

CAPÍTOL 8

La Crisi Mexicana de 1994 (II)

Malgrat la solvència econòmica adquirida per Mèxic arran del programa d'estabilització i de reforma estructural a començaments de la dècada dels '90, el país va veure amb estupefacció com la seva moneda era víctima d'un atac especulatiu sense que existís una incoherència evident entre les polítiques econòmiques implementades i l'objectiu d'estabilitat canviària. Per altra banda, els analistes financers no van ser capaços d'anticipar el col·lapse del sistema canviari a partir de tensions als mercats de divises o de les pressions sobre els tipus d'interès, de tal manera que la previsibilitat teòrica de l'atac quedava en entredit.

L'experiència mexicana, revisada *ex-post*, posa de manifest que un mercat financer liberalitzat, un sistema de tipus de canvi quasi fix i un flux ingent de capitals procedents de l'exterior van revelar-se com una combinació d'elements força pertorbadora per a la consistència i credibilitat de la política macroeconòmica instrumentada a Mèxic. De fet, l'elevació dels tipus d'interès dels Estats Units i un clima creixent d'inestabilitat política units a les respostes inadequades de la política econòmica a aquestes perturbacions van provocar, a partir del mes de març de 1994, una sortida progressiva de capitals que va alterar, decisivament, el balanç entre beneficis i costos associats al manteniment del tipus de canvi fixat. Així, aquesta reversió en les entrades de capitals van convertir la sobrevaloració del peso i el dèficit per compte de Mèxic, que fins aleshores, eren sostenibles en un problema de primera magnitud.

Les dificultats per cobrir les necessitats de finançament exterior van generar expectatives de devaluació als mercats de divises i incertesa sobre la capacitat de l'economia per atendre les seves obligacions a curt termini en moneda estrangera. En aquest escenari, les intervencions dels mercats de divises, paradoxalment, tendien a alimentar el flux de sortida de capitals perquè la disminució de les reserves disminuïen la liquiditat del país i augmentava el risc d'insolvència. D'aquesta manera, la possibilitat que el règim canviari de Mèxic pogués ser abandonat en un futur immediat i que el deute a curt termini no fos atès va esdevenir una profecia que va acabar per "*autocomplir-se*".

El capítol s'estructura en tres parts. A la primera secció s'analitza la lògica de la crisi canviària, a partir de l'exposició de les pertorbacions internes i externes que combinades amb determinades decisions de política econòmica van afavorir el desencadenament d'un atac especulatiu contra el peso a finals de 1994. A la segona part es relacionen les conseqüències de la crisi de desembre de 1994. En aquest sentit, es fa referència a l'esclat de la crisi financera i el seu contagi a la regió d'Amèrica Llatina. També s'estudia el programa de rescat financer, l'evolució de la conjuntura econòmica mexicana, així com, la instrumentació de la política econòmica durant els anys posteriors a la crisi. Finalment, la darrera de les seccions presenta les principals conclusions del capítol.

A. La lògica de la crisi canviària de 1994

1. Les pertorbacions internes i externes

Paradoxalment, les mateixes reformes que havien contribuït a la transformació econòmica de Mèxic van acabar minant els pilars que constituïen la base del sistema polític del país. Així, el programa de reforma estructural va donar lloc a profunds canvis polítics, que posaven en entredit el *status quo* existent fins al moment, tot generant dissensions i desacords entre els membres del Govern durant la presidència de Carlos Salinas de Gortari (1988-94) que es van fer plenament evidents a principis de 1994.

Per a Edwards, Lozada i Steiner (1995), la combinació d'aquestes pertorbacions polítiques de caràcter intern amb altres xocs econòmics externs, així com, la resposta inadequada de la política econòmica a aquests esdeveniments van erigir-se en els elements desencadenants de la crisi mexicana de 1994. De fet, la notable inestabilitat política va jugar un paper cabdal en el canvi de direcció del flux d'entrades de capitals procedents de l'estranger i la disminució progressiva de la dotació de reserves del banc central, des dels 28.000 milions de dòlars de febrer de 1994 als menys de 6.000 milions de dòlars al mes desembre del mateix any. Aquesta disminució dràstica de la dotació de reserves va contribuir a configurar una situació favorable a un atac especulatiu que és l'origen del col·lapse del sistema canviari.

Tanmateix, per a Sachs, Tornell i Velasco (1996a) un dels trets diferencials del cas de Mèxic 1994 és que la devaluació es va decidir quan la dotació de reserves, pràcticament, s'havia exhaurit, i, en un moment en què vencien un gran nombre de títols de deute públic a curt termini denominats en dòlars. La combinació d'aquests dos esdeveniments va desencadenar una situació de "*pànic financer*" que venia a confirmar les expectatives de devaluació i el temor a la insolvència de l'Estat, inicials.

1.1. LES PERTORBACIONS INTERNES

Històricament, el sistema polític mexicà havia estat dominat des dels anys '30 pel Partido Revolucionario Institucional (PRI). Tot i que els diversos candidats del PRI havien guanyat fins aleshores totes les eleccions presidencials que s'havien celebrat al país, les acusacions de vot fraudulent havien caracteritzat la majoria de comicis.

Justament per això el PRI era considerat per la majoria de mexicans com una institució corrupta, tot i que com assenyala Falcoff (1996), des del punt de vista dels inversors estrangers, el partit constituïa una font d'estabilitat política i econòmica, si més no des de 1987. Aquest clima de relativa tranquil·litat es va veure sacsejat violentament durant l'any 1994 per quatre esdeveniments singulars: la rebel·lió "*zapatista*" de Chiapas, l'assassinat del candidat

presidencial del PRI, la dimissió del Secretari de Governació i les dissensions a l'interior del Govern¹.

1.1.1. La rebel·lió de l'exèrcit “zapatista”

El primer d'aquest seguit de xocs es produí durant el mes de gener de 1994 quan, a la regió de Chiapas al sud de Mèxic, va esclatar una revolució armada entre els indígenes. Els participants en aquesta rebel·lió van autoanomenar-se “*Ejército Zapatista de Liberación Nacional*” (EZLN) en honor al revolucionari Emiliano Zapata.

La revolució va tenir èxit, o si més no un èxit relatiu, perquè va sorprendre al Govern i, a més, va aconseguir captar l'atenció dels mitjans de comunicació a nivell internacional². La insurrecció es produïa només set mesos abans de les eleccions presidencials i aquesta circumstància generava dubtes sobre l'estabilitat política de Mèxic. L'esclat d'una hipotètica guerra civil o l'aparició d'un brot de violència podria comprometre les inversions i els beneficis de moltes empreses, a més de canviar les prioritats i els esforços del Govern en benefici de finalitats distintes a les de l'estabilització econòmica i la reforma estructural. Tanmateix, aquest incident no va afectar el flux d'entrades de capital financer estranger, a tenor de les dades diàries sobre reserves internacionals que proporciona el Banco de México i recollides a la gràfica 1.8, les quals mostren una reacció migrada o poc significativa a les primeres informacions sobre la insurrecció.

1.1.2. L'assassinat del candidat presidencial del PRI

Un xoc polític encara més significatiu fou l'assassinat del candidat presidencial del PRI, Luis Donaldo Colosio, el 23 de març de 1994. Tot i que els motius de l'assassinat mai no van ser aclarits, els indicis apuntaven a possibles dissensions a l'interior del PRI. En aquell moment Colosio era considerat el guanyador virtual dels comicis que havien de celebrar-se el mes d'agost, i cap dels seus possibles successors tenia el consens unànim del partit i de l'electorat. En qualsevol cas, el magnicidi obligava al PRI a nomenar un nou candidat presidencial i l'elecció va recaure en la figura d'Ernesto Zedillo, un economista amb poca experiència política i no tan conegut com el seu antecessor.

Aquests esdeveniments van alimentar, encara més, els temors d'inestabilitat existents, no només per la incertesa sobre les possibilitats reals que el PRI guanyés un cop més les eleccions, sinó

¹ En particular, per al Banco de México (1995) aquestes pertorbacions polítiques expliquen la reversió en les entrades de capitals, la disminució de la dotació de reserves internacionals i, en última instància, l'atac especulatiu i la posterior devaluació del peso del mes de desembre de 1994.

² Després de dues setmanes de lluita, en la que van morir cents o milers de persones, la rebel·lió només es va mig aturar quan les autoritats polítiques va acceptar obrir negociacions al més alt nivell amb els líders revolucionaris, durant el mes de febrer d'aquell any. Van seguir setmanes tenses, en les que el líder del EZLN, el subcomandante Marcos, va esdevenir molt popular després d'intervenir activament a la televisió i declarar-se compromès amb la “*democràcia, la llibertat i la justícia per a tots els mexicans*” (Hartwell, 2001).

també pels recels sobre la capacitat per governar del nou candidat, donada la seva inexperiència. De fet, molts dels inversors temien que la pèrdua de les eleccions presidencials per part del partit governant, donés pas a un canvi d'orientació política que augmentés la intervenció de l'Estat en economia i dificultés l'activitat de les empreses o que, simplement, el nou Govern refusés atendre les seves obligacions.

Aquestes expectatives van precipitar una disminució en el flux d'entrades de capitals. Les conseqüències del magnicidi també es van fer sentir tant sobre la cotització del peso com sobre la dotació de reserves. Així, el peso es va depreciar, aproximadament, un 10 per cent respecte el dòlar malgrat l'elevació dels tipus d'interès –des del 10,1 per cent al 17,8 per cent en un mes–, i les intervencions del Banco de México als mercats de canvis³. Per Atkeson i Ríos-Rull (1995), aquestes intervencions però, sobretot, el fet que el finançament del dèficit extern va recaure, per primera vegada en molt de temps, sobre les reserves internacionals, van provocar la reducció en un 38,5 per cent de la dotació de divises, això és 10.820 milions de dòlars, en aproximadament quatre setmanes. Per això, la dotació de divises va passar dels 28.321 milions de dòlars a finals del mes de març, abans de l'assassinat de Colosio, als 17.410 milions de dòlars al mes d'abril.

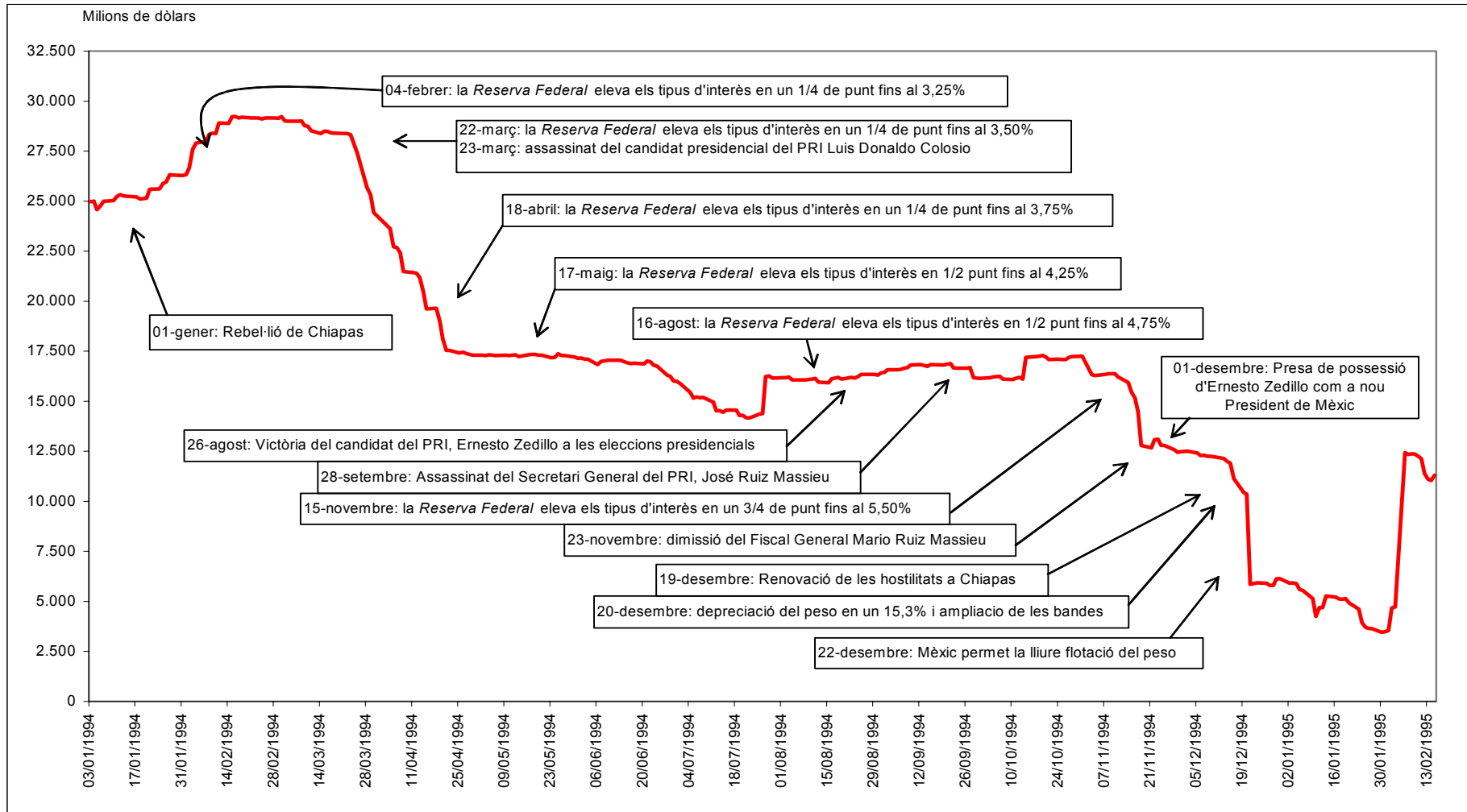
1.1.3. Els fets de l'estiu de 1994

Durant el mes de juny dos fets més van contribuir a accentuar el nerviosisme que s'havia instal·lat als mercats financers: la dimissió del Secretari de Governació, Jorge Carpizo, encarregat a través del seu ministeri de la supervisió dels comicis electorals i el segrest d'Alfredo Harp, un prominent home de negocis de Mèxic.

Fruit d'aquests esdeveniments, es va alentir novament el ritme d'entrades de capitals, alhora que es reactivaven les tensions als mercats de divises tot situant el valor del peso molt a prop de la banda alta, entorn als 3,39 pesos per dòlar, a finals del mes de juny. L'evolució de la cotització del peso va forçar al Banco de México a dur a terme noves intervencions marginals, per valor de 2.900 milions de dòlars en les dues últimes setmanes del mes mentre que els tipus d'interès tornaven a repuntar.

³ En els cinc dies posteriors a l'assassinat de Colosio, les vendes de dòlars per part del banc central als mercats de divises van ascendir a 3.395 milions de dòlars, un 32 per cent de total del cost de les intervencions efectuades entre el 25 de març i 21 d'abril de 1994.

Gràfica 1.8. Evolució de les Reserves Internacionals (gener de 1994 - 15 de febrer de 1995)



Font: Elaboració pròpia a partir de dades de Banco de México.

Malgrat aquest clima d'incertesa, el candidat del PRI va guanyar les eleccions presidencials del mes d'agost. La victòria electoral d'Ernesto Zedillo, amb un marge superior a l'esperat, va contribuir a reactivar, tot i que moderadament, les entrades de capitals durant el tercer trimestre de 1994, fet que es va traduir en una lleugera apreciació del peso als mercats de divises i en la reducció dels tipus d'interès del mercat interbancari i dels *cetes* a 28 dies⁴.

1.1.4. Les dissensions polítiques de la tardor de 1994

D'aquesta manera, després de les eleccions semblava que el país recuperava la normalitat política després d'una primera meitat d'any força convulsa. Però aquesta sensació va ser realment un miratge perquè, a finals del mes de setembre de 1994, fou assassinat el Secretari General del PRI José Francisco Ruiz Massieu. A pesar que la borsa mexicana va registrar una caiguda important en un primer moment, *a posteriori* els mercats de divises van reaccionar de forma més moderada, a l'igual que la dotació de reserves internacionals, com es pot comprovar a les gràfiques 8.7 i 1.8.

De fet, les repercussions d'aquella mort es van fer sentir realment a mitjans de novembre de 1994 quan el Subprocurador General de l'Estat, Mario Ruiz Massieu, abans de dimitir, va acusar públicament a figures importants del PRI d'haver ordenat l'assassinat del seu germà i que el Fiscal General de l'Estat, així com la cúpula dirigent del partit estaven obstruint la investigació d'aquella mort⁵. Aquests esdeveniments units a les dissensions internes del Govern de Mèxic que van transcendir a la llum pública van qüestionar, novament, la capacitat de l'administració Zedillo per garantir l'estabilitat política i econòmica del país. Mentre tant, el nou Govern havia fracassat en els seus intents de negociació amb els "*Zapatistas*" i a mitjans de desembre, en resposta a un nou alçament armat el Govern va respondre enviant amplis destacaments de l'exèrcit a Chiapas.

1.2. EL XOC EXTERN: L'ALÇA DELS TIPUS D'INTERÈS DELS ESTATS UNITS

Com s'ha destacat al capítol anterior, entre 1990 i el primer trimestre de 1993, Mèxic va registrar un volum d'entrades netes de capitals privats sense precedents, des dels anys previs a la crisi del deute. Aquest flux creixent de capitals –que, en un principi, permetia cobrir les necessitats de finançament i elevava la capacitat d'importació del país– responia, entre d'altres raons, a una conjuntura de tipus d'interès baixos als Estats Units⁶. En aquest sentit, entre 1992 i 1993, els tipus dels bons a tres mesos del Tresor dels Estats Units es van situar per sota del 4 per

⁴ Amb tot, aquest canvi de tendència va resultar insuficient com per restaurar el flux d'entrades de capitals a nivells del primer trimestre de 1994 i cobrir la totalitat del dèficit per compte corrent.

⁵ La sospita va recaure sobre Raúl Salinas de Gortari, el germà de l'expresident Carlos Salinas de Gortari.

⁶ Calvo, Leiderman i Reinhart (1993 i 1996) i Dooley, Fernández-Arias i Kletzer (1994) tot i que reconeixen que les entrades de capitals als països en desenvolupament durant aquest període poden ser atribuïts, en part també, als processos de reforma estructural, consideren que els tipus d'interès en són la causa principal. Per a més informació veure capítol 2.

cent per primera vegada des de 1965. Amb el nivell dels tipus d'interès estrangers de referència tan baixos, els inversors internacionals estaven inusualment disposats a col·locar els seus recursos a Mèxic i a d'altres països emergents en la confiança que obtindrien una rendibilitat molt superior⁷.

Durant el període 1990-94, la fórmula més habitual usada pels inversors estrangers era l'adquisició d'accions de societats d'inversió, les quals davant d'unes expectatives de grans rendiments s'especialitzaren en assumir riscs als països emergents. Segons el Banco de México (1995), un recurs molt usat per aquesta mena de societats a l'hora d'invertir en valors mexicans era la compra de bons *Brady* a la par, el preu del qual depenia de manera fonamental dels tipus d'interès dels bons a llarg termini del Tresor dels Estats Units, que actuaven de col·lateral. D'aquesta manera, els tipus d'interès que proporcionaven els bons *Brady* a la par van esdevenir un valor mínim de referència per a les emissions de bons en moneda estrangera amb risc a Mèxic.

Preocupats per les tensions inflacionistes que es podien derivar del rescalfament de l'economia, la Reserva Federal va elevar els tipus d'interès dels fons federals al mes de febrer de 1994 per primera vegada des de la recessió de 1990-91. Les alces addicionals dels tipus d'interès durant l'any 1994 van portar els tipus dels fons federals al 5,5 per cent a finals de novembre, la qual cosa suposava un increment de 250 punts bàsics des de principis de l'any 1993. En consonància amb l'evolució dels tipus dels fons federals els tipus d'interès a llarg termini dels Estats Units també van anar augmentant.

Com a conseqüència d'aquesta evolució el preu dels bons *Brady* a la par es va desplomar en prop del 15 per cent en el transcurs d'un mes; paral·lelament, van caure també els preus de les accions de les societats d'inversió especialitzades en títols mexicans. Aquesta tendència va generar intranquil·litat entre inversors i accionistes, alguns dels quals van exigir la liquidació de les seves posicions. Per donar sortida a aquestes demandes, les societats d'inversió van començar a vendre els seus actius més líquids: *cetes* a diferents terminis. Aquestes operacions juntament amb les vendes de moneda estrangera van pressionar la cotització del peso i els tipus d'interès nacionals (Whitt, 1996). Les tensions van tendir a retroalimentar-se als mercats financers doncs la depreciació de la moneda nacional i l'augment del tipus d'interès a Mèxic afectaven negativament el preu de les accions de les societats d'inversió, i, provocaven l'augment del cost de finançament exterior de les empreses i dels bancs mexicans.

⁷ Així, per exemple, a finals de 1992, el tipus dels *cetes* a tres mesos se situaven en el 17,38 per cent i donat que el desplaçament de la banda alta limitava la depreciació del peso a un valor no superior al 2,3 per cent anual durant aquest període, la rendibilitat d'una inversió en pesos per a un inversor dels Estats Units se situava entorn al 15 per cent, mentre que els títols de deute públic del Tresor dels Estats Units d'un venciment similar proporcionaven una rendibilitat del 3,53 per cent. A més, el venciment a curt dels *cetes* feien que el seu risc semblés menor, sempre i quan es mantingués el valor del tipus de canvi del peso.

2. Els orígens de la crisi

Les autoritats econòmiques van respondre a aquest seguit de perturbacions internes i externes considerant-les com a problemes conjunturals, tot evitant grans canvis d'orientació en la gestió de la seva política, més quan la perspectiva d'unes eleccions presidencials “aconsellaven” ajornar qualsevol iniciativa rellevant. Tanmateix, els esdeveniments succeïts arran l'assassinat del candidat del PRI resulten de cabdal importància per entendre l'atac especulatiu de finals de desembre de 1994. D'alguna manera, la crisi canviària de “*baixa intensitat*” que va seguir a la mort de Colosio, amb el temps es va revelar en l'origen d'un procés que, nou mesos després, va acabar desencadenant una crisi de dimensions molt superiors (Buirà, 1997).

2.1. LA RENOVADA IMPORTÀNCIA DEL DÈFICIT EXTERN I DE LA SOBREVALORACIÓ DEL PESO

A diferència de la revolta de Chiapas, l'assassinat del candidat, i virtual vencedor, de les eleccions presidencials que s'havien de celebrar el mes d'agost de 1994 sacsejava l'estabilitat política del país, qüestionava el compromís de les autoritats econòmiques amb el procés d'obertura a l'exterior, de liberalització econòmica i de reforma estructural i, per tant, generava incerteses sobre les perspectives econòmiques de Mèxic en el futur més immediat.

Com a conseqüència d'aquest canvi d'expectatives, la confiança dels inversors estrangers es va veure alterada, molts dels titulars dels dipòsits desconcertats pel curs dels esdeveniments van procedir a retirar els seus recursos, mentre que potencials prestamistes van ajornar temporalment les seves decisions d'inversió.

