, como se observa en la Figura 1. Así, para todo propósito práctico, a lo largo de todos esos días tuvimos un régimen de tipo de cambio fijo. Esa experiencia nos dejó un aprendizaje: los riesgos

de mantener un régimen de tipo de cambio fijo (o cuasifijo) en un contexto muy volátil. Y justamente este esquema es el que decidimos abandonar, en lo que considero que fue una decisión muy acertada para el país.

El régimen de tipo de cambio que tuvimos en ese periodo tenía su origen en el proceso inflacionario de los años previos. Esto se debe a que, a finales de 1987, en un intento casi desesperado por contener la inflación, se llevó a cabo un programa de estabilización heterodoxo, que consistió básicamente en anclar el tipo de cambio nominal. De esta manera, el tipo de cambio fungió como el ancla nominal de la economía para frenar el aumento de los precios. Esta estrategia de contención logró estabilizar los precios y la inflación comenzó a disminuir. Sin embargo, esto fue generando paulatinamente un problema, ya que el tipo de cambio real comenzó a apreciarse. De hecho, durante todo el periodo 1987-1994 se produjo una fuerte apreciación real del tipo de cambio. Aunque el tipo de cambio nominal se mantenía fijo, la inflación en México, aunque más baja que en años anteriores, seguía siendo relativamente alta. Esto provocó que el tipo de cambio real disminuyera de manera sostenida. Es decir, se iban encareciendo los precios relativos de los productos mexicanos en el exterior y se iban abaratando los precios de los productos del exterior para los mexicanos, con su consecuente efecto negativo en la balanza comercial.

Esto, a su vez, se reflejó en un fuerte deterioro de la cuenta corriente. La estrategia de anclar el tipo de cambio —que en la práctica implicó operar con un tipo de cambio fijo— dio lugar a una fuerte apreciación real. Lo anterior se vio reflejado en la cuenta corriente de la balanza de pagos: en 1993, el déficit alcanzó los 23 000 millones de dólares; mientras que en 1994 este déficit subió a cerca de 29 000 millones de dólares. En términos de porcentaje del PIB, esos déficits equivalían al 6.5% y 7.7% del PIB, respectivamente. Quizá para mucha gente esas cifras no digan nada, pero son magnitudes enormes. Un déficit en cuenta corriente de ese tamaño implicaba que teníamos que financiar de alguna manera el

desequilibrio en nuestras cuentas con el exterior. Es decir, teníamos que allegarnos de recursos provenientes del exterior para poder financiar ese tamaño del déficit.

Ese déficit de cuenta corriente, que llegó a representar casi el 8 % del PIB, era un déficit gigantesco. Y la forma en la que decidimos financiarlo es otro de los grandes aprendizajes que nos dejó la crisis de 1994. La cuenta de capital de la balanza de pagos permite ver cómo se financiaba ese déficit que teníamos en la cuenta corriente, el cual provenía básicamente de la balanza comercial. En 1993 entraron al país 32 000 millones de dólares de capital, mientras que, en 1994, esta cifra cayó a solo 11 549 millones de dólares, es decir, apenas una tercera parte.

Al observar la composición del financiamiento dentro de la cuenta de capital, se aprecia que, en 1993, antes de la crisis y la devaluación, entraron únicamente 4 000 millones de dólares de inversión extranjera directa, mientras que 29 000 millones provinieron de inversión de cartera. Este era el modelo de financiamiento que teníamos: un déficit externo muy alto, financiado predominantemente con capitales de corto plazo. El tipo de cambio real se estaba apreciando, por lo que los productos mexicanos se encarecían en el exterior y, en cambio, los productos extranjeros eran baratos para los mexicanos. Comprábamos muchos productos, teníamos un gran déficit que había que financiar, y nosotros optamos por hacerlo principalmente con entradas de capital financiero. Esa inversión extranjera de cartera se canalizaba principalmente hacia la compra de bonos, papel comercial, acciones y valores de deuda pública. Sin embargo, en 1994, los flujos de capital en el mercado accionario comenzaron a contraerse. En particular, en 1994 hubo una caída de casi 20 000 millones de dólares en la inversión de cartera.

Lo que aprendimos es que, para empezar, no podemos mantener un déficit en cuenta corriente tan elevado. En segundo lugar, si lo vamos a tener, este no puede financiarse con inversión de cartera, porque ese tipo de capital es muy volátil. Como se observó en 1994, así como llegaron los capitales,

así se fueron. Los flujos de cartera pueden salir en cualquier momento, más aún hoy en día con los avances tecnológicos. Entonces, depender de ellos es muy riesgoso para cualquier economía y, en ese momento, México dependía de ellos.

