

INESTABILIDAD Y FRAGILIDAD FINANCIERA DEL PESO MEXICANO

ALICIA GIRÓN GONZÁLEZ*

“The death of money has also splintered the world into two economies. The smaller of the two economies. I call the ‘real economy’. That is where products are made, trade is conducted, research is carried out, and services are rendered. ... The other economy, the ‘financial economy’, is somewhere between twenty and fifty times larger than the real economy. It is not the economy of trade but of speculation. Its commerce is in financial instruments. Mostly, it is concerned with the exchange of equities, such as stocks, and securities, such as bonds and other forms of debt. The latest and largest type of debt that the financial economy trades, from a technical standpoint, is money. Unlike the real economy, the financial economy has been undergoing something of an investment boom for more than two decades. And while its ultra-high-tech infrastructure straddles the globe and moves several trillion dollars a day between the major and minor ‘nodes’ on the network, it is largely unregulated. Few people realize that money, in the traditional sense, has met its demise. Fewer still have pause to reflect on the implications of that fact.”

JOEL KUTZMAN, *The Death of Money*, Little Brown and Company, 1993.

RESUMEN

Este trabajo tiene como objetivo analizar los distintos elementos que explican la debilidad del peso mexicano y también las dificultades crecientes de las autoridades monetarias locales para mantener una política cambiaria estable que evite la fragilidad y quiebra del sistema financiero local. Las causas de la fragilidad e inestabilidad monetaria son estructurales y difícilmente pueden garantizar una fortaleza del sistema monetario nacional.

* Directora del Instituto de Investigaciones Económicas de la UNAM, perteneciente al Sistema Nacional de Investigadores, miembro de número de la Academia Mexicana de Economía Política. Miembro fundador de la Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Económico Celso Furtado. Responsable del proyecto *Divisas regionales, moneda y crédito en las transformaciones de las estructuras financieras* y corresponsable del proyecto *La enseñanza de la economía financiera en el núcleo terminal de la licenciatura en economía*; ambos con financiamiento de la Dirección General de Asuntos del Personal Académico de la Universidad Nacional Autónoma de México. La autora agradece el apoyo brindado para la elaboración de este ensayo de los becarios licenciados Roberto Soto y Martín Peña.

Finalmente, se presentan las opciones para alcanzar una política cambiaria estable que impulse un crecimiento económico sostenible en México. El riesgo cambiario siempre presente de la divisa mexicana ha conducido a la propuesta de “dolarizar” y establecer un consejo monetario, pero ninguna de esas propuestas es la solución a las crisis sistémicas que constantemente amenazan el sistema financiero.

FINANCIAL INSTABILITY AND FRAGILITY OF THE MEXICAN PESO

This paper seeks to analyze the various factors that explain the weakness of the Mexican peso, as well as the growing inability of local monetary authorities to maintain a stable exchange policy that will prevent the fragility and collapse of the local financial system. The cause of monetary fragility and instability are structural, meaning that it is difficult to guarantee a strong, national, monetary system. Finally, the article suggests possible ways of achieving a stable, monetary policy that will encourage sustainable economic growth in Mexico. The ever-present exchange risks of Mexican currency has led to calls to “dollarize” the economy and establish a monetary board, yet neither of these proposals is the solution to the systemic crises that continually threaten the financial system.

INSTABILITÉ ET FRAGILITÉ FINANCIÈRE DU PESO MEXICAIN

L'étude a pour objet d'examiner les différents éléments expliquant la faiblesse du peso mexicain ainsi que les difficultés de plus en plus grandes qu'éprouvent les autorités monétaires locales à maintenir une politique des changes stable évitant la fragilité et la défaillance du système financier local. Les causes de la fragilité et de l'instabilité monétaires sont d'ordre structurel et peuvent difficilement garantir un renforcement du système monétaire national. Finalement sont présentées les options permettant d'arriver à une politique des changes stable stimulant une croissance économique durable au Mexique. Le risque de change constant de la devise mexicaine a fait naître l'idée de “dollari-ser” et d'établir un conseil monétaire, mais aucune de ces propositions ne constitue la solution aux crises systémiques qui ne cessent de menacer le système financier.