Aquesta dinàmica va donar lloc a una reversió del flux de capitals –agreujada per l'augment dels tipus d'interès als Estats Units– que, de manera abrupta, va reduir les entrades netes de capitals privats a 3.080 milions de dòlars durant el segon trimestre de 1994, una quarta part de les que s'havien registrat el trimestre anterior. Justament per això, des del segon trimestre de 1994 la càrrega del finançament del dèficit per compte corrent es va traslladar, sobtadament, des dels fluxs de capitals procedents de l'estranger cap a la dotació de reserves internacionals. Com es pot comprovar al quadre 1.8, la variació de reserves de la balança de pagaments contribuïa a finançar, en termes mitjans, entre el 40 i el 50 per cent del dèficit exterior durant el segon i tercer trimestre de 1994; de fet, durant el darrer trimestre de 1994 i el primer de 1995 la dotació de reserves va haver de suportar la càrrega del finançament tant del compte corrent com de la sortida de capitals.

Quadre 1.8. Finançament trimestral del dèficit per compte corrent (1994 – primer trimestre 1995)

	1994				1995
	1T	2T	3T	4T	1T
	<i>Milions de dòlars</i>				
Compte Corrent	-6.782	-7.476	-7.908	-7.496	-1.355
Compte Financer	11.799	3.080	4.436	-3.528	-8.719
Saldo de la balança de pagaments	5.017	-4.396	-3.472	-11.024	-10.074
	<i>En percentatge</i>				
Proporció del dèficit per compte corrent finançat amb la dotació de reserves	0	58,8	43,9	>100	>100

Font: Elaboració pròpia a partir de IFS (International Financial Statistics) del FMI.

D'aquesta manera, la sortida neta de capitals cap a l'estranger va transformar el dèficit per compte corrent i la sobrevaloració del peso, que fins aleshores eren assumibles, en un problema de primer ordre. La constatació d'aquesta evidència generava dubtes sobre la sostenibilitat del dèficit per compte corrent de la balança de pagaments en el futur més immediat i, aquest extrem, va afectar tant la cotització del peso com l'evolució dels tipus d'interès nacionals.

2.2. LA DESAPARICIÓ DE LA FLEXIBILITAT DE LES BANDES DE FLOTACIÓ DEL PESO

Com s'il·lustra a la gràfica 3.7 del capítol anterior, un any abans dels fets del mes de març de 1994 el valor del tipus de canvi nominal s'havia estabilitzat en un nivell mitjà de 3,10 pesos per dòlar dels Estats Units, molt pròxim a la banda inferior fixa. Però durant els dies que van seguir a l'assassinat de Colosio la cotització del peso es va desplaçar cap a la part alta del sistema, a prop del límit de depreciació. Aquest moviment significava, a la pràctica, una depreciació nominal del 10 per cent de la moneda nacional que exauria el marge de maniobra que proporcionaven les bandes de flotació i que obligava, *de facto*, al banc central a haver de practicar intervencions marginals per evitar que la paritat del peso superés el límit de depreciació, que en aquell moment se situava entorn als 3,36 pesos per dòlar. Així, el Banco de México a través de la venda de 10.388 milions de dòlars en l'interval d'un mes i reforçant aquella intervenció apujant els tipus d'interès de referència en 700 punts bàsics va aconseguir mantenir el tipus de canvi a l'interior de les bandes i estabilitzar la paritat entorn als 3,27 pesos per dòlar a finals del mes d'abril, un 3,5 per cent inferior al valor de la banda alta.

Si bé és cert que les intervencions marginals del banc central van permetre mantenir la cotització del peso dins de les bandes, també ho és que a partir d'aleshores i durant la resta de l'any el tipus de canvi nominal del peso respecte el dòlar es va situar en el límit de depreciació. D'aquesta manera, el sistema de "*banda mòbil*" de Mèxic quedava desvirtuat, doncs a la pràctica, operava com un sistema de tipus de canvi fix en la mesura que només la banda alta era

rellevant. Aquest extrem subordinava completament la política monetària a la defensa del límit de depreciació i eliminava la flexibilitat que proporcionava l'amplada de les bandes. La desaparició d'aquest marge de maniobra obligava al banc central a realitzar, quasi diàriament, intervencions marginals als mercats de divises amb la finalitat de preservar el sistema canviari.

2.3. L'ALÇA DELS TIPUS D'INTERÈS NACIONALS

A resultes d'aquestes expectatives de depreciació, els tipus d'interès nominals dels pesos van elevar-se notablement als mercats monetaris nacionals, i en la mesura que aquells mercats esperaven la devaluació, el cost d'evitar-la fou un període (entre març i juliol de 1994) de tipus d'interès del peso alts que debilitaven el sector bancari mexicà, en la mesura que la majoria dels seus dipòsits en moneda estrangera estaven constituïts a curt termini i requerien un refinançament continu.

Quadre 2.8. Evolució dels tipus d'interès a curt termini a Mèxic i als Estats Units

En percentatge	Mèxic					Estats Units ^c	
	TIIP ^a	Cetes	Ajustabonos	Tesobonos ^b	Bondes ^b	Fons Federals	Certificats de Dipòsits
1989 Desembre	n.a.	39,74	15,50	15,07	40,43	8,45	8,01
1990 Desembre	n.a.	26,06	7,69	12,00	26,93	7,31	7,91
1991 Desembre ^d	n.a.	17,35	4,17	9,06	18,94	4,43	4,54
1992 Desembre	n.a.	16,98	3,10	3,48	23,01	2,92	3,53
1993 Desembre	13,69	11,69	5,10	5,09	12,36	2,96	3,08
1994 Gener	11,87	10,75	4,35	4,67	10,87	3,05	3,02
Febrer	10,52	9,80	4,20	4,34	9,40	3,25	3,21
Març	11,24	10,31	4,37	7,27	9,94	3,34	3,52
Abril	19,17	15,75	6,02	7,75	n.d.	3,56	3,74
Maig	20,24	17,43	8,00	7,05	16,24	4,01	4,19
Juny	18,89	16,66	7,02	6,95	n.d.	4,25	4,18
Juliol	21,18	17,29	7,10	7,25	18,39	4,26	4,39
Agost	18,46	14,28	7,50	7,24	14,50	4,47	4,50
Setembre	17,82	14,22	6,00	6,79	n.d.	4,73	4,64
Octubre	17,46	13,98	5,90	6,85	n.d.	4,76	4,96
Novembre	19,29	14,54	6,32	7,50	n.d.	5,29	5,52
Desembre	28,02	31,99	n.a.	10,49	n.d.	5,45	5,50
1995 Gener	46,12	34,99	n.a.	24,98	41,55	5,53	5,55

Nota: ^{a)} A partir de gener de 1993 s'estableix la "Tasa de Interés Interbancaria Promedio" (TIIP), calculada pel Banco de México basant-se en les cotitzacions de les institucions de crèdit participants a les convocatòries de les subhastes per rebre o constituir dipòsits al banc central.

^{b)} Bondes i Ajustabonos: Mitjana mensual ponderada equivalent a 28 dies de termini.

^{c)} Certificats de dipòsit a 3 mesos.

^{d)} El tipus d'interès dels Bondes correspon al mes d'octubre.

Font: INEGI.

D'aquesta manera, el tipus d'interès del mercat interbancari TIIP –*tasa de interés interbancaria promedio*–, que reflecteix les condicions del mercat de diner mexicà, va incrementar-se del 10,5 per cent a mitjans del mes de febrer al 19,2 per cent a mitjans del mes d'abril, mantenint-se segons s'observa al quadre 2.8 en aquests nivells fins a finals d'any.

De la mateixa manera, l'Estat per poder col·locar el seu deute públic als mercats de capitals va haver d'eleva els tipus d'interès de les distintes emissions de bons a partir del mes de març de 1994. Així, els *cetes* a 28 dies emesos durant el mes de maig proporcionaven, en termes mitjans, un interès del 17,4 per cent quan tres mesos abans, previ a l'assassinat de Colosio, se situava en el 9,8 per cent. Anàlogament entre febrer i maig, les emissions de *ajustabonos* van experimentar un increment de 3,8 punts percentuals mentre que, els *tesobonos* que al mes de febrer oferien un 4,3 per cent, al mes de maig es col·locaven a un interès del 7,1 per cent. Finalment, la venda de *bondes*, els títols que s'emeten a un termini més llarg, també van experimentar un increment molt significatiu de l'ordre de 6,8 punts.

3. Els errors de la política econòmica mexicana

Les pujades dels tipus d'interès mexicans després dels esdeveniments del mes de març, no van ser suficients com per mantenir el nivell de finançament exterior o reduir la demanda interna. Aquest extrem inseria al país en una lògica circular perversa perquè la disminució del flux d'entrades netes de capitals, de principis de 1994, exigia ajustar el dèficit exterior i la sobrevaloració del peso. De fet, la notable pèrdua de reserves que va experimentar Mèxic des del mes de març de 1994 era un reflex de la sortida significativa de capitals cap a l'exterior, en un context d'incertesa i de convulsió política, però també era el resultat de les intervencions del banc central al mercat de divises per mantenir la paritat del peso dins dels marges que definien les bandes de flotació.

Aquesta disminució de la dotació de reserves hauria comportat –en absència d'esterilització– la disminució de l'oferta monetària. Tanmateix, la possibilitat d'un alentiment de l'activitat econòmica i l'augment de l'atur restaven credibilitat a la voluntat del banc central per defensar la banda alta del sistema. Aquest extrem alimentava les expectatives de depreciació que es veien agreujades, a més, per l'expansió del dèficit per compte corrent i la disminució constant de la dotació de reserves.

3.1. LES OPCIONS DE LA POLÍTICA ECONÒMICA

3.1.1. Devaluar o no devaluar: heus aquí el dilema

En aquest punt és útil recuperar el model de béns comercials i no comercials desenvolupat al capítol anterior. La situació de l'economia mexicana a començaments de 1994 podria venir descrita pels punts C_2 , Q_2 de la figura 1.8. Recordem que C_2 determinava una demanda de béns comercials i no comercials superior a les possibilitats de producció de l'economia, Q_2 . En termes d'aquesta figura l'excés de demanda de béns comercials es cobria amb importacions per valor de $M_2 = C_2^C - Q_2^C$, fet que donava lloc a l'aparició del dèficit per compte corrent. En canvi, l'excés de demanda al mercat de béns no comercials ($C_2^C - Q_2^C$) no podia ser atès amb producció estrangera, per la qual cosa el consum d'aquest tipus de productes era igual a Q_2^{NC} i, per tant, el desequilibri en aquests mercats s'havia d'ajustar a través de l'augment del seu preu (P_{nc}), que era la causa de la inèrcia inflacionista i de la tendència a l'apreciació real de la moneda nacional.

Tant bon punt les entrades de capitals procedents de l'estranger van començar a disminuir, tot traslladant la càrrega del finançament sobre la dotació de reserves internacionals, els dubtes sobre la capacitat de l'economia mexicana per cobrir les seves necessitats de finançament exterior en el futur més immediat, van convertir el dèficit per compte corrent i la sobrevaloració del peso –que fins aleshores no eren assumibles– en uns desequilibris que calia ajustar el més ràpidament possible.

Per a Edwards, Lozada i Steiner (1995), en aquest escenari, Mèxic comptava bàsicament amb dues opcions de política econòmica cap de les quals semblava massa atractiva: l'estratègia de desinflació competitiva o la devaluació. Qualsevol d'aquestes dues alternatives resultava útil per compensar els desequilibris als mercats de béns comercials i no comercials i, per extensió, reduir el dèficit exterior i la tendència a la sobrevaloració del peso a través d'una depreciació del tipus de canvi real. Tanmateix, la disjuntiva a la que havien de fer front les autoritats econòmiques mexicanes no es reduïa al dilema: devaluar o no devaluar, sinó que anava més enllà, doncs calia tenir en compte el cost associat a cada opció en termes d'inflació, pèrdua de credibilitat, contracció de l'activitat productiva i major atur (Kamin i Rogers, 1995).

Partint d'un punt com Q_2 , l'estratègia de desinflació consistiria en intentar reduir el preu nominal dels béns no comercials en relació al preu dels béns comercials, a través de la pràctica d'una política monetària restrictiva, que elevés els tipus d'interès i alentís el creixement de la demanda agregada. Aquesta estratègia de “desinflació competitiva” propiciaria la depreciació real a través de la caiguda dels preus i dels salaris nominals sense haver de

autoritats econòmiques i alimentava les expectatives de depreciació, malgrat que en aquell moment el banc central comptava amb un notable volum de reserves.

La segona de les alternatives passava per devaluar el valor del peso i d'aquesta manera elevar el preu dels béns comerciats respecte un preu donat dels béns no comerciats. Aquesta mesura –que comportava renunciar al compromís amb el règim de “*banda mòbil*” i permetre, d'alguna manera, la lliure flotació del peso– era, possiblement, l'opció que proporcionava una trajectòria d'ajust més directa, similar a la que descriu el pas de Q_2 a Q_6 i, donat el cost de la desinflació competitiva, era també l'opció més plausible.

Possiblement per això els mercats esperaven la devaluació en qualsevol circumstància, especialment a partir del mes de març de 1994, i en conseqüència el cost de defensar el sistema de bandes resultava cada vegada més costós; i en la mesura que augmentava el cost de defensar el sistema canviari, tal com estableixen els models de “*segona generació*”, les expectatives de depreciació foren cada cop més elevades.

3.1.2. La dificultat de devaluar a temps

A la pràctica, el Govern temia que aquella acció minés la seva credibilitat i afectés molt negativament la confiança dels inversors, de tal manera que l'*overshooting* del tipus de canvi del peso fomentés una espiral inflacionista¹⁰. A més, la fragilitat del sistema financer, els actius del qual s'estaven deteriorant (veure gràfica 10.7) i la incertesa sobre l'impacte que la devaluació podia causar en la direcció dels fluxs de capitals internacionals eren uns altres elements que condicionaven la decisió d'abandonar el sistema de bandes. Finalment, la proximitat de les eleccions presidencials del mes d'agost i el temor al descontentament general que podia causar entre la població una gran depreciació –com ja havia succeït el 1976 i el 1982– feien que els riscos polítics associats a la devaluació fossin superiors als beneficis econòmics que se'n podien esperar.

Per això, davant d'aquesta disjuntiva, les autoritats econòmiques van apostar per una “*tercera via*” a l'hora de gestionar el “*trade-off*” entre la voluntat de mantenir el règim canviari i la necessitat de practicar una devaluació per corregir l'apreciació real del peso i el dèficit per compte corrent: no devaluar per beneficiar-se de la credibilitat que aparentment reportava respectar el compromís canviari vigent, tot esterilitzant les intervencions del banc central als mercats de divises en defensa de la banda alta del sistema (Mancera, 1995).

Però paradoxalment, no devaluar –amb la perspectiva que dona temps– va acabar precipitant el col·lapse del sistema canviari. Així, Sachs, Tornell i Velasco (1996a) consideren que la

per la qual cosa els respectius bancs centrals van deixar d'intervenir, tot permetent la devaluació primer i la lliure flotació després de les seves respectives monedes.

¹⁰ Pedro Aspe –ministre de finances de Mèxic durant l'administració Salinas– en un article a *The Wall Street Journal* del mes de juliol de 1995 manifestava la preocupació que tenia el nou gabinet del president Zedillo pels efectes sobre la inflació que es podien derivar d'un canvi d'orientació en la política canviària.

devaluació hauria d'haver-se dut a terme al mes de març, després de l'assassinat de Colosio, doncs els inversors, molt possiblement, haurien entès que la devaluació venia forçada pel magnicidi, un fet notori i visible, i en conseqüència els desequilibris exteriors s'haurien corregit sense causar una fugida de capitals¹¹. Però al no devaluar durant el mes de març i deixar que la càrrega de l'ajust fos suportada per la dotació de reserves internacionals, el Govern va augmentar –no pas disminuir– les expectatives de devaluació, perquè l'expansió excessiva del crèdit intern net i la defensa de la banda alta acceleraven la caiguda de la dotació de divises, i aquest extrem restava capacitat d'intervenció al banc central i minava, per extensió, la credibilitat del sistema canviari.

3.2. LA POLÍTICA D'ESTERILITZACIÓ I ELS SEUS EFECTES

Tan bon punt es va materialitzar el canvi en la direcció del flux de capitals, el Banco de México va continuar amb la seva política d'esterilització, però per motius diferents. Així, durant bona part de la dècada dels '90 la política d'esterilització perseguia neutralitzar els efectes de les entrades de capitals sobre la base monetària. Però des de març de 1994, quan les entrades de capitals van deixar de ser suficients com per satisfer les necessitats de finançament exterior i la demanda de liquiditat de l'economia mexicana, el banc central va optar per usar la política d'esterilització per compensar els efectes de les seves intervencions als mercats de divises en defensa del tipus de canvi sobre la base monetària. De fet, per a Gil-Díaz (1998) l'objectiu últim era evitar una escalada excessiva dels tipus d'interès que hauria afectat, de manera molt negativa, a empreses i famílies molt endeutades, però també a un sistema financer molt fràgil¹². Com es pot comprovar a la gràfica 4.7 i al quadre 3.8 les accions d'esterilització als mercats de diner van contribuir a l'expansió del crèdit intern net. Tanmateix, en un principi aquest increment del crèdit intern net de 1994 no era el resultat de la política d'esterilització del banc central, sinó més aviat una conseqüència de la disminució discontinua, per estadis, de les reserves internacionals (entre març i abril, el mes de juliol i des de començaments del mes de novembre fins a finals de desembre), coincidint amb els diversos episodis de convulsió política viscuts durant l'any 1994.

Així, al segon i tercer trimestre de 1994 el banc central compensava a través de la compra de deute públic, especialment "*cetes*", la disminució de les reserves internacionals causades per l'assassinat de Colosio i en menor mesura per la dimissió d'alts càrrecs del PRI. D'aquesta manera, l'augment del crèdit intern constituïa la contrapartida quasi exacta de la caiguda de la

¹¹ Per contra, alguns crítics de la política mexicana, especialment Barro (1995) i els editors de *The Wall Street Journal* (28 de desembre de 1994) argumentaven que fins i tot, des de finals del mes de novembre, el Govern podia haver evitat la devaluació restringint la política monetària i acabant amb la política d'esterilització que provocava les pèrdues de divises.

¹² Diversos països europeus entre 1992 i 1993 també van experimentar el *trade-off* entre la necessitat d'implementar una política monetària restrictiva i mantenir, alhora, uns tipus de canvi fixats, doncs es corria el risc de debilitar seriosament el sistema bancari nacional. Aquests països, entre els que es comptava el Regne Unit, Itàlia, Suècia, Finlàndia i Noruega van acabar acceptant la

dotació de divises com evidencien les dades del quadre 3.8. Durant aquesta etapa, el Banco de México va acomodar la reducció de 38.576 milions de pesos en reserves incrementant el crèdit intern net en 40.481 milions de pesos. Això implicava una injecció neta de liquiditat per valor de 1.905 milions de pesos que, com es pot comprovar a la gràfica 2.8, servia per compensar la disminució de la velocitat del diner derivada d'una major demanda d'efectiu en mans del públic, i, així evitar una contracció sobtada del crèdit del sistema bancari.

Quadre 3.8. Evolució de la creació de base monetària durant 1994

Període	Dotació Reserves Internacionals	Intervenció als mercats de divises ^a	Variació Reserves Internacionals	Variació Crèdit Intern Net	Injecció/ Drenatge Monetari ^b
	Milions de dòlars		Milions de pesos		
			(1)	(2)	(1) - (2)
Gener	26.271	1.415	5.402	-10.082	-4.680
Febrer	29.155	2.765	11.903	-12.519	-616
Març	24.425	-4.147	-10.700	13.661	2.961
Abril	17.297	-6.993	-26.302	23.339	-2.963
Maig	17.142	0	304	386	690
Juny	15.998	-977	-2.554	3.351	797
Juliol	16.161	-1.995	719	926	1.645
Agost	16.421	25	507	-1.299	-792
Setembre	16.140	0	-550	117	-433
Octubre	17.242	0	4.201	-3.245	956
Novembre	12.484	-3.714	-16.119	20.524	4.405
Desembre	6.148	6.683	-10.283	18.055	7.772

Nota: Dades a final de cada mes

^{a)} Intervenció del Banco de México al mercat de divises, (+) compra de dòlars (-) venda de dòlars.

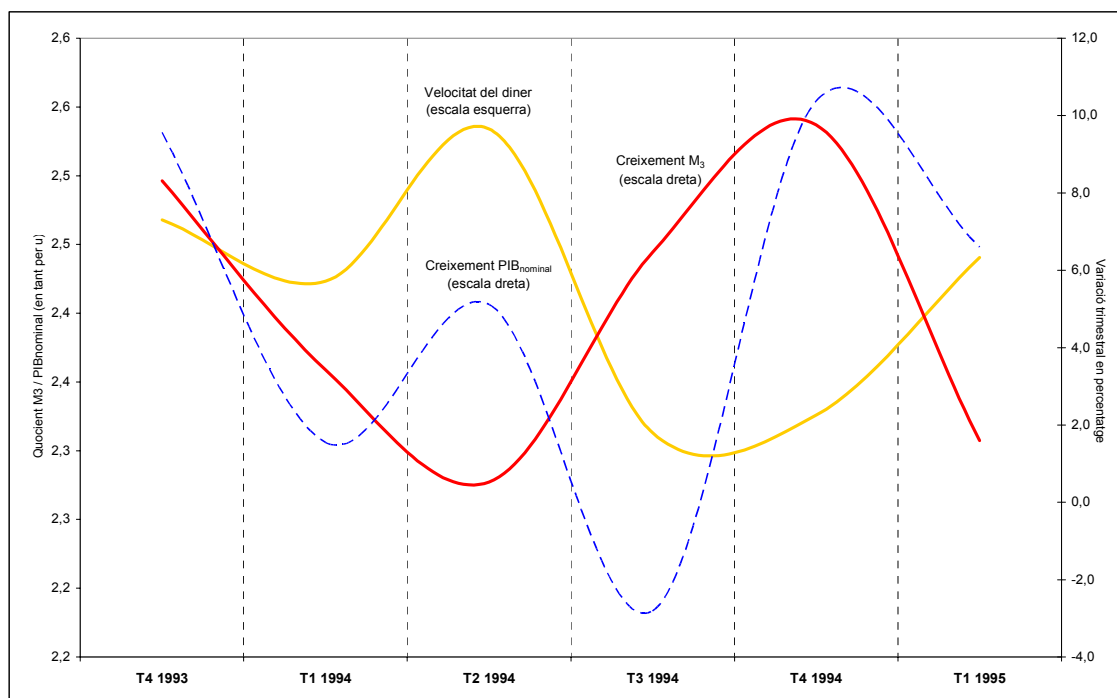
^{b)} Injecció (+) o drenatge (-) de liquiditat.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Banco de México i INEGI

Però aquesta tònica va començar a canviar des de finals del mes de setembre. L'augment de la inestabilitat política va precipitar una nova onada en la caiguda de la dotació de divises entre els mesos d'octubre i desembre. Durant aquest període, la disminució de la dotació de reserves fou de 22.201 milions de pesos, la qual cosa obligava al banc central augmentar el crèdit intern, aproximadament, en aquesta quantia. Però paradoxalment, la injecció de liquiditat fou de 35.344 milions de pesos i, en conseqüència, la base monetària de l'economia va augmentar en 13.133 milions de pesos durant aquest període.