Cuando uno revisa el *Informe anual 1994* del Banco de México, aparece un dato que en su momento era completamente desconocido: el nivel de las reservas internacionales. Y es que debemos recordar que, en aquel entonces, no existía la transparencia en la información que hoy tenemos. En 1994, los mexicanos —analistas incluidos— solo conocíamos las cifras de las reservas internacionales una o dos veces al año. Una vez era en el informe presidencial y otra en alguna ocasión excepcional en la que el Banco de México o la Secretaría de Hacienda decidían divulgarlo. Pero era una información muy poco conocida.

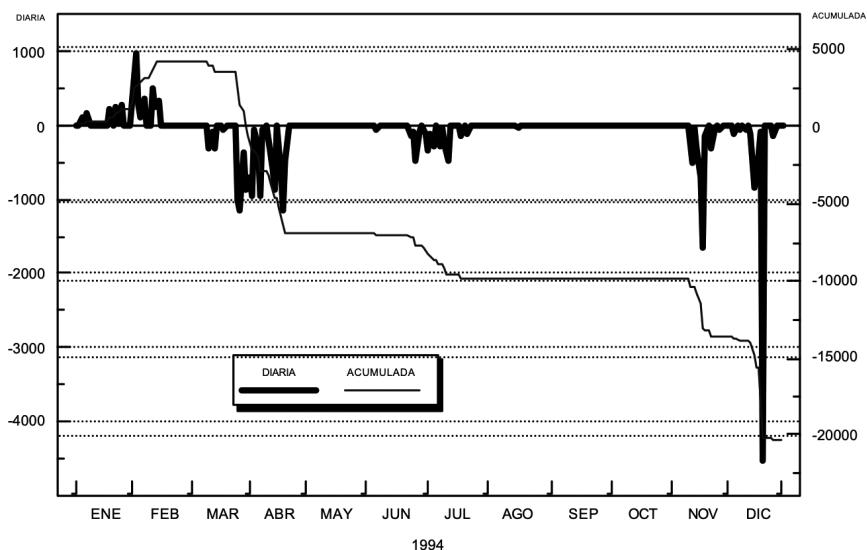
El informe del Banco de México de 1994 decidió transparentar lo qué había pasado día a día con las reservas internacionales a lo largo de todo el año (véase la Figura 2). Se puede ver cómo, durante todo enero, el banco central intervino comprando dólares, ya que el tipo de cambio se encontraba en el «piso ficticio» de \$3.10. Estas intervenciones se reflejan en la parte positiva de la gráfica, lo que implica que el Banco de México estaba comprando divisas.

Después, el Banco de México comenzó a vender dólares. Noten cómo comienzan las ventas a inicios de marzo, como resultado del aumento en las tasas de interés en Estados Unidos, y justo antes del asesinato de Colosio. Sin embargo, el grueso de la venta ocurre tras el asesinato de Colosio, que generó una gran incertidumbre. Los inversionistas que estaban en el país comenzaron a retirarse y el Banco de México, en cuestión de semanas, perdió más de 10 000 millones de dólares en reservas.

Aparentemente, la situación de las reservas allí se estabiliza. Pero ese es otro de los grandes errores: se estabiliza porque México empieza a emitir los llamados Tesobonos. ¿Qué eran los Tesobonos? Eran bonos pagaderos en dólares que garantizaban que quien los tuviera no iba a perder en caso de

Figura 2. Intervención diaria y acumulada del Banco de México (millones de dólares).

48



Fuente: tomada de Banco de México (*Informe anual 1994*, gráfica 18).

que hubiera una depreciación de la moneda. Esto les ofreció una falsa sensación de certidumbre a los tenedores ante una posible devaluación y detuvo temporalmente la caída de reservas. Más adelante, entre junio y julio, alrededor de la elección, el Banco de México tuvo que volver a vender divisas. Se deshizo de otros 1 500 millones de dólares. La aparente estabilidad se mantuvo gracias a que el país seguía vendiendo Tesobonos.