La fragilidad de la moneda radica principalmente en la estructura productiva que se ve reflejada en la balanza de pagos. El sector externo limita constantemente la expansión económica ante las continuas

devaluaciones del tipo de cambio.¹ En este artículo se pretende analizar los renglones de la balanza de pagos: la balanza comercial (exportaciones e importaciones); la balanza en cuenta corriente y la balanza de capital; las reservas monetarias; los indicadores de rentabilidad de la banca comercial frente a otros indicadores bancarios; la integración de los mercados financieros y la dependencia cada vez mayor de la política monetaria mexicana respecto a Estados Unidos, sin dejar de lado las propuestas y las conclusiones.

BALANZA COMERCIAL

En México no se ha desarrollado *una base económica autocrizada y crecientemente productiva*, capaz de generar las exportaciones necesarias para financiar sus importaciones. Desde el periodo de posguerra, la inversión productiva tiene un alto contenido de importaciones en maquinaria, equipo e insumos, condición que se acompaña de pronunciados descensos cíclicos en los precios de las exportaciones.

Durante 1970, las exportaciones ascendieron a 1 348 millones de dólares y las importaciones a 2 238 millones. La tendencia a una mayor importación se revierte a partir de 1982 cuando las exportaciones fueron de 21 230 millones de dólares y las importaciones de 14 435 millones de dólares. En el periodo 1982-1988, las exportaciones son mayores que las importaciones; a finales de 1988 las exportaciones ascendieron a 20 566 millones de dólares y las importaciones a 18 898 millones. La subvaluación del tipo de cambio en estos años estuvo orientada a permitir el proceso de liberalización comercial y financiera. En el periodo 1989-1994 el valor de las importaciones supera al de las exportaciones, y cuando estalla la crisis financiera a fines de 1994 el déficit comercial alcanza los 18.5 mil millones de dólares, con la subsecuente depreciación del peso; se abaratan las exportaciones y se contrae el crédito externo, por lo que se vuelve a tener un periodo superavitario en la balanza comercial, situación que se revierte a finales de los noventa.

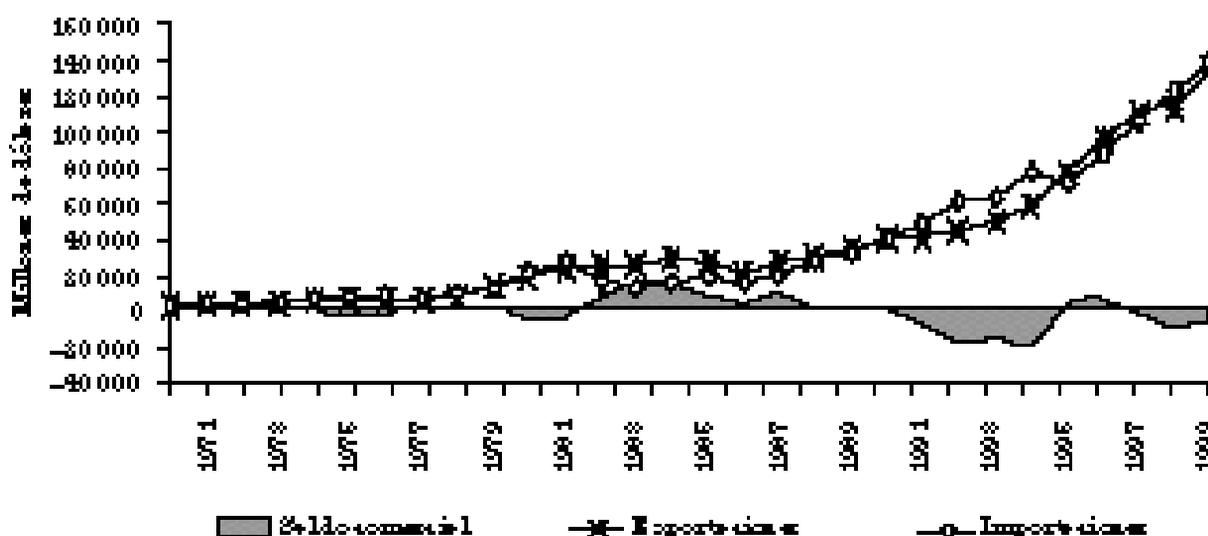
Al pasar del modelo de sustitución de importaciones al de apertura comercial, acelerado con la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, la liberalización del comercio genera un creciente volumen de exportaciones, pero también una demanda creciente de importaciones, lo que trae como consecuencia déficit comerciales; nuevamente el proceso productivo genera que

1 Luis Miguel Galindo y Carlos Guerrero, "Factores determinantes de la balanza comercial de México, 1980-1995", *Comercio Exterior*, vol. 47, núm. 10, Banco de Comercio Exterior, octubre de 1997, p. 789.

un creciente volumen de las exportaciones tenga un elevado componente de importaciones. Esta debilidad en el aparato productivo local ha conducido desde la década de los setenta a que empresas y empresarios busquen mantener posiciones líquidas en moneda extranjera, y más aún con la presencia del círculo vicioso de debilidad y devaluación del peso, busquen diversificar sus mercados, elevar sus saldos en moneda extranjera, e incluso salvaguardar sus activos de las periódicas devaluaciones.