Aquesta expansió del crèdit intern va començar a accelerar el ritme de creixement de la M_3 molt per sobre del creixement del PIB nominal, des de finals del segon trimestre de 1994 i durant la resta de l'any, com es pot comprovar a la gràfica 2.8.

devaluació de la seva moneda respecte el marc alemany, abans de permetre que la seva dotació de reserves s'exhaurís o abans

Gràfica 2.8. Creixement de l'oferta monetària nominal i velocitat del diner

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Banco de México, IFS del FMI i INEGI.

En aquest sentit, a finals de novembre de 1994 el creixement interanual de la M₃ era del 21,8 per cent. Tenint en compte que la variació de l'INPC se situava entorn en el 7 per cent, el creixement real de l'agregat monetari era força important. Aquesta circumstància empenyia, novament, des de finals d'octubre el tipus de canvi del peso cap al sostre de la banda perquè, en un context de notable incertesa, l'excedent de liquiditat que generava el Banco de México amb la seva política d'esterilització –evident a partir de la disminució de la velocitat del diner– era usat sistemàticament pels inversors, nacionals i estrangers, per convertir temporalment els seus dipòsits bancaris i les seves carteres de valors a moneda estrangera i protegir-se d'una eventual devaluació. Per això, l'expansió excessiva del crèdit intern net va suposar durant els últims mesos de 1994 –contràriament a l'argumentació del Banco de México– una injecció monetària neta que va accelerar notablement el ritme de creixement de l'oferta monetària més enllà de les necessitats que imposava la taxa de creixement de l'economia¹³.

Des d'aquesta perspectiva, les pèrdues de reserves durant el darrer trimestre de 1994 eren el resultat directe de l'expansió de la base monetària derivada de la política d'esterilització del banc central i, no només una conseqüència de la menor confiança dels inversors. El clima d'incertesa i inestabilitat, per sí sol, hauria conduït a uns tipus d'interès més alts i a un dèficit per compte corrent més reduït –amb o sense devaluació–. Sense aquesta expansió del crèdit, Mèxic

d'assumir el risc d'una contracció del crèdit intern i les seves repercussions sobre el sistema bancari.

¹³ Per tant, d'alguna manera la crisi mexicana podria explicar-se per una expansió monetària excessiva, però per causes distintes a les que establien els models de "primera generació".

per força hauria d'haver-se adaptat a un context de menors entrades de capitals privats procedents de l'estranger apujant els tipus d'interès i, d'aquesta manera, la dotació de reserves no hauria d'haver suportat totalment la càrrega de l'ajust. Per tant, l'evolució de la política monetària a Mèxic, uns mesos abans de la crisi, era particularment il·lustrativa del *trade-off* de política econòmica al que va haver de fer front el Govern, característica dels models de "segona generació".

3.3. LA CONVERSIÓ DEL DEUTE PÚBLIC A DÒLARS

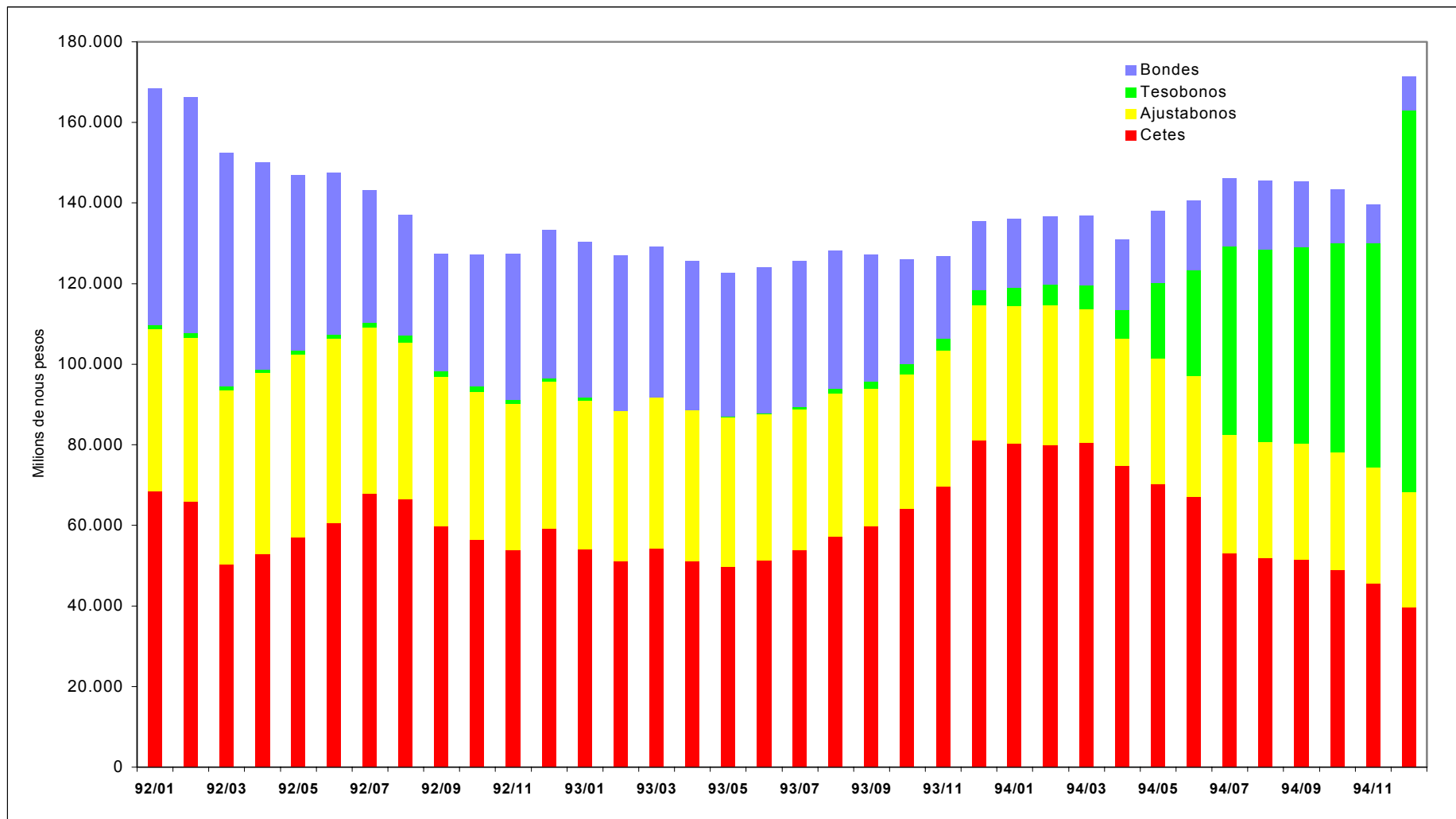
Juntament amb la massiva esterilització i l'alça dels tipus d'interès, la principal resposta del Govern de Mèxic, en matèria de política econòmica, a les pressions sobre el tipus de canvi fou el canvi dràstic en la composició del deute públic a partir del mes d'abril de 1994. En aquest sentit, el Govern a través de la Secretaria de Hacienda y Crédito i del Banco de México va procedir a la substitució dels títols de deute públic a curt termini denominat en pesos: *cetes* i *ajustabonos* per *tesobonos*, bons denominats en dòlars, el valor del qual no estava afectat pels moviments del tipus de canvi.

Com s'il·lustra a la gràfica 3.8, des de mitjans de 1992, la major part del deute de l'Estat estava representat per bons a curt termini, *cetes* i *ajustabonos*, i en menor mesura *bondes* a més llarg termini, tots denominats en pesos. En aquest sentit, segons el Banco de México (1994), al mes de desembre de 1993, aproximadament el 75 per cent de la inversió estrangera es concentrava en *cetes* i un 20 per cent en *ajustabonos*, instruments de deute públic indexats a la taxa d'inflació de Mèxic.

A partir del segon trimestre de 1994, just després de l'assassinat de Colosio, quan el risc de devaluació era més evident i els tipus d'interès del peso van augmentar, el Govern mexicà va començar a convertir part del seu deute a curt termini a dòlars a través dels *tesobonos*, que suposaven una opció perquè els inversors poguessin cobrir la seva exposició al risc canviari.

Fruit d'aquesta estratègia, l'estoc de *tesobonos* en circulació i pendents de venciment que a començaments de l'any només era de 1.000 milions de dòlars va augmentar fins assolir els 18.000 milions de dòlars al desembre. Paral·lelament, el volum de *cetes* es va reduir fins al 25 per cent del total de passius en mans d'estrangers en benefici dels *tesobonos* que, al mes de novembre de 1994, ja representaven el 70 per cent.

Gràfica 3.8. Evolució de l'estructura del deute públic a Mèxic (gener de 1992–desembre de 1994)



Font: Elaboració pròpia a partir de les dades estadístiques del Banco de México.

En la mesura que el nivell d'inflació podia elevar-se, quasi amb tota seguretat després de la devaluació, els *ajustabonos* també haurien proporcionat una cobertura relativa davant una devaluació potencial. Tot i això, una bona part dels *ajustabonos* van ser reemplaçats per *tesobonos* durant l'any 1994, fins al punt que al mes de novembre de 1994 la inversió estrangera en aquest instrument de deute públic s'havia reduït al 5 per cent. En substituir els *cetes* i els *ajustabonos* que vencien per *tesobonos*, el Govern va experimentar una reducció immediata dels seus costos financers perquè els tipus d'interès d'aquests bons eren, normalment, entre 6 i 8 punts percentuals per sota dels tipus que oferien els *cetes* i *ajustabonos*.

Gruben (1995) i Arner (1996) suggereixen que a través d'aquesta estratègia el Govern perseguia reforçar la credibilitat del seu compromís amb el sistema de bandes¹⁴ –en la mesura que aquest curs d'acció elevava el cost de devaluar o com a mínim reduïa els beneficis associats a aquella possibilitat–.

Però, paradoxalment aquesta conversió, destinada a reduir la volatilitat als mercats de divises i reforçar la confiança dels inversors, va contribuir a augmentar la fragilitat financera de l'economia mexicana. Així, la creixent emissió de *tesobonos* implicava una transferència del risc canviari des dels inversors cap al Govern, que feia l'economia mexicana més susceptible a canvis en el sentiment dels mercats i variacions dels tipus d'interès. A més, en un context en què els capitals continuaven marxant i la dotació de reserves anava exhaurint-se lentament, disminuïa el grau de cobertura d'aquests passius denominats en moneda estrangera i, aquest extrem, augmentava la probabilitat d'una manca de liquiditat del Govern i exposava al país a una situació de pànic que “s'autoconfirma” a l'estil de la que descriuen els models de “tercera generació”.

En aquest sentit, el mes de desembre de 1994 el deute públic intern, expressat en dòlars, representava 1,7 vegades les reserves del mes de desembre de 1993 i 2,6 vegades les de setembre de 1994. De la mateixa manera, des de finals d'octubre el valor dels *tesobonos*, pràcticament, igualava l'import de la dotació de divises. Però a partir del mes de novembre de 1994 la dotació de divises havia caigut fins els 12.900 milions de dòlars, mentre els *tesobonos* sumaven 28.700 milions de dòlars, la qual cosa suposava que aquells passius financers superaven en 1,29 vegades el valor de les reserves internacionals.

¹⁴ En canvi per Hartwell (2001) l'emissió de *tesobonos* perseguia realment amagar la crisi política del país i aquesta intenció va moure a les autoritats econòmiques a enganyar, intencionadament, tant als mercats com a diversos organismes multilaterals sobre la veritable dimensió del deute. De fet, ni els mercats ni el Banc Mundial no tenien ni idea que les obligacions mexicanes se situaven entorn als 30.000 milions de dòlars, ja que el Govern de Mèxic va ocultar sistemàticament aquesta informació.

4. L'atac especulatiu de desembre de 1994

4.1. LA CALMA QUE PRECEDEIX LA TEMPESTA

Les reticències a la devaluació es va perllongar més enllà de les eleccions, malgrat que la situació al mes d'agost era més precària que la del mes de març, doncs la dotació de reserves havia disminuït en, aproximadament, 12.000 milions, des dels 28.000 milions de dòlars fins als 16.000 milions de dòlars.

Aquesta inacció s'explica perquè, un cop s'havien celebrat les eleccions, les autoritats econòmiques mexicanes consideraven un èxit l'estratègia d'esterilització implementada, a la vista de dos elements rellevants. Primer, la victòria electoral d'Ernesto Zedillo amb un marge superior a l'esperat restablia, aparentment, el clima d'estabilitat política i, aquesta circumstància, va contribuir a reactivar les entrades netes de capitals. Paral·lelament, les reserves internacionals havien parat de caure durant el mes de juny i semblaven haver-se estabilitzat en els 16.000 milions de dòlars mentre que, la inversió directa procedent de l'estranger es mantenia en uns 3.150 milions de dòlars trimestrals. Segon, després de les eleccions, el banc central va relaxar la seva política monetària retallant ràpidament els tipus d'interès. D'aquesta manera, els diferencials o *spread* de tipus d'interès entre els actius dels Estats Units i de Mèxic –independentment de la moneda en la que estaven denominats– es van anar reduint fins a situar-se, a finals de 1994, per sota dels valors de 1993, com es pot observar al quadre 2.8.

Aquest redreçament de la situació era –amb la perspectiva que dóna el temps– més aviat il·lusori, però feia que els responsables econòmics creguessin que les pors que havien causat les sortides de capitals, a començaments d'any, eren un problema conjuntural que ja s'havia esvaït. Justament per això, i en opinió del nou Govern, el decurs dels esdeveniments no feia necessària una devaluació (Buirà, 1997). En aquest sentit, la revisió del *Pacto* firmada el 24 de setembre no contemplava la possibilitat d'una devaluació ni un augment del ritme de “*lliscament*” del peso. De fet, una devaluació just després d'haver-se celebrat les eleccions hauria trencat la confiança amb els nous gestors del Govern. Per tant, setembre tampoc no era un bon moment per devaluar.

Però a partir de finals d'octubre, la renúncia del Secretari de Governació, les acusacions de complots polítics, a més de les dissensions polítiques a l'interior del PRI van renovar els dubtes sobre la capacitat del Govern per mantenir l'estabilitat política. Aquestes circumstàncies van afectar negativament la confiança dels inversors estrangers i, des d'aleshores i durant tot el mes de novembre, es va reactivar el procés de sortida capitals del país i de declivi de la dotació de divises (Atkeson i Ríos-Rull, 1995). Com a conseqüència d'aquestes turbulències, durant el mes

de novembre de 1994 la dotació de reserves va disminuir en uns 3.700 milions de dòlars en un termini de dues setmanes, fins a situar-se aproximadament en 12.500 milions de dòlars a finals del mes de novembre (veure gràfica 1.8).

En aquest escenari incert, el 15 de novembre de 1994 el Sistema de la Reserva Federal va decidir augmentar en 75 punts bàsics els tipus d'interès dels fons federals, l'acció de política monetària més restrictiva des de 1990.

I així, quan el president Zedillo va prendre possessió del seu càrrec l'1 de desembre de 1994, Mèxic es trobava en una situació més precària de la que existia a començaments de l'any. El país encara disposava de 12.500 milions de dòlars en reserves però els passius públics i privats a curt termini superaven aquella xifra. La ràtio d'alta liquiditat del Govern i dels passius bancaris –aproximadament la diferència entre la M_3 i la M_1 , que és principalment diner– respecte les reserves internacionals havia passat d'un valor 4 l'any 1993 a un valor de 8,8 el mes de novembre de 1994 (veure quadre 4.8). Els estrangers estaven mantenint en aquell moment uns 25.000 milions de dòlars del deute públic de l'Estat, un 70 per cent de la qual estava denominada en dòlars. Els tipus d'interès reals eren molt elevats. Per tercer any consecutiu, el dèficit per compte corrent se situava per sobre dels 20.000 milions de dòlars i la majoria d'analistes no esperaven una millora significativa per 1995. A més, el tipus de canvi estava novament molt a prop del límit superior de la banda objectiu, per la qual cosa no havia més marge per una depreciació, a menys que, el Govern renunciés al seu compromís canviari.

4.2. FUGIDA DE CAPITALS I ATAC ESPECULATIU

Tot aquest conjunt de factors van fer augmentar els dubtes sobre la capacitat del país per continuar finançant el dèficit per compte corrent durant 1995 i sobre les dificultats que podia tenir el Govern Federal a l'hora d'atendre els pagaments del deute en dòlars que vencia (Agénor i Mason, 1996).

4.2.1. Vulnerabilitat financera i fugida de capitals

Com s'observa al quadre 4.8 la conversió de bona part del deute públic a dòlars, a partir del mes d'abril, va fer que la ràtio del diner estranger en circulació ($M_{3\text{estrangera}}$) respecte la dotació de divises fos superior a 1. Aquest extrem introduïa un element addicional de vulnerabilitat en l'economia mexicana i augmentava la probabilitat que s'esdevingués una situació de "*pànic financer*" davant qualsevol canvi advers en el sentiment dels mercats. Aquesta escenari es va anar agreujant a mesura que passaven els mesos i els inversors adquirien *tesobonos* per cobrir-se del risc canviari.

Quadre 4.8. Evolució dels principals agregats monetaris en relació a la dotació de reserves internacionals (1990-desembre 1994)

<i>En tant per u</i>	1990	1991	1992	1993	1994											
					Gen	Feb	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Oct	Nov	Des
<i>M1 / Reserves</i>	1,68	2,04	2,19	1,95	1,77	1,55	1,74	2,42	2,44	2,57	2,54	2,49	2,53	2,36	3,39	4,72
<i>M2 / Reserves</i>	6,10	4,99	5,60	4,81	4,45	3,88	4,55	6,73	6,71	7,19	7,21	7,29	7,46	7,12	9,99	13,58
<i>M3 / Reserves</i>	8,61	5,90	6,49	6,03	5,64	5,04	5,76	8,16	8,29	8,90	8,94	9,11	9,30	8,82	12,23	17,73
<i>M4 / Reserves</i>	9,90	7,20	8,04	7,71	7,27	6,48	7,38	10,48	10,60	11,34	11,33	11,45	11,74	11,18	15,58	22,27
<i>M1 Estrangera / Reserves</i>	0,15	0,09	0,06	0,07	0,06	0,06	0,05	0,06	0,09	0,09	0,11	0,11	0,11	0,12	0,10	0,14
<i>M2 Estrangera / Reserves</i>	0,61	0,54	0,51	0,50	0,49	0,44	0,55	0,82	0,79	0,84	0,84	0,83	0,81	0,77	1,12	2,13
<i>M3 Estrangera / Reserves</i>	0,63	0,56	0,53	0,56	0,57	0,52	0,69	1,34	1,44	1,60	1,77	1,96	1,93	1,78	2,60	5,48
<i>M4 Estrangera / Reserves</i>	1,06	0,81	0,72	0,71	0,71	0,64	0,84	1,55	1,64	1,83	2,00	2,19	2,16	2,00	2,90	6,01
<i>M4 Estrangera / M4</i>	0,10	0,11	0,09	0,09	0,10	0,10	0,11	0,15	0,15	0,16	0,18	0,19	0,18	0,17	0,18	0,27
<i>Tesobonos / Reserves</i>	0,04	0,02	0,02	0,05	0,06	0,05	0,07	0,12	0,33	0,48	0,85	0,86	0,89	0,88	1,29	2,89
<i>(M3-M1) / Reserves</i>	6,93	3,86	4,30	4,08	3,87	3,49	4,02	5,74	5,85	6,33	6,40	6,62	6,77	6,45	8,84	13,01
<i>(M3-M2) / Reserves</i>	2,51	0,91	0,89	1,22	1,19	1,16	1,20	1,43	1,58	1,72	1,73	1,82	1,84	1,69	2,25	4,15
<i>(M3est-M2est) / Reserves</i>	0,02	0,02	0,02	0,06	0,07	0,07	0,14	0,53	0,64	0,76	0,94	1,13	1,12	1,01	1,48	3,34

Nota: Les dades per al període 1990-93 corresponen al mes de desembre.

Font: Elaboració pròpia a partir de dades del INEGI, Banco de México i IFS del FMI.

La reactivació del clima d'instabilitat política a partir del mes de setembre va renovar les tensions als mercats de divises. En aquestes condicions, les contínues intervencions del Banco de México en defensa de la banda alta van provocar la disminució paulatina, des del mes d'octubre, de les reserves internacionals. Com a conseqüència d'aquesta dinàmica, ja des del mes d'agost de 1994, les reserves internacionals resultaven insuficients per cobrir el volum de deute públic i privat en moneda estrangera¹⁵ mesurat a través de la diferència entre la M_3 i M_2 denominats en moneda estrangera¹⁶.

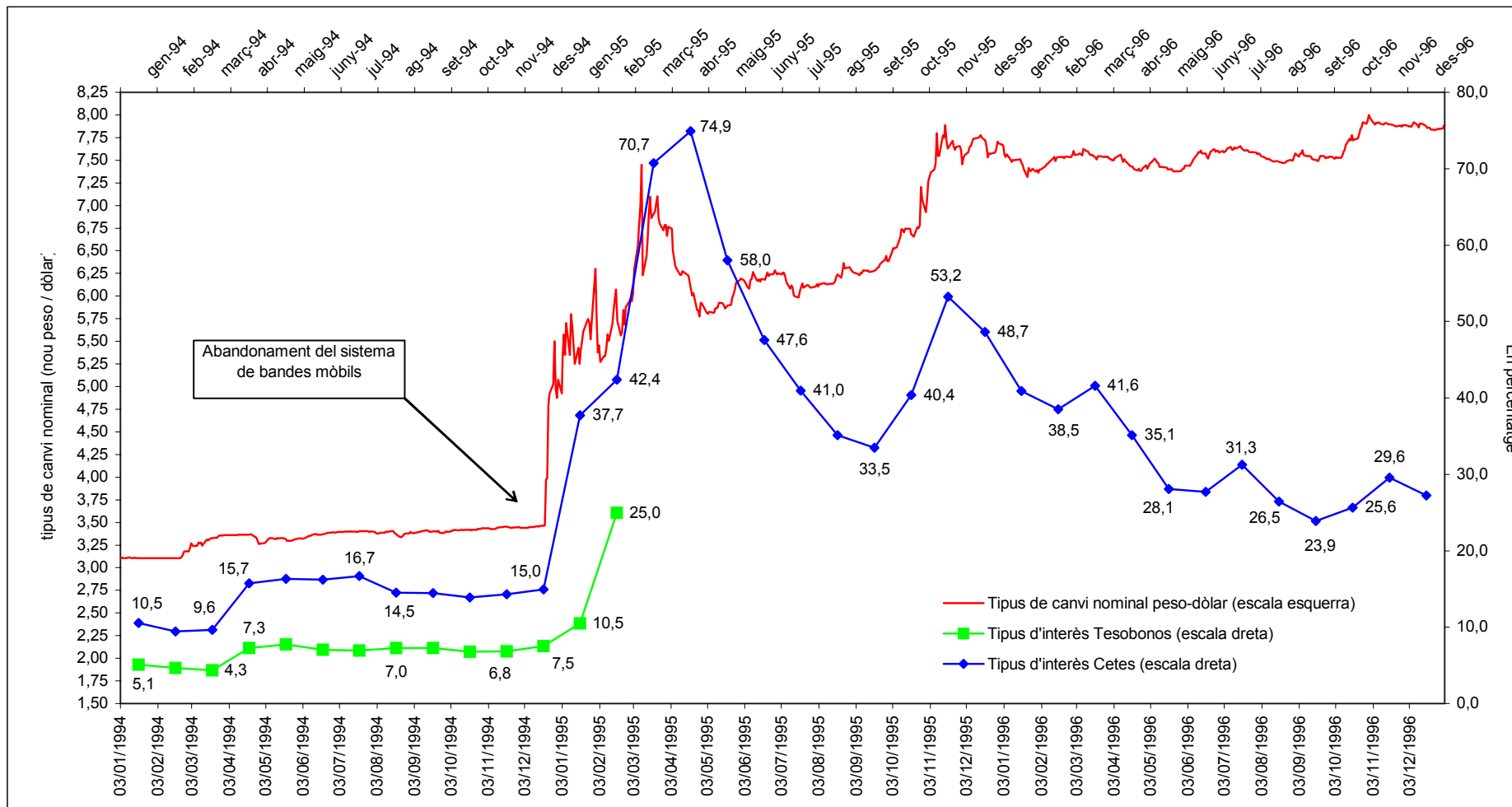
Aquesta circumstància va passar desapercibuda entre els inversors fins al mes de novembre quan, per primer cop, l'import dels *tesobonos* en circulació, així com els dipòsits bancaris en moneda estrangera ($M_{2\text{estrangera}}$) suposava, aproximadament, entre 1,1 i 1,3 vegades el valor de la dotació de divises. Aleshores, els inversors en contrastar les disponibilitats de moneda estrangera amb els venciments a curt termini del deute exterior, tant públic com privat –incloent aquelles obligacions que tot hi haver-se de satisfer en pesos, estaven indexades al tipus de canvi amb el dòlar– van témer que Mèxic no tingués capacitat de pagament i van començar a desfer les seves operacions al país. Paral·lelament, els bancs estrangers van procedir a reclamar la devolució dels préstecs que havien concedit als bancs nacionals. Aquesta retirada massiva de capitals –aproximadament 3.530 milions de dòlars– va agreujar el problema de la liquiditat en moneda estrangera de l'economia mexicana.