Es decir, la presión por salir de esos capitales golondrinos seguía existiendo y el Banco de México seguía dotándolos de dólares. Para evitar una mayor pérdida de reservas internacionales, el gobierno decidió emitir los Tesobonos, lo que produjo un cambio en la tenencia de los acreedores del país. Los inversionistas comenzaron a deshacerse de los Cetes, que son bonos denominados y pagaderos en pesos, y adquirieron Tesobonos, que son bonos pagaderos en dólares. Esto les daba la certidumbre de que, si venía la devaluación, no iban

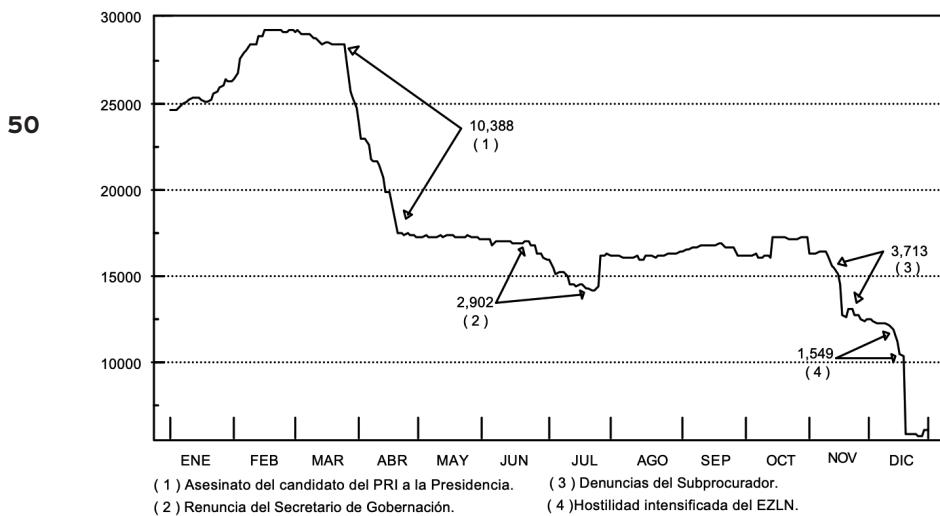
a perder su capital. Además, los Tesobonos ofrecían una tasa de interés bastante atractiva. Esa combinación —seguridad cambiaria y rendimiento elevado— detuvo la salida de capitales y estabilizó las reservas.

Sin embargo, esa aparente estabilidad fue ficticia, porque la presión en el mercado para retirar capitales no cesó. Hacia finales de noviembre de 1994, comenzaron a circular rumores de una devaluación cada vez más insistentes. Los analistas empezaron a percibir que algo estaba mal: ¿cómo era posible que el país siguiera sosteniendo un tipo de cambio fijo con tales presiones de salidas cambiarias? Lo estaba logrando mediante la emisión de Tesobonos. Sin embargo, en algún momento alguien hizo las cuentas y se dio cuenta de que se estaban emitiendo tantos Tesobonos que, si todos los tenedores decidieran cobrar simultáneamente, no iba a alcanzar para pagarles a todos. Entonces, se abrió el espacio para una corrida cambiaria, lo que se conoce como un ataque especulativo contra la moneda. Ya en ese momento las reservas internacionales eran muy escasas como para cubrir las deudas y los compromisos del gobierno mexicano.

La Figura 3 muestra la evolución de las reservas internacionales del país a lo largo de todo 1994. Al inicio del año, entre enero y febrero —cuando ya se había levantado el Ejército Zapatista de Liberación Nacional— México acumuló reservas adicionales, pasando de 25 000 a 29 000 millones de dólares. Como ya se dijo, empezamos a perder divisas a principios de marzo de 1994, ante el alza de las tasas de interés estadounidenses. Posteriormente, la caída brutal en las reservas ocurre tras el asesinato de Colosio. En apenas unos días, entre marzo y abril, salieron del país 10 388 millones de dólares, como lo muestra la gráfica.

Más tarde, el saldo de las reservas internacionales se estabilizó por un tiempo, pero volvió a registrar salidas, atribuidas —según el informe del Banco de México— a la renuncia del secretario de Gobernación a mediados de ese mismo año. Se vuelven a estabilizar y vuelven a caer hacia noviembre. Según el *Informe anual 1994* del Banco de México, esto se asoció

Figura 3. Saldos de la reserva internacional neta, 1994 (millones de dólares).



Fuente: tomada de Banco de México (*Informe anual 1994*, gráfica 19).

otra vez a factores políticos. En realidad, la salida de capitales no tenía tanto que ver con eso, sino con el hecho de que empezaba a saberse que la situación financiera del país era vulnerable. Ya para entonces había muchos análisis que inferían, mediante un seguimiento detallado de las operaciones del gobierno, que se estaban emitiendo más Tesobonos de los que realmente podían pagarse.