El temor a una situació d'insolvència (*default*) per part de l'Estat i d'algunes entitats de crèdit va contribuir a alimentar, encara més, les expectatives de depreciació als mercats de divises i van donar lloc a renovades pressions sobre la cotització del peso a principis de desembre de 1994. A resultes d'aquesta major volatilitat les reserves internacionals, que sumaven 16.221 milions de dòlars l'11 de novembre, van caure en quasi 5.000 milions de dòlars en l'interval d'un mes; aquesta circumstància reduïa a la mínima expressió la capacitat d'intervenció del banc central als mercats de divises i, per tant, reforçava al màxim el risc d'un atac especulatiu contra el peso.

¹⁵ La diferència entre els agregats monetaris M_3 i M_2 de l'economia mexicana s'explicava durant 1994 a partir dels instruments no bancaris amb un venciment inferior a 1 any, és a dir, paper comercial d'empreses però sobretot per títols de deute públic com *tesobonos*, *cetes* i en menor mesura *bondes*.

¹⁶ La relació $M_3/\text{Reserves}$ va passar de 5,6 l'any 1992 a més de 13,5 a finals de 1994. La ràtio $M_3 / \text{Reserves}$ va tenir una evolució similar passant d'un valor 6 el 1992 a 17,7 el 1994. Ja des del mes d'abril de 1994, la M_3 denominada en moneda estrangera va esdevenir més gran que les reserves del banc central.

Gràfica 4.8. Depreciació nominal del peso i evolució dels tipus d'interès després de l'atac especulatiu



Font: Elaboració pròpia a partir de INEGI i Banco de México.

La intensificació de les hostilitats de l'exèrcit "*Zapatista*" el 19 de desembre va afegir un grau més de nerviosisme als mercats financers. A més la possibilitat que la Reserva Federal, en la seva reunió del 20 de desembre de 1994, augmentés els tipus d'interès de referència dels Estats Units pressionava a l'alça els tipus d'interès mexicans i realimentava el procés de sortida de capitals del país, fins a situar la dotació de divises en 10.457 milions de dòlars.

En aquest escenari, la *Comisión de Cambios*, el mateix 19 de desembre de 1994, davant la migrada dotació de reserves i preveient la imminència d'un atac especulatiu va considerar la possibilitat de deixar flotar el peso. Però, en una trobada amb homes de negocis i executius bancaris, les autoritats monetàries van ser persuadides per mantenir el sistema de bandes objectiu i estabilitzar la cotització del peso a través de l'elevació de límit de depreciació (Aspe, 1995). Seguint aquestes recomanacions, el dia 20 de desembre les autoritats econòmiques van anunciar l'elevació del sostre de la banda fins el 15,3 per cent, tot conservant-se el ritme de "*lliscament*" vigent fins aleshores. Aquest ajust tècnic constituïa una devaluació encoberta i "*controlada*" del peso que el Govern anunciava abans de l'obertura dels mercats aquell dia. En abstracte, la nova paritat del peso que s'establia no havia d'afectar *a priori* la confiança dels inversors i evitava l'atac especulatiu contra la moneda nacional –un extrem que evidenciava el canvi de criteri respecte els mesos anteriors–.

Tanmateix, aquella era una operació d'alt risc perquè l'escassa dotació de reserves en relació tant a la liquiditat del Govern com respecte a les obligacions dels bancs feien que, la paritat del peso fos extremadament vulnerable a un atac especulatiu que "*s'autoconfirma*" i a un procés de fugida de capitals.

Malgrat aquest clima de gran incertesa, les subhastes setmanals de *tesobonos* i de *cetes* que van celebrar-se els dies 20 i 21 van anar força bé donades les circumstàncies. El rendiment mitjà dels *tesobonos* era del 8,6 per cent, només 38 punts bàsics per sobre de la subhasta de la setmana anterior, mentre que, el rendiment mitjà dels *cetes* fou del 16,2 per cent, fins a 142 punts bàsics més que la setmana anterior. Amb tot, la tendència a la depreciació del peso i les pèrdues de reserves internacionals augmentaven el risc que el Govern es declarés insolvent i rebutgés atendre el pagament del deute denominat en dòlars (Espinosa i Russell, 1996).

4.2.2. El perill de devaluar massa tard: la renúncia al sistema de bandes

Per això quan el matí del 22 de desembre, amb una dotació de divises reduïda a menys de 6.000 milions de dòlars, el Govern va anunciar que abandonava la banda objectiu de tipus de canvi i que permetia la lliure flotació del peso.

La decisió del Govern de devaluar el peso respecte el dòlar en un context de gran endeutament a curt termini en moneda estrangera i quan la dotació de reserves s'havia exhaurit va precipitar

l'esclat del "*pànic financer*" entre els inversors. Des d'aquesta perspectiva, per Sachs, Tornell i Velasco (1996b) la fugida de capitals no responia tant a la decisió d'abandonar el sistema canviari, sinó més aviat, a la por a la suspensió de pagaments de l'Estat mexicà.

Alhora el ràpid deteriorament en la posició de reserves oferia als agents financers que operaven als mercats de divises una estratègia en una sola direcció: atacar el peso per maximitzar el valor real de les seves posicions en dòlars. Aquest extrem va acabar per desfermar una tempesta canviària i una reversió sobtada i massiva en el flux d'entrada de capitals. D'aquesta manera, els 4.436 milions de dòlars d'entrades netes de capitals del tercer trimestre de 1994 es van transformar en una sortida neta de capitals de 3.530 milions de dòlars a finals d'any. Com a conseqüència d'aquests moviments les reserves internacionals van disminuir en 4.500 milions de dòlars i el peso va depreciar-se un 14,7 per cent en un sol dia.

En els dies posteriors al 22 de desembre, el valor del peso mexicà es va enfonsar als mercats de divises mentre que els tipus d'interès van multiplicar-se per 2. Així, el 30 de desembre de 1994 el tipus de canvi se situava en 5,075 pesos per dòlar, la qual cosa significava que la paritat del peso s'havia depreciat en un 46,5 per cent en 10 dies, i, en un 61 per cent respecte el seu valor a començaments d'any. Quant als tipus d'interès, a la subhasta de *tesobonos* del 27 de desembre, el tipus mitjà de la subhasta fou del 10,23 per cent, 1,5 punts percentuals per sobre respecte la subhasta de la setmana anterior, mentre que a la subhasta de *cetes* el tipus d'interès mitjà va elevar-se fins al 31,41 per cent, 1.500 punts bàsics superior als valors registrats la setmana anterior.

D'aquesta manera, en l'interval de dos dies, Mèxic va perdre la seva credibilitat per mantenir estable el tipus de canvi i per dur a terme una política financera sòlida.

Però, irònicament, durant les setmanes i els mesos posteriors a la crisi es va veure clar que les diverses amenaces a l'estabilitat política de Mèxic eren considerablement menys serioses del havia semblat durant els mesos de novembre i desembre de 1994. Tot i que el PRI continuava immers en un procés de lluita interna i es mantenien les acusacions de corrupció, aquests problemes no afectaren l'hegemonia política del partit o amenaçaren el lideratge del president Zedillo.

Justament per això, Calvo i Mendoza (1996b) es plantejaven perquè fou tan gran el càstig imposat per un delictes tan petit. De fet, pels autors el contrast entre la violenta reacció dels mercats financers, a la decisió d'abandonar el sistema canviari a finals del mes de desembre de 1994, i, la resposta més suau a la depreciació del mes de març suggereixen que el Govern, potser, hauria d'haver evitat moure cap a dalt la banda alta i haver pres la decisió de devaluar mesos abans, quan la dotació de reserves encara era prou elevada. Aquesta devaluació acompanyada amb polítiques fiscals de caire restrictiu, tal vegada, hauria evitat l'escalada de la fragilitat financera del país i el desfermament d'una situació de "*pànic financer*".

B. Les conseqüències de la crisi de desembre de 1994

Un dels aspectes més rellevants de la crisi mexicana de 1994, i tal vegada el que més desaperebut va passar en aquell moment, era que el procés de desregulació financera i de liberalització de les operacions del compte de capital va tendir a augmentar la vulnerabilitat de l'economia a una crisi que “*s'autoconfirma*”.

Així, per Jacobs i Rodríguez-Arana (2003) la crisi financera mexicana s'explica a partir de la fragilitat del sistema bancari i l'elevada proporció de deute públic a curt termini denominada en dòlars en la relació a la dotació de reserves internacionals. A Mèxic la privatització dels bancs realitzada entre 1991 i 1992 es va fer en un context de forta expansió del crèdit, amb bancs poc capitalitzats i fortament palanquejats que van començar a concedir crèdits denominats en dòlars. Part d'aquesta expansió responia a la liberalització del sistema financer i a l'entrada de capitals externs. L'existència d'unes garanties de rescat de “*males inversiones*”, l'escassa competència real, les deficiències de les normes comptables i la manca de supervisió i de transparència van acabar configurant un sistema financer extraordinàriament vulnerable.

En un principi aquesta fragilitat va passar desaperebuda enmig d'un clima d'eufòria econòmica, però amb l'atac especulatiu del peso i l'alça dels tipus d'interès es va fer evident la fragilitat del sistema bancari que s'havia anat gestant durant els cinc anys anteriors.

D'aquesta manera, la crisi canviària va esdevenir l'element desencadenant d'una crisi financera devastadora que tendia a magnificar els efectes de la devaluació. Així, la fugida de capitals cap a l'exterior es va traduir en una restricció de liquiditat que va enfilars els tipus d'interès, provocant una recessió econòmica molt profunda i que molts deutors de la banca tinguessin dificultats per atendre el pagament dels seus crèdits. En aquest escenari, el sistema bancari no disposava d'un nivell de capitalització suficient com per absorbir l'augment de la morositat, un extrem que encara es va veure més agreujat per l'augment de la inflació i la gran depreciació del peso. Per això, la intensitat de la recessió inicial després de la devaluació s'explica perquè els bancs comercials amb una estructura del deute, amb venciments a molt curt termini o a tipus d'interès variable es van convertir en creditors inflexibles, i perquè les empreses i les famílies van sofrir de manera immediata l'impacte dels elevats tipus d'interès nominals.

1. L'esclat de la crisi financera

Com hem assenyalat anteriorment, l'anunci de la devaluació en un 15 per cent a finals del mes de desembre de 1994 suposava una renúncia implícita al sistema canviari i va precipitar un atac especulatiu contra el peso que va reduir a la mínima expressió les reserves internacionals. La combinació d'una migrada dotació de divises i un nivell elevat d'endeutament a curt termini van propiciar una situació de “*pànic financer*”, perquè el Banco de México no podia cobrir els

passius en moneda estrangera ni actuar com a “*prestamista d'última instància*”. Per això, la crisi canviària del mes de desembre de 1994 va desembocar en una profunda crisi financera l'any 1995, els efectes de la qual es van fer sentir durant els anys posteriors.

L'alça dels tipus d'interès, la caiguda de les cotitzacions borsàries i l'esfondrament del tipus de canvi del peso van moure als inversors a no renovar les seves posicions en crèdits i dipòsits, accions i bons. Aquesta decisió va impedir refinançar el deute que vencia, de tal manera que el Govern va esdevenir il·líquid, “*validant*” les expectatives inicials dels inversors. La restricció de liquiditat de l'Estat es va fer extensiva a la resta de l'economia a través del sistema bancari, i va afectar greument el creixement econòmic del país.

De fet després de la gran devaluació de desembre, la gran pregunta que es feien els inversors era com el Govern de Mèxic podria garantir el pagament dels prop de 10.000 milions de dòlars de *tesobonos* que vencien al primer trimestre de 1995 i dels altres 19.000 milions de dòlars que s'haurien d'atendre a finals de l'any, si la dotació de reserves internacionals a finals del mes de desembre havia caigut per de sota dels 6.000 milions de dòlars. A més, fruit de la devaluació, el valor nominal dels *tesobonos* havia augmentat en un 40 per cent, circumstància que augmentava encara més la probabilitat que el Govern no pogués atendre d'una sola vegada el pagament de les obligacions que vencien als mesos de febrer i març.

Lògicament, en aquest escenari, els creditors eren reticents a prestar diners a l'Estat per la por latent a una suspensió de pagaments. D'aquí que ja el 20 de desembre de 1994, previ a l'atac especulatiu, l'import adjudicat a la subhasta de *tesobonos*, 416 milions de dòlars, era menor que la quantia que es volia col·locar, 600 milions de dòlars: el Govern va rebre ofertes que totalitzaven 868 milions de dòlars, però no estava disposat a pagar els elevats tipus d'interès associats a moltes de les peticions. A la següent subhasta del 27 de desembre, el volum de peticions sumava només 28 milions de dòlars, tot i oferir-se en aquesta ocasió uns tipus d'interès mitjans de l'ordre del 19,63 per cent, més del doble dels tipus vigents abans de la devaluació. En la mesura que els *tesobonos* estaven essencialment denominats en dòlars, la duplicació dels tipus d'interès d'aquest instrument financer posava de manifest fins a quin punt s'havia incrementat el risc de fallida de l'Estat mexicà. La subhasta de *cetes* també va ser molt poc concorreguda i l'import adjudicat era molt inferior a la quantia que es volia injectar el dia abans de l'atac especulatiu.

D'aquesta manera, quan els creditors van deixar de comprar títols de deute públic, el temor al *default* va esdevenir una profecia que es va “*autocomplir*”. Enmig d'aquestes turbulències les agències de qualificació van modificar a la baixa la qualificació del deute públic de Mèxic. Aquesta acció limitava la capacitat de finançament de l'Estat als mercats de capitals –malgrat que els tipus d'interès del deute denominat en dòlars estaven significativament per sobre dels

nivells dels Estats Units–; però també suposava un límit màxim –*sovereign ceiling*– a la capacitat d’endeutament de les empreses mexicanes perquè, en aquell moment, els bons privats no podien tenir una qualificació superior a la concedida als bons de l’Estat.

2. *El contagi de la crisi: l’efecte Tequila*

La crisi mexicana es va estendre ràpidament a tota la regió d’Amèrica Llatina, donant lloc al que popularment es va conèixer com a l’*efecte Tequila*. El país més afectat pel contagi de la crisi mexicana fou Argentina, tal vegada perquè tal com assenyala Hartwell (2001) “...era el país amb una situació macroeconòmica molt similar a la de Mèxic”. Argentina havia implementat, a l’igual que Mèxic, un programa de reforma estructural, iniciat l’any 1991 amb el *Plan de Convertibilidad*. Segons Martín Uribe (1996) aquest pla tenia elements pràcticament idèntics a les reformes econòmiques mexicanes posteriors a 1988: l’estratègia de desinflació competitiva a través de l’ús del tipus de canvi com a àncora nominal, el fixament de la paritat en relació al dòlar dels Estats Units¹⁷, la retallada de despeses, la privatització de virtualment totes les empreses públiques, la reforma del sistema impositiu i el procés de liberalització financera i comercial.

La disciplina monetària que imposava el *currency board* juntament amb la retallada de la despesa pública van fer creïble el compromís de les autoritats econòmiques en la lluita contra la inflació. Així, la inflació, malgrat ser alta per als estàndards dels països desenvolupats, s’havia reduït a un sol dígit cap a 1994, i les taxes de creixement eren superiors al 5 per cent des de començaments de la dècada dels ‘90.

Malgrat l’aparent èxit d’aquestes reformes, la devaluació del peso mexicà va repercutir durament sobre l’economia argentina: en els tres mesos següents a la caiguda del peso, el banc central va vendre més d’un terç de les seves reserves de divises, el seu mercat de valors es va esfondrar un 50 per cent, els preus dels bons argentins van caure un 36 per cent i els tipus d’interès del peso passaren de l’11 al 19 per cent.

Per a Ganapolsky i Schmukler (1998) el factor clau que explica el contagi de la crisi mexicana a Argentina fou la fragilitat del seu sector bancari. A mesura que les males notícies s’estenien, els inversors fugien dels bancs provincials, cooperatives de crèdit i d’altres institucions financeres que proporcionaven serveis bancaris (Carrizosa, Leipziger i Shah, 1996). El resultat d’aquest procés fou una sortida neta de dipòsits per valor de 8.000 milions de dòlars del sistema bancari, l’equivalent al 16 per cent dels seus dipòsits.

¹⁷ La peça fonamental del “*Plan de Convertibilidad*” era l’ús del tipus de canvi com a àncora nominal. De fet, la gestió de la política canviària i, per extensió, de la política monetària s’articulava a partir d’un *currency board*, on es fixava una paritat de 1 a 1 amb el dòlar dels Estats Units, i, on al menys el 80% de base monetària havia d’estar avalada per reserves de divises –principalment, dòlars dels Estats Units o actius líquids no emesos pel Govern argentí.

El banc central d'Argentina va tenir molts problemes per ajudar als bancs provincials durant la crisi, principalment degut a la restricció que el “*currency board*” imposava sobre la política monetària. De fet, la llei de “*Convertibilidad*” impedia ajustar la contracció de la base monetària que es derivava de la sortida de capitals amb polítiques acomodaticies. El resultat de la devaluació mexicana fou un període de recessió severa i tipus d'interès alts.

Tanmateix, com han afirmat alguns analistes, allò que feu l'experiència argentina més curta del que podia haver estat –i menys acusada del que posteriorment seria a l'Est d'Àsia– fou la novedosa resposta del país a la crisi. El cas d'Argentina il·lustra el fet de la importància en l'elecció de la política a seguir. La resposta argentina a la pertorbació procedent de Mèxic va procurar donar seguretat als mercats i solucionar els problemes fonamentals del sistema financer, fent d'aquesta manera més manejable una situació potencialment desastrosa. Possiblement per això, el país es va recuperar amb celeritat: la producció nacional mesurada a través del PIB va caure un 4 per cent el 1995 però l'any següent l'economia ja s'havia recuperat i creixia entorn al 5 per cent del PIB.

3. El rescat financer de l'economia mexicana

3.1. LES PRIMERES TEMPTATIVES PER RESOLDRE LA RESTRICCIÓ DE LIQUIDITAT

El col·lapse del peso i el pànic dels creditors van situar Mèxic al llindar de la fallida. Sense una sobtada restauració de la confiança dels inversors o un préstec substancial d'algun altre Estat, el país no podria atendre les seves obligacions denominades en dòlars que vencien el mes de febrer i març.

Justament per això, en les setmanes posteriors a la devaluació el govern dels Estats Units, el FMI i altres organismes internacionals van dur a terme sengles esforços per ajudar Mèxic a resoldre la crisi financera desfermada arran de la devaluació del mes de desembre de 1994. En aquest sentit, el 2 de gener de 1995, Mèxic accedia a una línia de crèdit de 18.000 milions de dòlars a càrrec dels Estats Units i d'un seguit de grans bancs privats a parts iguals. S'esperava que aquests fons juntament amb l'anunci –a instàncies del FMI– d'un paquet de mesures econòmiques destinades a l'estabilització de l'economia fossin accions suficients com per restablir la confiança dels inversors i acabar amb la crisi financera. Només d'aquesta manera seria possible que Mèxic fos capaç de refinançar el seu deute a curt termini.

Amb tot, els inversors eren reticents a continuar prestant a l'economia mexicana perquè, d'alguna manera, percebien un cert grau d'indecisió del Govern de Mèxic en la gestió de la crisi i, a més, els objectius fixats en el programa d'ajust macroeconòmic del FMI ràpidament van

quedar desfasats, com a conseqüència de la profunda deprecació del peso i que l'increment de la inflació era superior a les previsions que es contemplaven.

Però per a Hartwell (2001) l'aspecte que generava més reticències era, sobretot, que els recursos que es feien avinents a través de la línia de crèdit eren menors que l'import dels *tesobonos* que havien de vèncer entre gener i febrer.

El fracàs d'aquest primer intent, i a la vista de què la crisi s'aprofundia, va moure a l'Administració Clinton a proposar el 12 de gener de 1995 un paquet d'ajudes consistent en un préstec garantit de 40.000 milions de dòlars, en virtut del qual Mèxic podria endeutar-se en dòlars –amb l'aval dels Estats Units en cas de fallida– i, d'aquesta manera, renovar les obligacions que vencien als mercats financers. Inicialment, la iniciativa va ser ben rebuda pels mercats financers, però aviat es va veure clar que aquest seguit de mesures difícilment seria aprovada pel Congrés dels Estats Units.

3.2. *EL PAQUET D'AJUDA FINANCERA (PAF)*

Així, a finals del mes de gener de 1995 la situació de Mèxic era desesperada: el país necessitava liquiditat per poder fer front als compromisos generats per la concentració de venciments del deute a curt termini denominat en moneda estrangera. En aquest context, l'Administració Clinton novament va proposar un crèdit directe, integrat per una aportació dels Estats Units, del Banc de Canadà, del FMI i d'altres organismes internacionals i alguns bancs comercials. Durant les setmanes posteriors, Mèxic va negociar amb el FMI i els Estats Units els termes del préstec. Finalment, el *Paquet d'Ajuda Financera (PAF)* es va constituir per un import màxim de 51.637 milions de dòlars integrats per les línies de crèdit del Departament del Tresor dels Estats Units¹⁸ (20.000 milions), del Banc de Canadà (1.100 milions), FMI (17.750 milions), BIS (10.000 milions), BID i Banc Mundial (2.787 milions)¹⁹.

Amb aquest volum de recursos es perseguia un doble objectiu: garantir l'amortització dels passius que vencien durant 1995, i reduir la pressió sobre les reserves internacionals del banc central i facilitar la seva reconstitució. Com a contrapartida, les autoritats econòmiques del país es comprometien, d'una banda, a limitar l'expansió de l'oferta monetària i, d'una altra, a què els ingressos procedents de les exportacions de petroli fossin dipositats en un compte especial habilitat pel Banc de la Reserva Federal de Nova York en concepte de col·lateral.

¹⁸ Per tal d'evitar el vot especial del Congrés autoritzant aquest extrem, la contribució dels Estats Units es feu amb càrrec al Fons d'Estabilització del Mercat de Divises (EFS, *Exchange Stabilization Fund*). Controlat per la Secretaria del Tresor, el ESF solia usar-se normalment per intervencions a curt termini al mercat de divises, i no tant per concedir crèdits a curt termini a l'estil del que va ser lliurat a Mèxic.

¹⁹ Els fons de la línia de crèdit dels Estats Units incorporaven un tipus d'interès anual revisat trimestralment, d'acord amb els tipus dels bons emesos pel Departament del Tresor dels Estats Units, que s'havien d'amortitzar en un termini de cinc anys, amb dos de gràcia. Els crèdits atorgats pel BID i el Banc Mundial es van contractar per un termini de 15 anys, amb períodes de gràcia i tipus d'interès en funció de la naturalesa del crèdit. Finalment, els recursos del FMI formaven part de l'Acord de Crèdit Contingent entre el Govern mexicà i el Fons firmat el mes de febrer.

Quadre 5.8. El Paquet d'Ajuda Financera a Mèxic (1995)

<i>Milions de dòlars</i>	Desemborsaments		Amortitzacions		Disposicions Netes
	Data	Import	Data	Import	
A. SECTOR PÚBLIC		11.773			11.773
a. Fons d'Estabilització					
1. Govern Federal		10.500			10.500
	14-març-95	3.000			3.000
	19-abr-95	3.000			3.000
	19-maig-95	2.000			2.000
	05-jul-95	2.500			2.500
b. Altres Recursos					
1. Nafin		1.273			1.273
1.1. BID		598			598
	27-jul-95	375			375
	10-oct-95	101			101
	22-nov-95	31			31
	14-des-95	31			31
	15-des-95	17			17
	19-des-95	4			4
	20-des-95	39			39
1.2. Banc Mundial		675			675
	10-jul-95	101			101
	24-jul-95	148			148
	25-ag-95	52			52
	29-ag-95	274			274
	14-set-95	32			32
	03-oct-95	1			1
	13-nov-95	20			20
	15-nov-95	1			1
	22-nov-95	4			4
	20-des-95	4			4
	26-des-95	20			20
	27-des-95	18			18
B. BANCO de MÈXICO		15.386		906	14.480
a. AFNA		2.355		906	1.449
	11-gen-95	59	14-març-95	59	0
	13-gen-95	59	14-març-95	59	0
	02-feb-95	2.237	11-oct-95	788	1.449
b. FMI		13.031			13.031
	06-feb-95	7.725			7.725
	06-jul-95	2.024			2.024
	28-ag-95	1.643			1.643
	20-des-95	1.639			1.639
I. TOTAL (A+B)		27.159		906	26.253

Nota: L'Acord Financer de Nord-Amèrica contempla, com a part dels convenis addicionals al NAFTA, la possibilitat d'intercanviar a curt termini divises per moneda nacional, amb les autoritats financeres dels Estats Units (Departament del Tresor i Banc de la Reserva Federal) i amb el Banc de Canadà.

Font: Banco de México (1995).

Com es pot observar al quadre 5.8, en termes nets, Mèxic es van arribar a disposar 26.253 milions de dòlars durant l'any 1995, 11.773 milions per part del sector públic –a càrrec dels

fons del Departament del Tresor dels Estats Units, del BID i del Banc Mundial– i 14.480 milions pel Banco de México –a càrrec del FMI i del AFN– per amortitzar 18.399 milions de dòlars de *tesobonos* i la resta va ser usada per restituir la dotació de divises del banc central. Addicionalment, els organismes multilaterals BID i BIRF van atorgar a Mèxic capacitat addicional de crèdit per una quantia de fins a 2.787 milions de dòlars, dels quals 1.750 milions havien de ser destinats a la capitalització del sistema financer mexicà i la resta a programes socials i d'assistència tècnica al sistema financer.

A finals del tercer trimestre de l'any 1995 era evident que els objectius del PAF s'havien acomplert. La possibilitat que Mèxic no comptés amb capacitat de pagament per fer front als seus compromisos de curt termini estaven pràcticament descartada a finals de setembre de 1995. El saldo vigent dels passius a curt termini del sector públic i del Banco de México (incloent *tesobonos*) representava el 7,2 per cent del deute públic total denominat en moneda estrangera; alhora, la proporció d'aquestes obligacions a curt termini respecte al saldo de reserves internacionals del banc central s'havia reduït al 56 per cent.

Paral·lelament, els agents financers van reaccionar favorablement davant la major solvència de l'Estat i a mesura que la percepció del risc-país va anar millorant, l'accés de Mèxic als mercats de capitals es va començar a restablir. Així, entre maig i setembre, el sector públic a través de *Nafin* i *Bancomext* va poder col·locar valors de renda fixa per un total de 1.340 milions de dòlars. Per la seva part, el Govern Federal va captar 2.092 milions a través de dues emissions de bons²⁰ realitzades als mesos de juliol i agost de 1995.

El sector privat financer i no financer també va recuperar la seva capacitat d'obtenir crèdits de l'exterior. En aquest sentit, els bancs comercials van captar prou recursos de l'exterior com per finançar tant els venciments dels seus passius denominats en moneda estrangera com per retornar els fons que havien rebut del Banco de México a través del "*Fondo Bancario de Protección al Ahorro*" (*Fobaproa*)²¹. De la mateixa manera, les empreses no financeres van comptar amb un major flux de recursos de l'exterior, com així ho certifica el fet que la quantia de les seves obligacions documentades en paper comercial fou 266 milions de dòlars, superior a la registrada al final del primer trimestre de 1995.

²⁰ Aquests títols s'emetien a tipus d'interès variable calculat a partir del LIBOR més un marge del 5,375 per cent o a un tipus d'interès fix de l'11 per cent, que estaven per sota dels tipus d'interès del 20 per cent a la que eren emeses les escadusseres partides de *tesobonos* del mes de gener i febrer de 1995.

²¹ A principis del mes d'abril de 1995 el saldo d'aquest fons va assolir un valor màxim superior als 3.800 milions de dòlars, però als primers dies de setembre ja havia estat liquidat.

3.3. *LES CRÍTIQUES AL PAQUET DE RESCAT FINANCER*

El programa de rescat financer va generar força controvèrsia i escepticisme perquè el *bail-out* de l'economia mexicana era extraordinari per diverses raons. L'ús a gran escala dels recursos de llarg termini del ESF –*US Exchange Stabilization Fund*– per part del Tresor dels Estats Units no tenia precedents. Els recursos aportats pel FMI de 17.000 milions de dòlars equivalien a set vegades la quota de Mèxic a l'organisme i eren, de lluny, l'ajut individual més important al llarg de la història del FMI, tant en termes absoluts com en termes relatius.

Amb tot, el FMI i el Departament del Tresor dels Estats Units i la mateixa Reserva Federal van considerar que era necessària una intervenció decidida a Mèxic per diverses raons.

En primer lloc, els interessos dels Estats Units a Mèxic eren força importants com per no intentar el rescat. En aquest sentit, molts dels fons col·locats en *tesobonos* estaven en poder d'inversors estrangers, principalment residents nord-americans i, d'alguna manera, els recursos financers garantien la recuperació dels dipòsits. A més, la crisi mexicana –el país era el tercer client comercial dels Estats Units, just després de Japó i Canadà– es podia fer extensiva a l'economia nord-americana a través de la probable destrucció de llocs de treball i, aquesta circumstància podia precipitar una nova onada d'immigrants cap als Estats Units (Calvo i Mendoza, 1996a).

En segon lloc, tal com destaca el BIS (1997), durant els anys previs a la crisi el Departament del Tresor dels Estats Units, el FMI i el Banc Mundial, en el marc del que posteriorment es va conèixer com a *Consens de Washington*, van proposar moltes de les polítiques de liberalització financera i de reforma estructural que va implementar el Govern de Mèxic. Haguera estat una incongruència no ajudar Mèxic quan el país havia seguit les directrius de totes aquelles institucions.

Finalment, la fallida del Govern podia precipitar una onada de fallides d'institucions privades al país, però també arreu del món de conseqüències imprevisibles. Des d'aquesta perspectiva, el rescat financer era una garantia d'estabilitat, perquè evitava que la crisi mexicana es fes extensiva a d'altres països emergents, tot magnificant el seu impacte sobre l'economia mundial (Krugman, 1995a).

Davant aquesta posició alguns analistes, i fins i tot alguns congressistes dels Estats Units, consideraven que Mèxic i els seus creditors haurien d'haver gestionat la crisi per si sols, sense cap mena d'ajut o de garantia nord-americana. Així, Seidman (1995) argumentava en contra de la implicació dels Estats Units suggerint que el problema s'hauria d'haver resolt a través de les negociacions entre Mèxic i els seus creditors. Només d'aquesta manera, en el futur més immediat, els agents financers serien més cauts a l'hora d'invertir i evitarien el risc moral. Per a Conns i Hoskins (1995), l'argument es basava en què el rescat financer podia institucionalitzar el *risc moral* a nivell internacional i perpetuar la tendència secular de dur a terme inversions

força arriscades en la confiança que compensarien les “*males inversiones*”, tot incrementant-se la probabilitat d’una crisi futura. De fet, alguns autors com Corsetti, Penseti i Roubini (1998) apunten que els problemes de *risc moral* que, posteriorment, van caracteritzar la crisi de l’Est d’Àsia tenien el seu origen en l’experiència de la crisi mexicana de 1994.

En canvi, per Jacobs i Rodríguez-Arana (2003) una possible alternativa hauria estat declarar inconvertible el deute indexat i reciclar-lo a terminis superiors a l’estil de la crisi de 1982, però aquesta opció constituïa un rebuig temporal que possiblement reduiria l’entrada de capitals i dificultaria la recuperació en el futur. Per contra Sachs, Tornell i Velasco (1996b) consideren que l’opció de *bail-out* triada pels Govern de Mèxic i dels Estats Units i el FMI fou la correcta, perquè en acudir als organismes internacionals per resoldre un fort problema de liquiditat a curt termini, Mèxic va acabar restablint la credibilitat dels mercats, i, aquesta circumstància, amb la perspectiva que dóna el temps, fou cabdal per explicar la ràpida recuperació de la crisi.

4. L’evolució de la conjuntura econòmica mexicana durant els anys posteriors a la crisi (1995-96)

A pesar de les dificultats econòmiques generades per la severa recessió econòmica que va seguir la crisi financera –el PIB en termes reals va disminuir en un 6,2 per cent el 1995–, el Govern va tenir èxit en la seva tasca per refer l’estabilitat macroeconòmica. L’efecte *pro-competitiu* associat a la depreciaió del peso combinada amb una política econòmica restrictiva i una certa política de rendes però, sobretot, l’assistència financera del FMI, els Estats Units i Canadà van possibilitar que el Govern pogués continuar atenent el servei del deute i recuperés amb relativa rapidesa l’accés als mercats de capitals internacionals.

4.1. CREIXEMENT ECONÒMIC

Per a Mèxic la devaluació del peso va marcar el principi d’una profunda recessió econòmica i financera. Tot i que els efectes de la crisi canviària i financera de 1994-95 sobre l’activitat productiva van durar uns tres trimestres –molt menys que la crisi del deute de 1982–, la recessió que es va registrar a curt termini fou molt més severa que en episodis anteriors, com es pot comprovar al quadre adjunt.

Quadre 6.8. La severitat de les crisis econòmiques mexicanes

<i>Variació percentual respecte l'any anterior</i>	<i>Anys anteriors a la crisi</i>		<i>Any crisi</i>	<i>Anys posteriors a la crisi</i>	
	t-2	t-1	t	t+1	t+2
Crisi del deute (setembre 1982)	8,3	8,6	-0,6	-3,5	3,5
Caiguda preus petroli (1986)	3,5	2,2	-3,1	1,7	1,3
Crisi canviària (desembre 1994)	2,0	4,4	-6,2	5,2	6,7

Nota: Per a la crisi canviària de desembre de 1994 es considera com a any de crisi 1995.

Font: Elaboració pròpia a partir del IFS del FMI.

La interrupció sobtada i abrupte del flux de capitals de l'exterior a finals de 1994 i principis de 1995 va imposar a l'economia del país una restricció financera molt significativa, que es va veure agreujada per l'endeutament del sector privat. L'elevació dels tipus d'interès nominals i reals derivada de la política econòmica que perseguia reduir l'efecte inflacionista de la devaluació del tipus de canvi van tendir a agreujar la recessió causada per la fugida de capitals. Així, segons dades del INEGI, el PIB real de Mèxic es va reduir en un 6,2 per cent, mentre la demanda interna queia en un 37,4 per cent. Aquesta contracció va ser compensada, tot i que només parcialment, per una expansió de la demanda externa neta del 20,2 per cent, associada a la depreciació real del peso, de tal manera que, l'any 1995 la demanda agregada, mesurada a preus constants, es va reduir en un 7,4 per cent.

Quadre 7.8. Evolució de l'oferta i de la demanda agregades (1994-96)

<i>Variació percentual respecte l'any anterior</i>	1994	1995	1996
<i>Oferta Agregada</i>	4,9	-7,4	9,0
PIB	3,5	-6,2	5,2
Importacions de béns i serveis	12,9	-12,8	27,8
<i>Demanda Agregada</i>	4,9	-7,4	9,0
Consum	3,5	-8,4	2,5
<i>Privat</i>	3,7	-9,5	2,3
<i>Públic</i>	2,5	-1,3	3,7
Inversió	8,1	-29,0	17,7
<i>Privada</i>	7,9	-31,2	15,8
<i>Pública</i>	8,9	-19,8	24,7
Exportacions de béns i serveis	7,3	33,0	18,7

Nota: Dades expressades en termes reals.

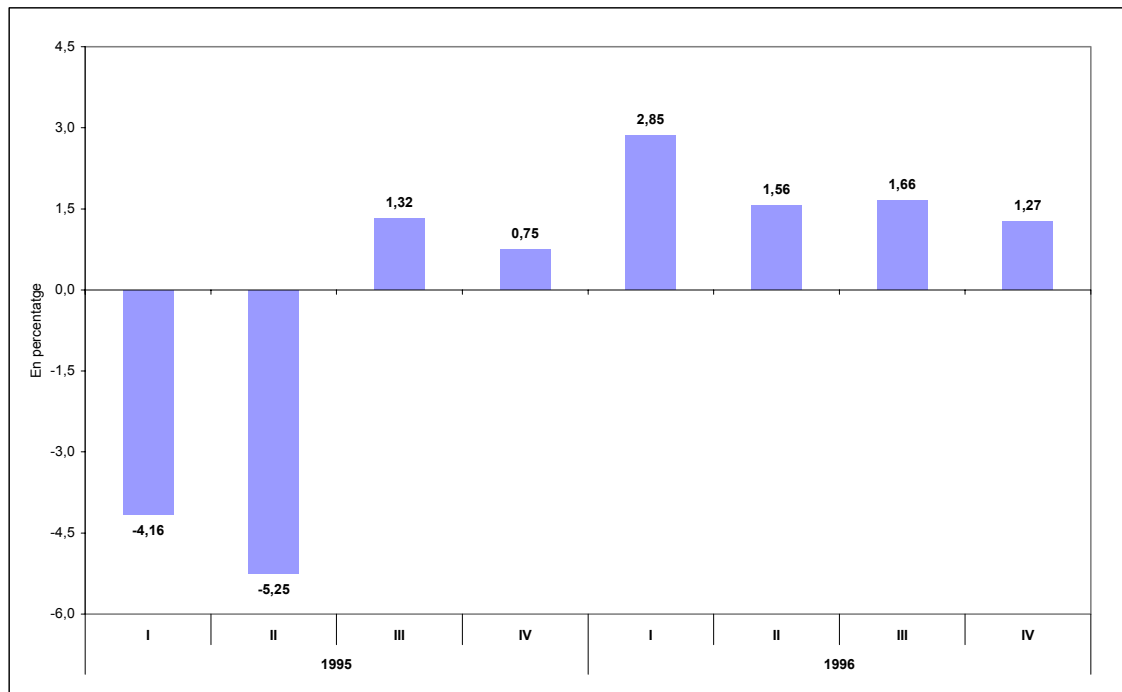
Font: INEGI

L'anàlisi de les variacions percentuals trimestrals de xifres desestacionalitzades que es recull a la gràfica 5.8, mostra com el PIB va caure de manera molt significativa en el primer trimestre de 1995 en relació al nivell del trimestre precedent, i com aquesta caiguda va seguir-se d'una altra encara més accentuada, el segon trimestre de l'any.

A partir d'aleshores, l'èxit del PAF i la naturalesa de les polítiques fiscals i monetàries instrumentades van permetre recuperar, gradualment, l'accés del país als mercats internacionals i esmorteir la pressió que sobre els tipus d'interès i el tipus de canvi exercia la restricció de liquiditat derivada de la sortida neta de capitals. Aquesta circumstància unida a l'evolució favorable de les exportacions van generar una incipient recuperació de l'activitat econòmica a la segona part de l'any. Així, al tercer i quart trimestre de 1995 es van registrar unes taxes de creixement positives, aproximadament, de l'1 per cent.

Tanmateix, aquesta recuperació fou modesta en comparació amb la contracció del PIB dels trimestres precedents, per la qual cosa la variació anual de la producció, de la despesa i de l'ocupació per al conjunt de 1995 fou considerablement negativa.

Gràfica 5.8. Creixement trimestral del PIB desestacionalitzat

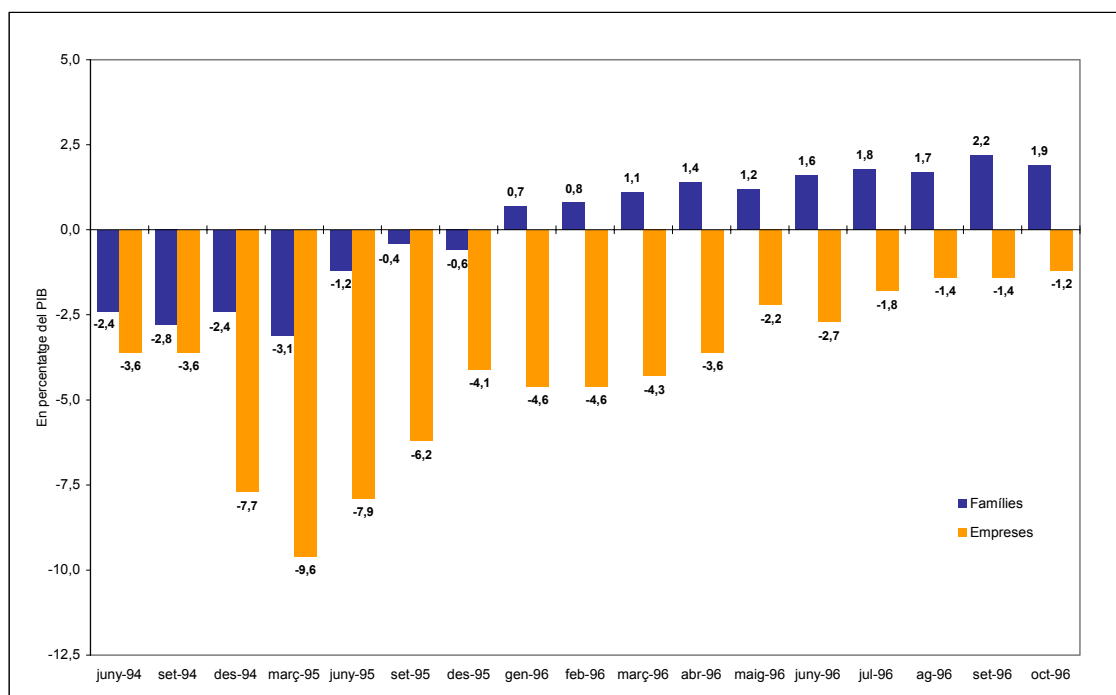


Font: Banco de México (1996)

La dinàmica recessiva que va caracteritzar l'any 1995 es va veure agreujada per l'elevat endeutament que empreses i famílies mexicanes havien anat acumulant, des de 1989 i fins el primer trimestre de 1994, amb el sistema financer nacional. Així, l'increment substancial dels tipus d'interès reals i nominals, la contracció sense precedents de l'activitat econòmica i la depreciació de finals de 1994 i començaments de 1995, van disparar el valor del deute del sector privat. En aquest sentit, la posició deutora de les famílies es va situar durant tot l'any 1994 en el 2,5 per cent del PIB. En canvi, la posició deutora de les empreses no financeres de setembre a desembre de 1994 es va multiplicar per 2, quan la crisi canviària i l'elevació dels tipus d'interès van elevar el valor del deute al 9,6 per cent del PIB.

Aquest increment del deute del sector privat en relació als seus ingressos reals, a més de generar un notable augment de la cartera vençuda de les institucions financeres, va induir a una seriosa contracció tant de les despeses d'inversió de les empreses com del consum de les economies domèstiques. De fet, l'ajust fou tan sever perquè el gran endeutament del sector privat va anar acompanyat d'una important reducció, tant dels salaris reals dels treballadors com dels ingressos reals de les empreses²².

Gràfica 6.8. Posició neta creditora o deutora amb el sistema financer intern



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Banco de México.

Com a conseqüència d'aquesta dinàmica, la despesa total en consum es va reduir en un 8,4 per cent, després que tant el consum privat com el públic disminuïssin en un 9,5 i un 1,3 per cent, respectivament. D'aquesta manera, la participació del consum privat en el PIB va passar del 66,7 per cent de 1994 al 62,5 per cent de 1995.

Per altra banda, uns tipus d'interès nominals i reals més alts, derivats de la depreciació del peso i de les expectatives d'inflació, i una posició financera molt palanquejada condicionaven, enormement, la capacitat d'inversió de les empreses mexicanes; d'aquesta manera, la inversió privada nacional va caure en un 31,2 per cent. Addicionalment, el caire restrictiu de la política fiscal, que va instrumentar el Govern per estabilitzar l'economia, va donar lloc a una disminució de la inversió pública del 19,8 per cent.

²² Aquesta situació difereix de l'observada en altres episodis de devaluació com el de 1988, ja que aleshores el sector públic presentava una posició deutora neta, mentre que el sector privat tenia una posició de creditor net. Això va permetre que la caiguda tant dels salaris reals de les persones, com dels ingressos reals de les empreses resultés parcialment compensada per la percepció d'interessos reals, la qual cosa va contribuir a mitigar l'impacte de l'ajust sobre el consum i la inversió del sector privat.