El colapso del régimen cambiario ocurre en diciembre. Pero noten que, ya para entonces, las reservas netas del país estaban en niveles muy bajos. Entonces, es un colapso que no ocurre por algo que haya pasado específicamente en diciembre, sino que es un colapso que se fue acumulando. Fueron una serie de decisiones de política económica equivocadas que subestimaron la magnitud y la persistencia de los choques. Como suele suceder, se asumió que muchos de estos choques negativos eran transitorios, y por eso se optó por medidas como la emisión de Tesobonos, pensando que la situación se iba a resolver pronto y que a la larga podrían pagarse.

Solo para tener una idea de lo que implicó el tema de los Tesobonos, vale la pena recuperar un dato del informe del Banco de México que, curiosamente, aparece en un simple pie de página. Dicha nota señala lo siguiente: «Los tesobonos representaban el 2.8% de la tenencia total de valores gubernamentales en poder del público al cierre de 1993, en tanto que a la misma fecha de 1994 su participación era del 55%». Es decir, básicamente lo que hicieron las autoridades económicas fue sustituir los Cetes por Tesobonos, ofreciendo a los tenedores la garantía de que, si había una devaluación, no perderían su inversión. Lo hicieron pensando que a la larga eso se podía revertir. No obstante, eso nunca ocurrió, porque la sucesión de choques siguió y la incertidumbre no cedía. En algún momento, los inversionistas se dieron cuenta de que no les iban a poder pagar y ese fue el punto donde se detonó la crisis.

Entonces, con todo esto, quisiera retomar un poco una idea central desde el inicio de la discusión: ¿de dónde viene la crisis? No viene de un «error de diciembre», no de un único «error de diciembre», sino de una sucesión de factores que se acumularon a lo largo de 1994. Esa sucesión de factores, en mi opinión, fueron predominantemente económicos. Tuvo que ver con el alza en las tasas de interés en Estados Unidos y luego con las decisiones económicas que se tomaron después del asesinato de Colosio, incluido el intento por evitar la devaluación en un contexto electoral. Se trató de resolver la situación ofreciendo Tesobonos, un instrumento financiero muy rentable para los tenedores, pero insostenible para las reservas netas del país. Simplemente no nos iba a alcanzar para pagarlos y por eso se desató la crisis. Y por eso, también, a principios de 1995 fue necesario el rescate.

Ahora casi nadie lo recuerda, pero la crisis de 1995 no fue mayor en buena medida porque hubo una decisión por parte del Fondo Monetario Internacional (FMI) y del gobierno de Estados Unidos para rescatar a México y evitar una segunda moratoria del pago de la deuda, lo que hubiera sido todavía más catastrófico.

Entonces, el origen de la crisis de 1994-1995 está ahí. Y creo que, como país, hemos aprendido varias lecciones en materia de manejo macroeconómico. Entre ellas, aprendimos los riesgos de mantener un tipo de cambio fijo, de sostener un déficit en cuenta corriente demasiado grande vinculado a un tipo de cambio en desequilibrio y de financiar ese desequilibrio con flujos de capital que pueden ser altamente volátiles.

En ese sentido, creo que el país ha mejorado, especialmente en términos de transparencia de la información. Si en aquellos años se hubiera contado con el nivel de transparencia como el que existe hoy —cuando es posible consultar semanalmente el monto de las reservas—, es posible que el deterioro de los fundamentos económicos no hubiera llegado tan lejos hacia finales del año. Tal vez la crisis habría estallado antes, con una magnitud mucho menor, o incluso se habría evitado, ya que los analistas económicos y los inversionistas habrían reaccionado a tiempo, presionando para que las autoridades no tomaran las decisiones que tomaron.

La transparencia ha sido, sin duda, uno de los avances más importantes de esta experiencia. Y creo que, en ese sentido, fue una crisis muy costosa: una devaluación abrupta que desencadenó inflación, quiebras y una profunda crisis económica y financiera. Pero, al menos en términos de la conducción macroeconómica, creo que hoy en día podemos decir que hemos aprendido las lecciones de la crisis.

Otros países de América Latina, dada la magnitud del colapso, tomaron nota de lo ocurrido. No todos, evidentemente. La crisis en México se popularizó como la «crisis del tequila». Hubo una cantidad enorme de artículos dedicados a tratar de entender la crisis y por qué un país que había implementado una serie de reformas estructurales, que había logrado estabilizar una parte importante de su economía, pudo caer en una crisis tan grave. En ese sentido, la crisis de 1994-1995 ha sido, quizás, un ejemplo de laboratorio de lo que no debe hacerse. Y aunque el costo fue alto, la crisis de 1994 nos ha enseñado al país y a otros países cómo enfrentar

choques económicos y políticos de la naturaleza que enfrentamos en aquellos años. Esperemos que la lección haya sido plenamente comprendida.