4.2. OCUPACIÓ I ATUR

La menor activitat econòmica es va transmetre a la demanda de treball. Per això, la majoria dels indicadors d'ocupació van deteriorar-se significativament. Així, l'any 1995 el nombre de treballadors assegurats al *IMSS* va registrar taxes de variació anuals negatives en tots els trimestres, tot i que a partir del mes d'octubre aquesta tendència va començar a invertir-se a mesura que s'anava recuperant l'activitat productiva.

De la mateixa manera, la contracció de l'activitat econòmica es va traduir en un major atur. La taxa d'atur obert a les àrees urbanes era del 5,1 per cent, al primer trimestre de 1995, gairebé 1 punt percentual superior a la del darrer trimestre de 1994. Durant el segon i tercer trimestre d'aquell any la taxa d'atur es va continuar movent a l'alça, fins assolir un valor màxim al final del trimestre del 7,4 per cent –7,6 per cent al mes d'agost de 1995–, tres punts percentuals per sobre respecte l'any anterior. A partir d'aleshores, i com un reflex de la incipient recuperació de la producció i de l'ocupació de l'economia, la taxa d'atur obert va iniciar una davallada gradual fins a situar-se a finals de 1995 en el 5,5 per cent, només quatre dècimes per sobre del valor del primer trimestre de l'any, com es pot observar al quadre 8.8.

Quadre 8.8. Taxa d'atur obert, remuneració mitjana real, productivitat mitjana per treballador i cost del treball per unitat de producte al sector manufacturer

<i>Variacions percentuals respecte el mateix període de l'any anterior</i>				
	<i>Taxa d'atur obert</i>	<i>Remuneracions mitjanes reals</i>	<i>Productivitat mitjana per treballador</i>	<i>Costos Unitaris Reals</i>
<i>1994</i>	3,7	4,2	7,3	-2,9
<i>1995</i>	6,2	-12,4	4,8	-16,3
<i>I Trimestre</i>	5,1	-2,5	8,9	-10,4
<i>II Trimestre</i>	6,3	-11,6	0,6	-12,2
<i>III Trimestre</i>	7,4	-14,4	3,7	-17,4
<i>IV Trimestre</i>	6,1	-19,9	5,9	-24,4
<i>1996</i>	5,5	-10,9	8,5	-18,0
<i>I Trimestre</i>	6,2	-16,8	7,8	-22,9
<i>II Trimestre</i>	5,6	-10,6	10,4	-19,1
<i>III Trimestre</i>	5,5	-9,1	8,6	-16,4
<i>IV Trimestre</i>	4,7	-6,7	7,2	-13,0

Font: INEGI i Banco de México (1997)

Paral·lelament, la caiguda inicial de la producció i l'augment de la desocupació van precipitar una important reducció de la remuneració mitjana per treballador, de l'ordre del 12,4 per cent en termes mitjans. En la mesura que la productivitat mitjana del treball al sector manufacturer va créixer en promig en un 1,6 per cent, els costos laborals unitaris van reduir-se significativament, entorn al 16 per cent durant 1995. Aquest extrem va facilitar el procés d'ajust de l'economia

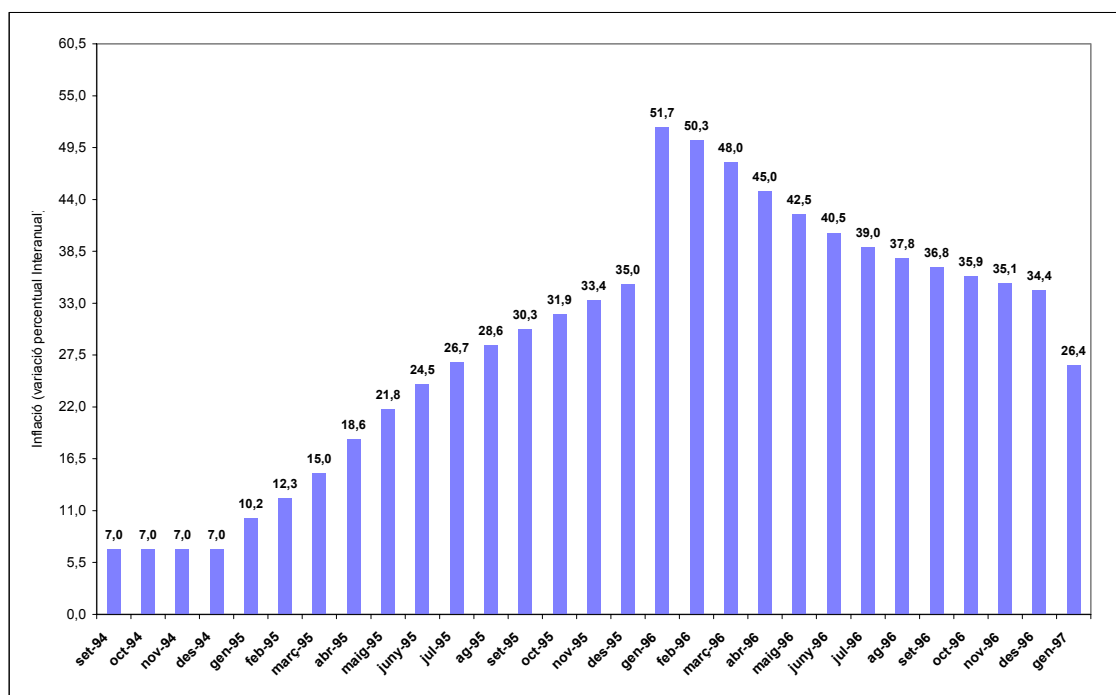
mexicana, doncs va permetre, juntament amb la devaluació real del peso, una ràpida recuperació de la competitivitat de les empreses mexicanes a nivell internacional i la reactivació de l'activitat productiva al conjunt del país.

4.3. INFLACIÓ

La “hiperdepreciació” del peso respecte al dòlar però, sobretot, el temor a la monetització parcial dels dèficits fiscals futurs derivats dels costos fiscals de la reestructuració financera es van traduir en un augment molt significatiu de les expectatives d'inflació, que a la pràctica van precipitar una escalada del nivell de preus. D'aquesta manera, la inflació mesurada a través del INPC va passar d'un valor mínim històric del 7 per cent durant el darrer trimestre de 1994 al 15 per cent al mes de març de 1995. Això significava que en els tres primers mesos de l'any 1995 el creixement dels preus s'havia multiplicat per 3 des de finals de 1994.

Aquest ritme de creixement de preus es va perllongar durant la resta de l'any: al mes de juny la taxa d'inflació interanual era del 24,5 per cent, del 30 per cent a finals de setembre i del 35 per cent a finals d'any.

Gràfica 7.8. Índex Nacional de Preus al Consum i TIIP nominals



Font: Elaboració pròpia a partir de dades de INEGI.

Com es pot comprovar a la gràfica 7.8 aquest augment tan pronunciat del creixement dels preus va assolir una cota màxima del 51,7 per cent durant el mes de gener de 1996. A partir d'aleshores el pla d'estabilització econòmica i el programa de rescat financer van aconseguir abatre les expectatives d'inflació i moure progressivament a la baixa el INPC. D'aquesta

manera, dos anys després de la crisi canviària, a finals de 1996, la inflació interanual se situava en el 26,4 per cent, el mateix valor que a finals de 1995.

4.4. SECTOR EXTERIOR

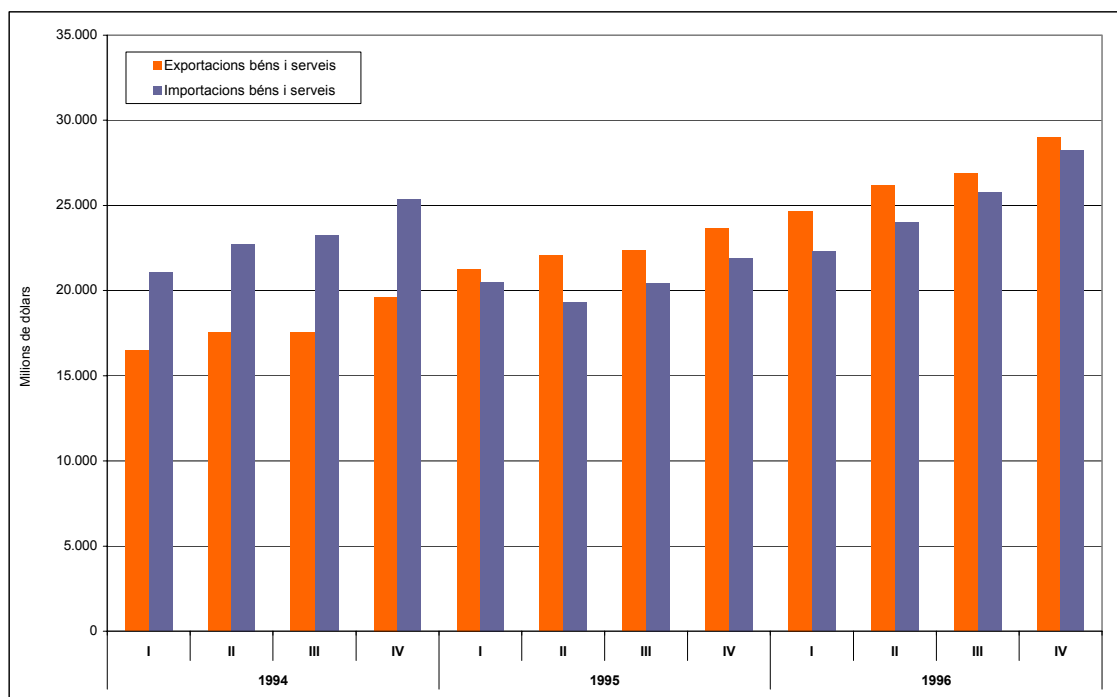
4.4.1. L'evolució del compte corrent de la balança de pagaments

L'evolució del sector exterior, i en particular el creixement de les exportacions, durant l'any 1995 va resultar clau per atenuar la severitat de la crisi de 1995 i per explicar la recuperació econòmica posterior. De fet, la devaluació en termes reals del peso juntament amb la reducció dels costos laborals –associada a la flexibilitat a la baixa dels salaris i la millora de la productivitat– van possibilitar una ràpida recuperació de la competitivitat de les empreses mexicanes a nivell internacional. Això explicaria l'augment en un 33,0 per cent en termes reals de les exportacions de béns i serveis l'any 1995 i perquè la seva contribució al creixement del PIB fou superior als 3,5 punts percentuals.

Aquesta expansió de les vendes a l'exterior fou, encara més destacable, si tenim en compte que el creixement de les exportacions manufactureres del sector “*no maquilador*” (del 46,9 per cent), en indústries com la tèxtil, la siderúrgia, la minero-metalurgia, el paper, la química i l'automoció, fou molt superior al del sector “*maquilador*” (del 18,4 per cent). Fruit d'aquesta dinàmica, les exportacions de béns i serveis van quasi doblar en només 1 any la seva importància relativa respecte el PIB, del 17 al 31 per cent.

Per altra banda, les importacions de béns i serveis van reduir-se en un 12,8 per cent a causa de la menor renda nacional i de la restricció financera que imposava la manca de finançament exterior, però també com a conseqüència del procés de substitució d'importacions –especialment de béns intermedis– per productes nacionals, després de l'augment del preu relatiu dels béns de l'exterior causat per la devaluació. Amb tot, aquesta disminució de les importacions mexicanes va recaure, principalment, en les procedents de la resta del món (24,8 per cent), afectant relativament poc les compres als Estats Units i Canadà (2,1 per cent).

Malgrat la disminució del volum d'importacions la seva importància relativa, mesurada en termes del PIB, paradoxalment, va augmentar a partir de 1995 del 21 al 30 per cent. Aquest extrem era imputable, si més no inicialment, a l'encariment dels preus d'importació denominats en moneda nacional durant els primers trimestres de 1995. Però a partir del darrer trimestre de 1995, el valor de les importacions de l'economia mexicana va tornar a repuntar com a conseqüència de les necessitats de béns intermedis que imposava la renovada expansió de l'activitat productiva nacional.

Gràfica 8.8. Evolució trimestral de les exportacions i de les importacions de béns i serveis

Font: Elaboració pròpia a partir del IFS del FMI

Com a conseqüència d'això, el saldo de la balança comercial l'any 1995 va registrar un superàvit superior als 7.000 milions de dòlars que representava, aproximadament, el 2,5 per cent del PIB, un import que contrasta amb el dèficit d'aproximadament 18.500 milions de dòlars registrat el 1994 i que suposava el 4,4 per cent del PIB. Segons el Banco de México (1995), aquest canvi en el valor i signe del saldo comercial era atribuïble en un 73 per cent al dinamisme de les exportacions i, en menor mesura (27 per cent) a la reducció de les importacions. No només això, de l'anàlisi de les xifres que proporciona el quadre 9.8 resulta evident que quasi el 90 per cent de la correcció tan important observada al saldo de la balança per compte corrent es va originar bàsicament a la balança comercial. Amb tot, la balança de serveis també va contribuir a l'ajust, quan el dèficit de 1.955 milions de dòlars de 1994 es va transformar en un superàvit de 1.241 milions de dòlars el 1995. Per la seva part, la balança de rendes va registrar un dèficit de 12.948 milions de dòlars el 1995, un 0,5 per cent inferior a la de l'any anterior. Finalment, el saldo net de transferències fou superavitari en 3.964 milions de dòlars, una xifra molt similar a la de l'any anterior.

Quadre 9.8. Evolució del compte corrent de la balança de pagaments a Mèxic (1994-97)

<i>Milions de dòlars dels Estats Units</i>	1994	Trimestres				1995	Trimestres				1996	1997
		I	II	III	IV		I	II	III	IV		
Compte Corrent	-29.662	-6.782	-7.476	-7.908	-7.496	-1.576	-1.355	356	-450	-128	-2.529	-7.696
<i>Balança Comercial</i>	<i>-18.464</i>	<i>-4.297</i>	<i>-4.550</i>	<i>-4.794</i>	<i>-4.822</i>	<i>7.089</i>	<i>597</i>	<i>2.599</i>	<i>2.215</i>	<i>1.678</i>	<i>6.533</i>	<i>623</i>
Exportacions	60.882	13.776	15.068	15.064	16.974	79.542	18.787	19.632	20.087	21.036	96.002	110.431
Importacions	79.346	18.073	19.618	19.859	21.796	72.453	18.190	17.033	17.873	19.358	89.469	109.808
<i>Balança de Serveis</i>	<i>-2.722</i>	<i>-296</i>	<i>-637</i>	<i>-895</i>	<i>-892</i>	<i>65</i>	<i>156</i>	<i>155</i>	<i>-289</i>	<i>42</i>	<i>-94</i>	<i>-1.433</i>
<i>Balança de Rendes</i>	<i>-12.259</i>	<i>-3.000</i>	<i>-3.316</i>	<i>-3.266</i>	<i>-2.676</i>	<i>-12.689</i>	<i>-2.981</i>	<i>-3.481</i>	<i>-3.450</i>	<i>-2.778</i>	<i>-13.473</i>	<i>-12.106</i>
<i>Transferències Corrents</i>	<i>3.782</i>	<i>812</i>	<i>1.027</i>	<i>1.048</i>	<i>894</i>	<i>3.960</i>	<i>874</i>	<i>1.083</i>	<i>1.074</i>	<i>929</i>	<i>4.505</i>	<i>5.220</i>

<i>En percentatge del PIB</i>	1994	Trimestres				1995	Trimestres				1996	1997
		I	II	III	IV		I	II	III	IV		
Compte Corrent	-7,0	-1,6	-1,8	-1,9	-1,8	-0,5	-0,5	0,1	-0,2	0,0	-0,8	-1,9
<i>Balança Comercial</i>	<i>-4,4</i>	<i>-1,0</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,1</i>	<i>2,5</i>	<i>0,2</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,6</i>	<i>2,0</i>	<i>0,2</i>
Exportacions	14,4	3,2	3,5	3,7	4,0	27,7	6,9	6,7	6,9	7,2	28,8	27,5
Importacions	18,8	4,2	4,6	4,9	5,1	25,3	6,7	5,8	6,1	6,7	26,9	27,4
<i>Balança de Serveis</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,4</i>
<i>Balança de Rendes</i>	<i>-2,9</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,6</i>	<i>-4,4</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,2</i>	<i>-1,0</i>	<i>-4,0</i>	<i>-3,0</i>
<i>Transferències Corrents</i>	<i>0,9</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>1,4</i>	<i>0,3</i>	<i>0,4</i>	<i>0,4</i>	<i>0,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,3</i>

Font: Elaboració pròpia a partir de IFS del FMI.

Per tant, si bé és cert que la liberalització de les operacions del compte corrent de la balança de pagaments va contribuir a augmentar la vulnerabilitat de l'economia, també ho és que el major grau d'obertura comercial va facilitar una reactivació accelerada de l'activitat econòmica²³.

Sigui com sigui, el dèficit del saldo del compte corrent de la balança de pagaments per a 1995 era de 1.576 milions de dòlars, 28.000 milions de dòlars menor al registrat l'any anterior i reflectia l'ajust de l'economia a la reducció del flux de capitals estrangers, en un context d'escassetat de reserves internacionals. De fet, aquest inevitable ajust de l'economia l'any 1995 a la desaparició de les entrades netes de capital extern es va dur a terme mitjançant una forta caiguda de la inversió i del consum i l'augment de l'estalvi intern. De fet, la captació de l'estalvi extern va passar del 7,8 per cent del PIB el 1994 a només un 0,3 per cent el 1995. En absència d'estalvi extern, la formació bruta de capital es va haver de finançar pràcticament en la seva totalitat amb estalvi nacional brut, que representava a preus corrents un 19,2 per cent del PIB l'any 1995. Per això, davant d'aquesta restricció financera la formació bruta de capital –inclosa la variació d'existències– va caure en quatre punts del PIB, des del 23,5 per cent de 1994 al 19,4 per cent de 1995 perquè en interrompre's les entrades netes de capitals, fou impossible que la inversió continués superant l'estalvi nacional, per la qual cosa el dèficit del compte corrent va desaparèixer virtualment. Així ho testimonia el fet que, en termes relatius, el dèficit extern va passar del 7 per cent del PIB l'any 1994 al 0,5 per cent del PIB, els anys 1995 i 1996.

4.4.2. L'evolució del compte financer de la balança de pagaments

El compte financer de la balança de pagaments reflectia el procés de sortida neta de capitals de finals de 1994 i començaments de 1995. D'aquesta manera les amortitzacions de *tesobonos* per valor del 18.399 milions de dòlars i els pagaments nets a l'exterior dels bancs comercials de 4.107 milions de dòlars explicarien en bona part la sortida de capitals financers, nacionals i estrangers cap a l'exterior durant l'any 1995. Amb tot, aquest procés es va veure parcialment atenuat per entrades netes de capitals associades a la inversió estrangera directa (6.964 milions de dòlars), a la venda a estrangers de bons governamentals denominats en moneda nacional i estrangera (5.073 milions de dòlars) i a la captació de recursos externs nets per part del sector privat no bancari (3.199 milions de dòlars). Així, el compte financer registrava l'any 1995 un dèficit de 11.141 milions de dòlars, si es descompten els 26.253 milions de dòlars del Paquet Financer. Això significava que en termes nets van sortir del país, en l'interval d'un any, 25.725 milions de dòlars, aproximadament 1,2 vegades el valor del PIB de 1995.

²³ Aquesta dinàmica contrastava vivament amb el que havia succeït a Mèxic en episodis de crisi anteriors, quan l'ajust del compte corrent s'explicava fonamentalment per una caiguda dràstica de les compres de mercaderies a l'estranger.

Quadre 10.8. Compte financer de la balança de pagaments (1995-1996)

	1994		1995	
	Milions de dòlars	En percentatge del PIB	Milions de dòlars	En percentatge del PIB
TOTAL	14.584	3,5	15.112	5,3
TOTAL excloent Ajuts Financers	14.584	3,5	-11.141	-3,9
Inversió Estrangera Directa	10.972	2,6	6.964	2,4
Inversió Estrangera de Cartera	8.182	1,9	-10.138	-3,5
Mercat Borsari	4.083	1,0	519	0,2
Bons en Moneda Nacional	-2.225	-0,5	-13.859	-4,8
Tesobonos de Residents				
Externs	14.338	3,4	-16.294	-5,7
<i>Pagats en pesos</i>	<i>14.338</i>	3,4	<i>-7.345</i>	-2,6
<i>Pagats en dòlars</i>	<i>0</i>	0,0	<i>-8.949</i>	-3,1
Altres	-16.563	-3,9	2.435	0,8
Bons en Moneda Estrangera (Net)	6.324	1,5	3.202	1,1
Sector Públic	3.980	0,9	2.569	0,9
Banca Comercial	100	0,0	875	0,3
Sector Privat No Bancari	2.244	0,5	-242	-0,1
Endeutament Net	1.100	0,3	23.243	8,1
Sector Públic	-1.564	-0,4	24.784	8,6
Ajut Financer	0	0,0	26.253	9,2
<i>Banco de México</i>	<i>0</i>	0,0	<i>14.480</i>	5,1
<i>Govern Federal</i>	<i>0</i>	0,0	<i>11.773</i>	4,1
Resta	-1.564	-0,4	-1.469	-0,5
<i>Banco de México</i>	<i>-1.203</i>	-0,3	<i>-1.147</i>	-0,4
<i>Banca de Desarrollo</i>	<i>1.329</i>	0,3	<i>-315</i>	-0,1
<i>Sector Públic No Bancari</i>	<i>-1.690</i>	-0,4	<i>-7</i>	0,0
Sector Privat	2.664	0,6	-1.541	-0,5
Banca Comercial	1.471	0,3	-4.982	-1,7
Sector Privat No Bancari	1.193	0,3	3.441	1,2
Actius	-5.670	-1,3	-4.957	-1,7
Tesobonos Pagats en dòlars a Residents Nacionals	0	0,0	-2.105	-0,7
Altres	-5.670	-1,3	-2.852	-1,0

Font: Elaboració pròpia a partir de dades estadístiques del Banco de México.

Tanmateix l'evolució de les entrades i sortides de capitals financers fou molt distinta durant la primera i segona meitat de 1995. Així, al primer semestre de l'any el saldo del compte financer registrava un superàvit de 4.559 milions de dòlars, perquè les sortides netes de capitals privats van ser més que compensades amb els fons procedents del *Paquet de Rescat Financer (PAF)* rebut del FMI, del Banco Mundial, del BID i de les autoritats financeres dels Estats Units i Canadà. Si es descomptessin les entrades generades per aquests recursos, el compte financer de Mèxic hauria registrat un dèficit de 13.403 milions de dòlars, fet que proporciona una visió més precisa de la magnitud de la fugida de capitals, si es té en compte que durant tot 1994 les entrades de capitals foren de 14.584 milions de dòlars.

Però a partir de la segona meitat de l'any la situació va anar canviant paulatinament. Els avanços en el procés d'ajust macroeconòmic i financer van permetre restablir l'accés als mercats internacionals de capital. Així, durant el segon semestre de l'any les entrades netes de capitals –distintes a les aportacions d'organismes internacionals– va ser de 2.262 milions de dòlars, associades a la col·locació de distintes emissions de passius als mercats financers internacionals per part de la banca de desenvolupament, del sector privat bancari i no bancari i del Govern Federal.

Finalment, la combinació d'un dèficit per compte corrent de 1.576 milions de dòlars amb un superàvit del compte de financer –que inclou els recursos procedents del paquet de rescat financer– de 15.112 milions de dòlars, determinaven un superàvit de la balança de pagaments que va permetre acumular 9.593 milions de dòlars en reserves internacionals. D'aquesta manera, la dotació de divises del Banco de México va passar dels 6.148 milions de dòlars a finals de 1994 als 15.741 milions de dòlars de finals de desembre de 1995 (veure gràfica 9.8).

4.5. LA REACTIVACIÓ DE 1996

La recuperació econòmica que s'albirava des del tercer trimestre de 1995 es va confirmar plenament l'any 1996, de tal manera que a finals d'aquell any el PIB ja havia registrat un creixement positiu durant sis trimestres consecutius. La reactivació de l'activitat econòmica es basava, en primera instància, en l'expansió de les exportacions (18,7 per cent) causada per la depreciació real, però des de principis de 1996 ja es començaren a observar contribucions significatives al creixement de la producció de la inversió (17,7 per cent) i del consum (2,5 per cent) privats, resultat de la disminució dels tipus d'interès i la millora de les expectatives de futur. Per tant, el dinamisme de les exportacions de béns i serveis i la major demanda interna es van traduir en un creixement econòmic del 5,1 per cent l'any 1996.

Aquesta major activitat va tenir el seu reflex al mercat laboral. Segons les estadístiques del INEGI, l'augment de la desocupació va començar a revertir a partir d'octubre de 1995. La taxa d'atur va passar d'un valor màxim al mes d'agost de 1995 del 7,6 per cent a un del 4,1 per cent al desembre de 1996, de tal manera que la creació d'ocupació des del tercer trimestre de 1995 va permetre compensar la destrucció de llocs de treball que va ocasionar la crisi de 1994.

Quant a la inflació, dos anys després de la crisi canviària el creixement de preus mesurat a través de l'INPC era del 26,4 per cent, la meitat de 1995. Aquesta disminució de les pressions inflacionistes va generar també una tendència baixista dels tipus d'interès nominals i reals.

La millora de la confiança, uns tipus d'interès més baixos i la menor volatilitat canviària van configurar un marc més propici per a la inversió i l'activitat productiva. Paral·lelament, el restabliment de l'estabilitat macroeconòmica va ajudar a millorar les perspectives de futur de

L'economia mexicana i aquesta circumstància va permetre que, durant l'any 1996, el Govern mexicà captés fons, en condicions cada cop més favorables, per pagar anticipadament bona part dels crèdits d'emergència rebuts a principis de 1995 del FMI, del Govern dels Estats Units i Canadà i altres organismes internacionals.

En aquest sentit, la política pressupostària va mantenir la tònica de disciplina fiscal. El 1996 el sector públic no financer va obtenir un balanç proper a l'equilibri, com així ho certifica el fet que el dèficit econòmic de caixa fos del 0,1 per cent del PIB. D'aquesta manera, es va evitar l'aparició de pressions als mercats financers que haguessin entorpit l'ajust a la baixa dels tipus d'interès i la recuperació de la despesa privada i de la producció nacional.

La pràctica d'una política monetària restrictiva va contribuir a trencar la inèrcia inflacionista i va introduir novament al país en una dinàmica de desinflació progressiva. Així, l'evolució del diner primari o d'alta potència va seguir durant 1996 la trajectòria esperada, sempre subjecta als límits trimestrals del crèdit intern. En aquest sentit, el Banco de México va ajustar, pràcticament a diari, l'oferta de base monetària a l'evolució de la seva demanda, per la qual cosa l'orientació de la política monetària fou bastant neutral. Només en comptades ocasions el banc central va modificar les condicions de subministrament del crèdit primari per influir sobre els tipus d'interès, mantenir l'estabilitat als mercats financers i de canvis i evitar l'aparició de pressions especulatives.

La reducció de l'excessiu endeutament de les famílies i de les empreses va ser també una de les preocupacions centrals de la política econòmica durant la segona meitat de la dècada dels '90. Així l'any 1996 es va continuar desenvolupant l'ampli paquet de mesures amb la participació activa del Banco de México que perseguïen reduir els riscos del sistema financer, mantenir la confiança del públic en les institucions de crèdit i recolzar a les famílies i empreses deutores perquè poguessin fer front a les seves obligacions. Finalment, es va avançar amb el procés de reforma estructural de l'economia mexicana en aspectes estratègics per al desenvolupament econòmic del país com els ferrocarrils, ports i aeroports, telecomunicacions, transport i distribució de gas natural, administració de pensions i els aspectes processals de la legislació civil i mercantil.

5. La instrumentació de la política econòmica

El Govern va reaccionar a la crisi econòmica i financera amb polítiques molt restrictives definides, primer, al programa d'ajust econòmic AUSEE (*"Acuerdo de Unidad para superar la Emergencia Económica"*), implementat a partir del 3 de gener de 1995, i reforçat a finals del mes de març amb noves mesures contemplades al PARAUSEE (*"Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para superar la Emergencia Económica"*). En termes generals,

es tractava d'un pla de xoc integral que pretenia recuperar la credibilitat davant la comunitat internacional i fixar les bases d'un creixement econòmic ferm i sostenible. Amb aquest objectiu les autoritats econòmiques van dissenyar una estratègia que perseguia una ràpida estabilització macroeconòmica que minimitzés els efectes negatius de la restricció de liquiditat i de la fragilitat financera sobre l'economia real.

5.1. LA GESTIÓ DE LA POLÍTICA FISCAL I PRESSUPOSTÀRIA

Durant 1995, la política fiscal de Mèxic es va fixar com a objectiu incrementar l'estalvi públic per corregir la restricció financera que havia causat la sortida de capitals cap a l'exterior. Aquest canvi en l'orientació de la política fiscal era necessari, no només per estabilitzar la cotització del peso i evitar uns tipus d'interès excessivament alts, sinó també per generar recursos amb què absorbir part dels costos del programa de sanejament del sistema bancari i de recolzament als deutors (Oks i Van Wijnbergen, 1995).

Davant la disminució previsible de la recaptació impositiva –a causa de la contracció de l'activitat econòmica, a uns tipus d'interès nacionals i estrangers més alts que els anys precedents i a la tendència a la devaluació del peso–, l'augment dels ingressos tributaris passava tant per apujar els impostos indirectes i els preus i les taxes del sector públic, com per reduir selectivament la despesa de l'Estat. En aquest sentit, en el marc de la “*Alianza para la Recuperación Económica*” (ARE), el Govern de l'Estat va proposar un augment dels impostos indirectes que gravaven el consum (IVA) del 10 al 15 per cent, així com increments superiors al 7 per cent per alguns preus i tarifes del sector públic com carburants, tarifes elèctriques i de gas, ferrocarrils i aeroports²⁴.

Aquestes mesures que es van articular a través del AUSEE i, posteriorment, del PARAUSEE per bé que, en primera instància van afavorir l'escalada de la inflació com s'observa a la gràfica 7.8, a la pràctica van evitar els problemes de finançament de l'Estat en generar un superàvit primari del 5,6 per cent del PIB i un superàvit de caixa del 0,1 per cent del PIB.

Els reptes principals del Govern Federal en la gestió del deute públic van ser allargar l'estructura temporal del deute públic i restablir l'accés de l'economia als mercats financers internacionals. Amb aquesta voluntat, les autoritats econòmiques van procedir, en primer lloc, a renovar i estendre el període d'amortització de les obligacions a curt termini que vencien el 1995, especialment les denominades en moneda estrangera²⁵.

²⁴ Per esmorteir l'impacte de la política fiscal restrictiva es va decidir, entre d'altres accions, incrementar de manera urgent el salari mínim en un 12 per cent –un augment molt similar al de la inflació acumulada durant el primer trimestre de 1995–, en un intent d'indexar els salaris a la inflació per garantir el poder adquisitiu dels treballadors, però alhora, controlar les alces salarials. Aquestes mesures van acabar resultant infructuoses perquè les alces salarials van resultar insuficients com per compensar l'escalada de la inflació. I així, el poder adquisitiu dels treballadors es va moure a la baixa a mesura que la recessió s'anava aprofundint i els preus anaven en augment.

²⁵ Durant aquell any es va amortitzar el deute de curt termini denominat en moneda estrangera, *tesobonos*, per un total pròxim als 18.399 milions de dòlars.

Per altra banda, el sanejament de les finances públiques va ajudar a esvaïr les expectatives de monetització dels passius contingents de l'Estat. Aquesta circumstància va tenir un paper molt important en la reducció de la inèrcia inflacionista, la recuperació de la credibilitat de la política pressupostària i l'estabilització dels mercats de divises. Fruit dels èxits de la política fiscal i pressupostària, Mèxic va recuperar l'accés als mercats internacionals de capital a partir del segon semestre de 1995 –un període curt si se'l compara amb els set anys que va tardar Mèxic a retornar als mercats financers després de la crisi de 1982.

Quadre 11.8. Nivell d'endeutament del Sector Públic

<i>Anys</i>	Saldos Mitjans					
	<i>Milers de milions de pesos</i>			<i>En percentatge del PIB</i>		
	<i>Total</i>	<i>Intern</i>	<i>Extern</i>	<i>Total</i>	<i>Intern</i>	<i>Extern</i>
1985	27,5	7,6	19,9	58,5	16,2	42,3
1986	64,0	15,0	49,0	80,8	18,9	61,9
1987	148,1	29,5	118,6	76,7	15,3	61,4
1988	257,6	66,6	191,0	61,9	16,0	45,9
1989	301,4	99,4	202,0	55,1	18,1	37,0
1990	338,6	128,1	210,5	45,8	17,3	28,5
1991	339,6	131,3	208,3	35,7	13,8	21,9
1992	300,7	89,7	211,0	26,7	8,0	18,7
1993	274,6	61,5	213,1	21,9	4,9	17,0
1994	310,9	54,4	256,5	21,9	3,8	18,1
1995	569,5	36,4	533,1	31,0	2,0	29,0

Font: Banco de México

Com es pot apreciar al quadre 11.8, el quocient deute/PIB va passar del 21,9 per cent del PIB de 1994 al 31,0 per cent de 1995. Aquesta dinàmica, que trencava amb la tendència decreixent del saldo del deute nacional iniciat el 1989, era plenament imputable a l'augment del valor del component del deute extern que va arribar a situar-se en el 29 per cent del PIB. Aquest increment del saldo mitjà del deute extern s'explicava, d'una banda, per l'apreciació nominal del dòlar respecte el peso i, per una altra, pel major endeutament net del sector públic amb el sector exterior i del Banco de México amb el FMI.

5.2. LA NOVA ORIENTACIÓ DE LA POLÍTICA CANVIÀRIA I MONETÀRIA

Després de l'atac especulatiu de desembre de 1994, les autoritats econòmiques van decidir abandonar el sistema de bandes i permetre, de manera transitòria, la lliure flotació del tipus de canvi durant els primers mesos de 1995.

Tanmateix, a mesura que avançava l'any van anar guanyant pes les raons que aconsellaven mantenir la flotació del peso. En primer lloc, l'absència de controls de capitals convertia la defensa d'una paritat determinada en una tasca materialment impossible. Segon, la massiva

reversió del flux net de capitals de Mèxic i la migrada dotació de reserves que disposava el banc central impediè restaurar amb garanties el sistema de bandes o qualsevol altre règim que comportés fixar o acotar els moviments del tipus de canvi. A més, després d'una fugida de capitals com la que va experimentar Mèxic es feia impossible establir d'antuvi una paritat de referència (Jacobs i Rodríguez-Arana, 2003).

Malgrat la major flexibilitat del nou sistema canviari, la volatilitat de la cotització del peso respecte al dòlar va reduir-se de manera considerable durant 1996 (veure quadre 12.8), com a conseqüència d'un entorn internacional més favorable, la instrumentació d'una política fiscal restrictiva i una política monetària consistent temporalment amb l'objectiu de desinflació.

Quadre 12.8. Volatilitat de la cotització de diferents divises respecte el dòlar dels Estats Units

<i>En percentatge</i>	<i>Període (Trimestre)</i>			
	<i>1995-I</i>	<i>1995-II</i>	<i>1996-I</i>	<i>1996-II</i>
Regne Unit	10,45	7,41	5,60	6,30
Nova Zelanda	6,67	5,35	5,56	6,01
Austràlia	8,86	7,87	6,10	6,70
Finlàndia	12,85	9,13	7,43	7,28
Suècia	12,70	9,91	8,02	7,28
Canadà	5,13	5,92	3,64	3,33
Itàlia	13,97	7,22	5,97	5,73
Sud-Àfrica	5,64	2,34	13,86	7,20
Mèxic	48,56	17,60	5,99	5,31
Suïssa	16,67	12,13	7,77	8,84
Japó	14,12	14,04	8,14	7,09
Alemanya	13,87	10,89	6,28	6,87

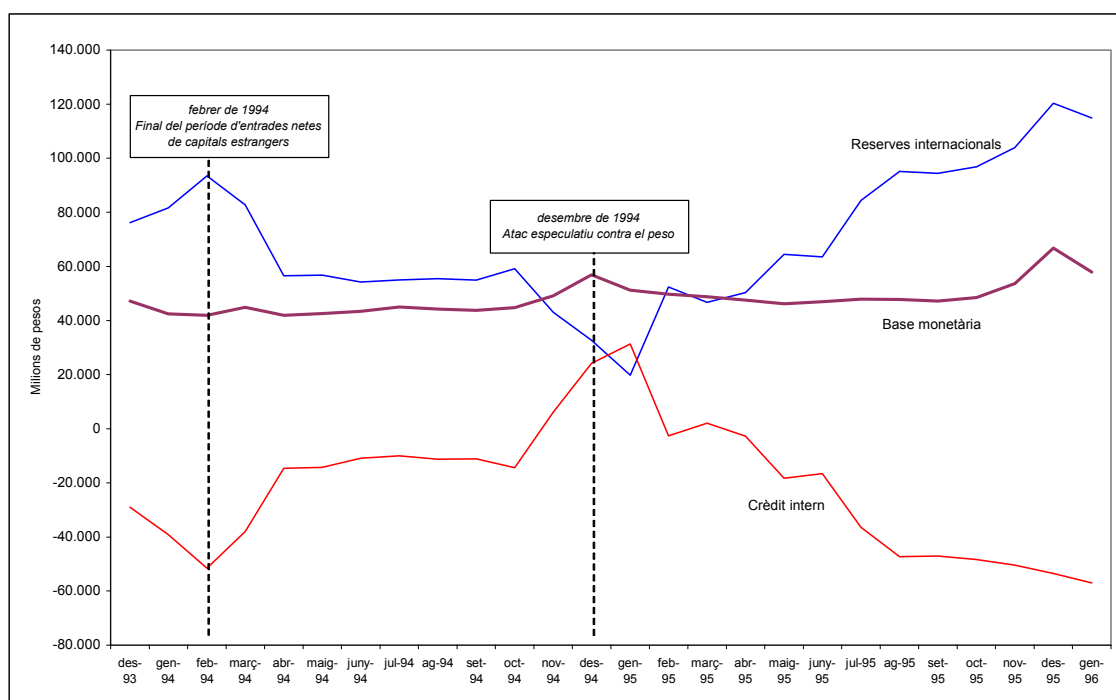
Nota: La volatilitat anualitzada es defineix com la desviació estàndard anualitzada de les variacions diàries del tipus de canvi.

Font: Banco de México.

Però com assenyala el Banco de México (1995) l'adopció definitiva del règim canviari de lliure flotació comportava profundes implicacions per la conducció de la política monetària. Per una banda, amb la lliure flotació de la moneda nacional el banc central recuperava l'autonomia en la gestió de la política monetària, doncs desapareixia la seva subordinació als moviments del tipus de canvi. Però alhora, amb l'adopció d'un règim de tipus de canvi flexible la paritat peso / dòlar Mèxic perdia el seu paper d'àncora nominal. Aquest extrem obligava al banc central a escollir una nova referència que garantís la consistència temporal de la política monetària. L'elecció del Banco de México va recaure en el control de la base monetària i, justament per això, el crèdit intern net va adquirir un paper preponderant en la formulació de la política monetària mexicana. En aquest sentit, el banc central amb l'objectiu de començar a construir l'àncora nominal va començar a fixar en 10.000 milions de pesos, el límit del creixement del crèdit intern net des de principis de 1995.

Per poder gestionar el crèdit intern amb major precisió, al mes de març, el banc central va decidir també adoptar un nou coeficient de caixa²⁶, anomenat “*encaje promedio cero*”. L'establiment d'un límit al crèdit intern net del Banco de México i l'adopció del nou esquema d'encaix introduïen un nou paradigma en la instrumentació de la política monetària. En essència, aquest canvi suposava que la política monetària que, fins aleshores, s'havia instrumentat fonamentalment a través de la manipulació dels tipus d'interès, ara passava a gestionar-se mitjançant el fixament d'objectius monetaris quantitius.

Gràfica 9.8. Evolució de la base monetària, del crèdit intern net i de les reserves internacionals



Font: Elaboració pròpia a partir de dades del Banco de México.

Malgrat aquest canvi d'estratègia, l'objectiu últim de la política monetària continuava sent l'estabilitat de preus, donat el llarg historial inflacionista de Mèxic. Per això, durant la primera meitat de 1995 els esforços de la política monetària instrumentada es van dirigir a reduir la volatilitat del tipus de canvi i evitar una depreciació excessiva, com a estratègia per abatre les pressions inflacionistes sorgides arran la depreciació del peso i, d'aquesta manera poder reduir en el futur més immediat els tipus d'interès.

Però l'intent prematur de retallar els tipus d'interès al mes de març de 1995, abans no haguessin desaparegut completament les tensions inflacionistes, va desfermar una nova ronda de devaluacions. En conseqüència, el banc central va haver de fer marxa enrera i augmentar

²⁶ Segons aquest esquema, els saldos deutors que apareixen al tancament de cada jornada en els comptes corrents de les institucions de crèdit al Banco de México, havien de ser compensats, en un termini de 28 dies, mitjançant la constitució de saldos creditors en aquests mateixos comptes, d'igual quantia. L'incompliment d'aquesta norma implicava una sanció pecuniària per al banc infractor, que es calculava sobre la base de la quantia acumulada que es devia i a uns tipus d'interès equivalents a dues vegades el tipus d'interès vigent dels *cetes* a 28 dies. Per a més detalls, veure Informe sobre Política Monetària (1995).

novament els tipus d'interès per fer front a una inflació desbocada. La combinació d'unes expectatives d'elevada inflació i la poca credibilitat de la política monetària van fer necessari la implementació de mesures més restrictives per establir el tipus de canvi, restablir la confiança i fixar les bases per a la recuperació de l'activitat econòmica. Per això, el crèdit intern net va disminuir en 77.688 milions de pesos l'any 1995, alhora que es reduïa el creixement real de la base monetària en un 7 per cent, en termes mitjans. A més, la política monetària restrictiva al propiciar, en primera instància, uns tipus d'interès nominals i reals alts en un intent d'abatre la inflació i evitar la sortida de capitals cap a l'exterior va contribuir a agreujar la restricció de liquiditat de l'economia, i molt probablement van causar una recessió més profunda.

Amb tot, tal com s'aprecia a la gràfica 9.8, els efectes de la contracció del crèdit intern sobre la base monetària es van veure parcialment compensats per l'augment de la dotació de reserves internacionals, associada a l'apreciació que va experimentar el peso a partir del mes de març de 1995; però també per la reducció de les amortitzacions netes de deute extern i a la reactivació del flux d'entrada de capitals conseqüència del renovat accés als mercats financers internacionals, i, que s'afegien als recursos del paquet de rescat financer. Aquesta circumstància va situar el crèdit al sector exterior en 87.562 milions de pesos.

En qualsevol cas, les polítiques monetàries i fiscals adoptades, la moderació salarial i la pressió negativa de la demanda van limitar la magnitud de la transmissió de la depreciació al creixement de la inflació. Així ho testimonia el fet que, entre desembre de 1994 i finals de 1995, la depreciació acumulada del peso fou del 123,4 per cent, mentre que la inflació acumulada en aquest mateix període fou de només el 53,5 per cent. Això significava que només el 62 per cent de l'augment del tipus de canvi es va traslladar a majors preus. Aquest extrem va invertir les expectatives d'inflació dels diferents agents econòmics i va moure a la baixa el creixement sostingut dels preus a partir de gener de 1996. Paral·lelament, la disminució de la inèrcia inflacionista es va traduir en una disminució paulatina dels tipus d'interès nominals i, posteriorment, dels tipus d'interès reals. Així, si durant el primer trimestre de 1995 el tipus d'interès interbancari (TIIP) a 28 dies era del 110 per cent, un any després havia declinat fins al 46 per cent i a finals de 1996 se situava en el 27,6 per cent. Els tipus d'interès reals es van moure en la mateixa direcció: en termes mitjans, el tipus d'interès interbancari real a 28 dies de l'any 1995 fou del 11,6 per cent mentre que el seu valor es va situar en un 9,4 per cent durant 1996.

5.3. POLÍTICA FINANCERA: LA REESTRUCTURACIÓ DEL SISTEMA BANCARI

L'impacte directe de la devaluació de desembre de 1994 sobre els bancs comercials fou limitat perquè, prèviament, el Banco de México havia imposat un sostre a les obligacions denominades en moneda estrangera que els bancs podien assumir.

No obstant, els efectes indirectes de la devaluació sobre la banca van ser molt perniciosos. En un context de recessió econòmica acompanyat d'uns nivells d'inflació superiors i uns tipus d'interès més elevats, el sobreendeutament de les empreses i l'impacte de l'amortització accelerada de passius amb l'exterior van donar lloc a un augment substancial de la cartera vençuda dels bancs. Així, el quocient entre la cartera vençuda dels bancs i el seu capital va passar del 20 per cent de 1990 al 93,8 per cent de 1995, mentre que l'indicador de morositat, mesurat a través de la cartera vençuda dels bancs respecte a la cartera creditícia total era del 13,1 per cent al mes de desembre de 1995, i va augmentar fins al 46,1 per cent el mes de gener de 1996. Aquestes xifres revelen com un nivell de capitalització insuficient va impedir a les institucions de crèdit absorbir aquell augment de la morositat i, aquest extrem va generar seriosos problemes de solvència a un nombre significatiu d'institucions de crèdit.

Amb la finalitat de resoldre aquest problema, les autoritats econòmiques van seguir una estratègia orientada a la protecció dels interessos dels titulars de dipòsits bancaris i el recolzament dels deutors. Per altra banda es perseguia enfortir la posició financera dels bancs a través de la seva capitalització, per d'aquesta manera reactivar la funció creditícia del sistema financer, procurant que els programes aplicats no tinguessin un impacte monetari i que el seu cost fiscal fos el menor possible. Finalment es pretenia millorar el marc regulador del sistema financer i la capacitat de supervisió bancària per reduir el risc de fallida dels intermediaris financers en el futur.

5.3.1. Unitats d'Inversió (UDIs)

La forta disminució de les entrades de capitals privats al país, combinada amb una política monetària molt restrictiva van donar lloc a un increment molt pronunciat dels tipus d'interès reals, en un context de creixent inflació.

En aquest escenari, capitals que, en condicions normals s'haguessin destinat al finançament de la inversió o el consum, van ser usats pels prestataris per amortitzar, de forma accelerada i no pactada, crèdits i així estalviar-se la major càrrega financera que es derivava d'uns tipus d'interès més alts. Òbviament, aquesta circumstància tendia a deprimir la demanda interna del país i dificultava el procés de reactivació de l'activitat productiva.

Per resoldre aquest seriós problema, al mes d'abril de 1995 es va crear un programa de reestructuració de cartera mitjançant UDIs (*"Unidades de Inversión"*), que era una unitat de compte el valor de la qual es mantenia constant en termes reals. Així, el valor del principal i dels interessos dels crèdits denominats en UDIs, principalment crèdits hipotecaris, romanien pràcticament constant en termes reals i, d'aquesta manera, s'evitava el procés d'amortització accelerada provocat per la inflació.

Amb aquesta finalitat els bancs van crear un fideïcomís per comprar la cartera reestructurada amb UDIs mitjançant l'emissió d'un bo que pagava un tipus d'interès real constant. Aquests bons van substituir la cartera reestructurada a l'actiu dels bancs. El Govern es va comprometre a adquirir una quantia determinada dels bons que servien per finançar aquells fideïcomisos i, a canvi, va emetre uns bons que pagaven un tipus d'interès variable igual al cost percentual mitjà de captació bancària.

Segons el Banco de México (1996) a finals de desembre de 1996 la reestructuració de crèdits en UDIs i altres esquemes creats per la pròpia banca ascendia a 258.500 milions de pesos.

Però per bé que aquest programa va evitar el problema de l'amortització accelerada dels crèdits en un entorn inflacionari, no va resoldre el problema inicial de què el valor dels crèdits fos superior al valor de les garanties. Aquesta situació va configurar un escenari en el que els deutors tenien pocs o nuls incentius per cobrir les seves obligacions. Per això, a mitjans de 1996 es van incloure descomptes als pagaments mensuals de crèdits ja reestructurats en UDIs que van suposar un cost fiscal que representava un 0,9 per cent del PIB del 1997.

5.3.2. Acord de Recolzament Immediat als Deutors de la Banca (ADE)

Per altra banda, al mes d'agost de 1995, les autoritats econòmiques van establir el *Acuerdo de Apoyo Inmediato a Deudores de la Banca (ADE)* destinat, per una banda, a reduir els tipus d'interès nominals actius aplicats a targetes de crèdit, crèdits al consum, crèdits a empreses, crèdits agrícoles i crèdits hipotecaris i, per una altra, a reestructurar crèdits amb un termini superior a 1 any. El ADE establia un subsidi d'1 any per als tipus d'interès aplicats a crèdits hipotecaris, al consum (béns durables i targetes de crèdit) i crèdits agrícoles. Aquest programa va beneficiar als deutors al corrent de les seves obligacions i als deutors morosos que van renegociar el seu deute. Segons el Banco de México (1995) a finals de 1996 s'havien formalitzat 1,95 milions de reestructuracions que suposaven més de 250 milions de pesos. El programa va concloure al mes de febrer de 1997 i va tenir un cost fiscal del 0,2 per cent del PIB de 1997.

Amb la finalitat de donar suport a la reestructuració dels crèdits d'empreses amb molts creditors, al mes de desembre de 1995, es va crear la *Unidad Coordinadora de Créditos Corporativos (UCABE)*, integrada per representants dels bancs, els deutors i les autoritats econòmiques. Durant 1996 es van reestructurar 31 crèdits per valor de 2.577 milions de dòlars.

Paral·lelament, es va constituir durant l'any 1996 el *Programa Complementario de Apoyo para Créditos Hipotecarios* amb la finalitat de beneficiar als deutors de crèdits hipotecaris. La condició era que aquests crèdits haguessin estat atorgats amb anterioritat al mes d'abril de 1996 i s'haguessin reestructurat en UDIS abans de setembre d'aquell mateix any. La implantació d'aquest programa es va fer necessària perquè les mensualitats dels crèdits hipotecaris reestructurats en UDIS continuaven absorbint un percentatge molt elevat dels ingressos d'un

nombre considerable de deutors. Segons la *Comisión Nacional Bancaria y de Valores*, a finals de 1996 el 84,3 per cent de la totalitat dels crèdits hipotecaris s'havien adherit al programa.

De la mateixa manera el *Programa de Apoyo al Sector Agropecuario y Pesquero (FINAPE)* i el *Programa de Apoyo a la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FOPYME)* perseguia ajudar, respectivament, als deutors bancaris dels sectors agropecuari i pesquer i a petites i mitjanes empreses. La part medul·lar d'aquest acord comportava un esquema de descomptes aplicables als pagaments.

5.3.3. *Mesures de Sanejament d'Institucions Financeres*

La reestructuració de diversos deutes a través de l'indexament via UDIs i el ADE van ser polítiques insuficients per reduir, de manera significativa, la cartera vençuda dels bancs.

L'any 1991 el Govern havia creat el FOBAPROA (*Fondo Bancario de Protección al Ahorro*) com a institució que actuava com a assegurança per a possibles contingències que poguessin afectar a alguna institució bancària. Els bancs aportaven recursos de manera regular a aquest fons, que permetien la capitalització dels bancs al llarg del temps. Però en esclatar la crisi, els recursos del fons van resultar insuficients per rescatar a la pràctica totalitat de les institucions bancàries. Per això, el *Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE)* estableix que el capital que aportessin els accionistes dels bancs seria completat per una compra de cartera per part de FOBAPROA igual a 2 vegades l'import de la seva participació. Els bancs seleccionaven la cartera que venien al FOBAPROA –generalment la de menor qualitat– qui a canvi els lliurava un pagaré a 10 anys i a un tipus d'interès igual al rendiment que proporcionaven els *cetes* a 91 dies.

Des de 1995 el Govern Federal va adquirir, a través del FOBAPROA, una cartera bruta per valor de 363.000 milions de pesos. El 40 per cent d'aquesta quantia es corresponia amb bancs intervinguts per part de la CNBV (*Comisión Nacional de Banca y Valores*) mentre que, el 60 per cent restant corresponia al programa de capitalització permanent que s'estimava en un 8,3 per cent del PIB. Com a conseqüència d'aquest procés de reestructuració de la banca, dels 18 bancs privatitzats el 1991, l'any 1997 només 8 continuaven estant controlats pels accionistes originals. De fet, un total de 12 bancs mitjans i petits van haver de ser intervinguts entre 1995 i 1997 i, per això, la CNBV va propiciar acords per traspasar parcial o totalment actius i passius dels bancs intervinguts a d'altres institucions de crèdit²⁷.

²⁷ Així la xarxa de sucursals i passiu tradicional de la Banca Cremi i de la Banca Oriente van ser venuts al BBV; Promex va comprar la xarxa de sucursals i tots els actius fixos i els passius de captació de Banco Unión, tot gestionant el cobrament de la seva cartera en poder de FOBAPROA; Afirme va comprar les sucursals de Banco Obrero; i Banco del Atlántico les del Banco Interestatal i les del Banco del Sureste. El Banco Santander va quedar-se amb el 51 per cent del capital de Banco Mexicano; Banorte el 100 per cent de Banco del Centro i el 81 per cent de Banpais mentre que, Citibank va adquirir la majoria d'accions de Banca Confia. Finalment, Bank of Nova-Scotia va comprar el 10 per cent del Grupo Financiero Inverlat i obligacions convertibles que li donaven opció a incrementar la seva participació de capital fins al 55 per cent l'any 2000.

5.3.4. Programa de capitalització bancària

La devaluació del peso va augmentar dràsticament el valor en moneda nacional dels crèdits bancaris denominats en moneda estrangera, i aquest extrem va precipitar que en algunes institucions financeres el coeficient capital/actius se situés per sota del mínim que fixava la normativa. Aquesta circumstància, unida a les noves disposicions sobre constitució de reserves preventives introduïen la necessitat de recapitalitzar algunes institucions de crèdit.

Per això, al mes de març de 1995 es va crear el *Programa de Capitalización Temporal (PROCAPTE)* perquè els bancs comercials disposessin d'un període de temps prudencial per captar capital, pagar el seu deute i complir amb el coeficient de capitalització mínim del 8 per cent respecte els actius de risc. En particular, els bancs comercials van emetre obligacions amb pacte de recompra i subordinades a la conversió obligatòria en capital en un mínim de 5 anys que el banc central va adquirir amb els fons del FOBAPROA.

El mecanisme de finançament atorgava un termini màxim de 5 anys a les entitats de crèdit per accedir a fonts alternatives de capital en un entorn econòmic més favorable i, d'aquesta manera, poder recomprar les obligacions emeses. El rendiment de les obligacions era el mateix que el cost dels fons del FOBAPROA. Per evitar l'expansió del crèdit intern, els bancs comercials havien de dipositar aquests recursos al Banco de México. Un total de 5 bancs comercials van obtenir recolzament a través del PROCAPTE. Els crèdits atorgats a l'empara d'aquest programa van assolir un màxim de 7.000 milions de pesos al mes de juny de 1995. Però a finals d'agost, l'import s'havia reduït a quasi a la meitat, 3.633 milions de pesos. El mes de juliol de 1997 els bancs comercials havien amortitzat totalment aquestes obligacions.

5.3.5. Subministrament de liquiditat en moneda estrangera

Aquestes accions es van completar amb la creació, al mes de gener de 1995, d'una "*finestreta de liquiditat*" en dòlars al banc central per als bancs comercials, amb la finalitat de garantir el compliment de les seves obligacions en moneda estrangera. A través d'aquest programa es va proporcionar liquiditat immediata de divises a un total de 17 bancs comercials. El volum de crèdits va assolir el seu punt màxim a principis del mes d'abril de 1995, arribant als 3.900 milions de dòlars. Per incentivar el retorn accelerat d'aquests crèdits, el Banco de México va aplicar uns tipus d'interès elevats. Així, el mes de setembre de 1995 els bancs comercials havien reemborsat en la seva totalitat els recursos disposats. Aquest programa no va afectar la base monetària, doncs per al banc central només representava una substitució d'actius.

5.3.6. *Enfortiment del marc regulador*

La conjuntura recessiva dels primers mesos de 1995 suposava un marcat deteriorament de la liquiditat i solvència de les institucions creditícies, per la qual cosa les autoritats econòmiques van procedir a establir mesures prudencials que permetessin als bancs fer front a pèrdues eventuais. En aquest sentit, cap a finals del mes de febrer de 1995 es va establir un sistema més estricte de constitució de reserves per a crèdits. El nou sistema exigia que les institucions constituïssin reserves preventives, equivalents al 60 per cent de la cartera vençuda o del 4 per cent de la cartera total. Com a conseqüència d'aquesta normativa prudencial es van fer encara més evidents les necessitats de recapitalització de la banca comercial.

També al mes de març de 1995 es van dur a terme reformes legals que permetien una major participació estrangera als bancs comercials mexicans. En aquest sentit, el límit a la participació estrangera en les accions de control va augmentar a nivell del sistema bancari del 6 al 25 per cent, a nivell d'entitat de crèdit del 30 al 49 per cent i a nivell d'accionista individual del 1,5 per cent al 6 per cent. Finalment, el 1995 també es van fusionar en una sola entitat la *Comisión Nacional Bancaria (CNB)* i la *Comisión Nacional de Valores (CNV)* donant lloc a la *Comisión Nacional de Banca y Valores (CNBV)*.

5.3.7. *El cost del programa de reestructuració del sistema bancari*

Existeix una gran controvèrsia sobre quin ha estat el cost per l'erari públic del rescat. Amb tot al quadre 13.8 es presenta una estimació dels costos per l'Estat derivats del rescat del sistema financer mexicà. Com es pot comprovar, el valor actual dels diferents programes de sanejament analitzats era de 181.300 milions de pesos, equivalent a un 8,01 per cent del PIB de 1995. Donada la magnitud de la despesa, la política fiscal va haver d'absorbir al llarg del temps els costos del programa de sanejament bancari i de recolzament als deutors.

Quadre 13.8. Estimació del valor actual del cost per l'Estat dels programes de sanejament financer

<i>Milions de pesos</i>	<i>Valor actual del Cost Total</i>	<i>En percentatge del PIB</i>
<i>UDIs Original</i>	21,6	0,95
<i>UDIs Complementari Habitatge</i>	27,2	1,20
<i>ADE</i>	13,4	0,59
<i>FOBAPROA</i>	48,4	2,14
<i>Programes de Capitalització</i>	35,0	1,55
<i>Concessions d'Autopistes</i>	14,1	0,62
<i>Crèdits Agrícoles i pesquers</i>	14,2	0,63
<i>Programa petita i mitjana empresa</i>	7,4	0,33
TOTAL	181,3	8,01

Font: Banco de México (1997).

C. Conclusions

En el decurs de 1994 Mèxic es va veure afectat per xocs externs –l'alça dels tipus d'interès als Estats Units– i un seguit de pertorbacions de caire intern –l'assassinat del candidat Colosio i altres escàndols polítics– que van provocar, a partir del mes de març de 1994, una disminució progressiva de les entrades de capitals que, fins aleshores, havien estat fluïnt cap al país. Aquesta circumstància van convertir la sobrevaloració del peso i el dèficit per compte corrent de Mèxic, que fins aleshores eren assumibles, en un problema de primera magnitud que s'havia d'ajustar ràpidament.

Per aconseguir-ho Mèxic comptava, bàsicament, amb dues opcions, cap de les quals semblava massa atractiva: la desinflació competitiva o la devaluació nominal del peso. Devaluar el peso era possiblement la millor opció, donat el cost de la primera alternativa. La consecució de la desinflació competitiva, a través d'una política monetària restrictiva, requeria forçar la deflació de preus i salaris mitjançant una recessió econòmica, i, la taxa d'atur resultant podia ser econòmicament molt costosa i políticament inacceptable. A més, la posició deutora neta d'empreses i famílies i l'excessiu endeutament de les entitats bancàries limitaven el marge de maniobra del banc central a l'hora d'usar les alces dels tipus d'interès com a instrument corrector.

Tanmateix, el Govern temia que l'*overshooting* del tipus de canvi fomentés una espiral inflacionista que comprometés l'estabilitat macroeconòmica i la credibilitat del seu programa reformador, i afectés molt negativament la confiança dels inversors. A més, la proximitat de les eleccions presidencials del mes d'agost de 1994 i el temor al descontentament general que podia causar entre la població una gran depreciació –com ja havia succeït el 1976 i el 1982– feien que els riscos polítics associats a la devaluació fossin superiors als beneficis econòmics que se'n podien esperar. Finalment, la fragilitat del sistema financer nacional i la incertesa sobre l'impacte que la flotació del peso podia causar en el contingent de capitals a curt termini, que havia aparegut a l'economia mexicana arran de la liberalització financera de principis dels '90, eren arguments addicionals que condicionaven la possibilitat d'abandonar el sistema de "*banda mòbil*".

Emparades per una aparent calma als mercats financers, les autoritats econòmiques van acabar apostant per una "*tercera via*" a l'hora de gestionar el "*trade-off*" entre la voluntat de mantenir el règim canviari i la necessitat de devaluar per corregir l'apreciació real del peso i el dèficit per compte corrent. Aquesta alternativa consistia en apujar lleugerament els tipus d'interès i no devaluar per beneficiar-se de la credibilitat que, aparentment, reportava respectar el compromís

canviari vigent, tot esterilitzant les intervencions del banc central als mercats de divises per evitar la contracció de la base monetària.

Però paradoxalment, no devaluar va acabar precipitant el col·lapse del sistema canviari, perquè des de l'assassinat de Colosio al mes de març de 1994, el sistema de "*banda mòbil*" de Mèxic havia quedat desvirtuat i, a la pràctica, operava com un règim de tipus de canvi fix; només la banda alta era rellevant, després que la gran depreciació del peso situés el tipus de canvi respecte al dòlar a la frontera de la zona objectiu. Aquesta circumstància subordinava, completament, la política monetària a la defensa del límit de depreciació i eliminava la flexibilitat, que fins aleshores, proporcionaven les bandes de flotació.

La desaparició d'aquest marge de maniobra obligava al banc central a realitzar, quasi diàriament, intervencions marginals als mercats de divises. Aquestes intervencions, contràriament al que es podia esperar, tendien a alimentar el flux de sortida de capitals perquè la disminució de les reserves internacionals minava la capacitat d'intervenció del banc central i per extensió la credibilitat de la banda alta de flotació. Aquest extrem feia que el règim canviari, que fins aleshores havia estat un element clau en la desinflació de l'economia, perdés les seves bondats i esdevingués una font d'inestabilitat per al país.

D'aquesta manera, els mecanismes de correcció dels desequilibris es van veure sistemàticament avortats per aquesta solució intermèdia: no es devaluava, però tampoc no s'administrava una política monetària o fiscal prou contractiva com per restringir la demanda interna. I en ajornar permanentment qualsevol d'aquestes dues decisions i deixar que la cobertura de la necessitat de finançament exterior fos suportada per les reserves internacionals, el Govern va augmentar –no pas disminuir– les expectatives de devaluació. Les intervencions als mercats de divises en defensa de la banda alta i, a partir del tercer trimestre de 1994, l'expansió excessiva del crèdit intern net van retroalimentar el procés de disminució de reserves internacionals i de sortida de capitals.

Juntament amb la política d'esterilització i l'alça dels tipus d'interès, la principal resposta del Govern de Mèxic, en matèria de política econòmica, a les pressions sobre el tipus de canvi fou la substitució dels títols de deute públic a curt termini denominat en pesos per bons denominats en dòlars el valor del qual, aparentment, no estava afectat pels moviments del tipus de canvi. Aquesta conversió, destinada a reduir la volatilitat als mercats de divises i reforçar la confiança dels inversors, va contribuir a augmentar la fragilitat financera de l'economia mexicana, perquè l'increment del deute denominat en dòlars unit a la disminució de la dotació de divises augmentava la probabilitat d'una manca de liquiditat del Govern i exposava al país a una situació de "*pànic financer*".

Possiblement per això els mercats esperaven la devaluació en qualsevol circumstància i, en conseqüència, el cost de defensar el sistema de bandes resultava cada vegada més costós, tal

com plantegen els models de “segona generació”. I així, la possibilitat que el règim canviari de Mèxic pogués ser abandonat en un futur immediat i la incertesa sobre la capacitat de l’economia per atendre les seves obligacions a curt termini en moneda estrangera van esdevenir profecies que van acabar per “autocomplir-se”.

L’anunci de la devaluació, en un 15 per cent a finals del mes de desembre de 1994, suposava una renúncia implícita al sistema canviari que va precipitar un atac especulatiu contra el peso i va reduir a la mínima expressió les reserves internacionals.

La combinació d’una migrada dotació de divises i un nivell elevat d’endeutament a curt termini van precipitar una situació de “pànic financer” perquè el Banco de México no podia cobrir els passius en moneda estrangera ni actuar com a “prestamista d’última instància”.

Per això, la crisi canviària de desembre de 1994 va desembocar en una profunda crisi financera l’any 1995, caracteritzada per l’alça dels tipus d’interès, la caiguda de les cotitzacions borsàries i l’esfondrament del tipus de canvi del peso, quan les expectatives d’insolvència van moure als inversors a no renovar les seves posicions en crèdits i dipòsits, accions i bons. Aquesta decisió va impedir refinançar el deute que vencia, de tal manera que el Govern va esdevenir il·líquid, “validant” les expectatives inicials dels inversors. La restricció de liquiditat de l’Estat es va fer extensiva a la resta de l’economia a través del sistema bancari i va afectar greument el creixement econòmic del país.

Però paradoxalment, les causes que havien propiciat la fragilitat de l’economia mexicana i que expliquen la severitat de la crisi canviària i financera de 1995 van ser també els factors que van propiciar una ràpida recuperació de l’activitat econòmica de 1996.

Així, inicialment, la supressió de les barreres al comerç exterior va donar lloc a un augment molt significatiu de les importacions i l’aparició d’un dèficit exterior creixent, que fou un dels elements desencadenants de la crisi de 1994. Però alhora, l’obertura al comerç internacional va establir les bases del desenvolupament posterior, en fer que les exportacions augmentessin la seva importància relativa en l’estructura econòmica de Mèxic. Aquest creixement de la demanda externa es va traduir, també, en una major diversificació geogràfica i funcional del comerç extern durant la dècada dels ’90 i, aquesta circumstància va fer de l’economia del país menys dependent de les exportacions de petroli i d’altres recursos naturals. De fet, el creixement de les exportacions de manufactures, especialment les adreçades a la zona NAFTA, va esdevenir el motor de l’economia i el factor de recuperació, després de l’atac especulatiu de 1994 i la crisi de 1995.

De la mateixa manera, la liberalització del sistema financer nacional i del compte de capitals va augmentar la vulnerabilitat de Mèxic a una situació de “pànic financer”, en facilitar l’aparició d’un contingent de fons a curt o molt curt termini denominats en moneda estrangera, que en

absència de controls de capitals, podia fugir precipitadament davant qualsevol canvi d'expectatives i causar una restricció de liquiditat molt severa –com així va succeir–. En aquestes condicions, l'ajuda financera internacional i la disposició del Govern de Mèxic a atendre les seves obligacions en dòlars va deixar oberta la porta dels mercats de capitals. Així, el manteniment de l'obertura dels mercats de capitals, després de la crisi, va resultar un aspecte determinant per a la ràpida recuperació de les entrades de capitals privats, especialment de la inversió directa estrangera, que van permetre la reactivació de la inversió i del consum mexicans.

Per això, a pesar de les dificultats econòmiques generades per la severa recessió econòmica que va seguir a la crisi financera –el PIB en termes reals va disminuir en un 6,2 per cent l'any 1995– el Govern va tenir èxit en la seva tasca per refer l'estabilitat macroeconòmica. L'efecte pro-competitiu associat a la depreciació del peso, combinada amb una política econòmica restrictiva i una certa política de rendes però, sobretot, l'assistència financera del FMI, els Estats Units i Canadà van possibilitar que el Govern pogués continuar atenent el servei del deute i recuperés amb relativa rapidesa l'accés als mercats de capitals internacionals. A partir d'aleshores, el creixement mitjà entre 1996 i l'any 2000 fou del 5,2 per cent.

La recuperació de l'economia mexicana de la crisi canviària de 1994 i la crisi financera de 1995 contrasta poderosament amb la trajectòria que va seguir l'economia durant els anys posteriors a la crisi del deute de 1982. Així, després de la suspensió de pagaments de 1982, la imposició de controls de canvis i el rebuig implícit al pagament d'una part considerable dels comptes en dòlars als bancs mexicans va fer que els capitals privats internacionals tardessin molt de temps a retornar al país, la qual cosa va alentir el procés de recuperació econòmica. De fet, l'activitat productiva l'any 1983 va caure un 4,2 per cent i durant els cinc anys posteriors el creixement mitjà registrat fou del 1,4 per cent.