La liberalización comercial emprendida por México en la segunda mitad de los años ochenta impide a las autoridades financieras locales frenar las importaciones cuando se acumula cierto nivel de sobrevaluación cambiaria derivada de una importante entrada de capitales externos al mercado financiero local. Tal fue el caso de los años 1991-1993, cuando el volumen de las privatizaciones, así como los diferenciales en las tasas de interés locales, atraían una masa importante de capitales que a su vez elevaban las reservas monetarias del Banco de México. En 1991 las reservas totales menos oro fueron de 17 726 millones de dólares y en 1993 ascendieron a 25 110 millones. La opción de las autoridades fue frenar el crecimiento económico (contrayendo el gasto público y elevando las tasas de interés). Pero ni el menor crecimiento logró frenar el aumento de las importaciones y el incremento del déficit en la balanza comercial y eventualmente en la cuenta corriente (véase gráfica 1).

GRÁFICA 1
EXPORTACIONES, IMPORTACIONES Y SALDO COMERCIAL
(Millones de dólares)



FUENTE: Banco de México, *Informe Anual*, varios números.

BALANZA EN CUENTA CORRIENTE

En los últimos años el modelo de desarrollo económico ha estado sustentado en la apertura de la cuenta de capital, para compensar, a través de la inversión extranjera directa y de cartera, la insuficiencia de las divisas necesarias tanto para el posicionamiento en el extranjero de empresas y patrimonios locales, como para sostener los flujos de ingreso de las colocaciones de intermediarios extranjeros en el mercado local, así como la elevación en términos reales de los intereses generados por los pasivos contratados, lo cual se traduce en los déficit en cuenta corriente. En el periodo 1978-1983 el déficit en cuenta corriente pasó de 3 171 millones de dólares a 5 866 millones y en 1988-1994 de 2 374 millones de dólares a 29 418 millones. En 1995-2000, después de la contracción que significó la devaluación del peso, se recupera la tendencia a un creciente déficit en cuenta corriente. Al analizar la balanza en cuenta corriente y la de capital se hace evidente la dependencia del flujo de capitales externos a fin de solventar los intereses de los pasivos contratados en el exterior, las corrientes de ingreso generadas por los capitales invertidos en el país, ya sea inversión directa o de cartera, así como la expansión extranjera de empresas y patrimonios locales. Técnicamente el saldo en la balanza en cuenta corriente significa el componente de ahorro externo de la economía, aunque ello no signifique necesariamente incremento en la disponibilidad de recursos para la inversión productiva. A pesar del esfuerzo del gobierno del presidente Zedillo por reducir significativamente el déficit en cuenta corriente y la dependencia del ahorro externo, metas plasmadas en el Plan Nacional de Desarrollo, el déficit, lejos de disminuir, aumentó de 7 748.4 millones de dólares en 1997 a 15 957.7 millones en 1998. En 1999 descendió ligeramente a 14 012.7 millones de dólares (véase gráfica 2).

GRÁFICA 2
CUENTA CORRIENTE Y CUENTA DE CAPITAL
(Millones de dólares)



FUENTE: Banco de México, *Informe Anual*, varios números.

BALANZA EN CUENTA DE CAPITAL

En la gráfica 2, al relacionar el déficit en cuenta corriente y la cuenta de capital, se advierte cómo el aumento de las exportaciones atrae un mayor componente de importaciones; a su vez, en una economía abierta se genera una mayor demanda agregada por el propio efecto multiplicador del crecimiento del producto, que se manifiesta en mayores importaciones de bienes de consumo y de bienes intermedios y de capital. El ahorro externo es de vital importancia para poder saldar los pasivos con el exterior, generar liquidez para enfrentar las importaciones y atraer inversiones en el área productiva. Durante el modelo de sustitución de importaciones, el capital del exterior fue el medio utilizado para financiar el desarrollo. En el modelo de apertura, el renglón de la cuenta de capital ha servido como variable estabilizadora para enfrentar los pasivos con el exterior, pero ha provocado bruscas devaluaciones y crisis como la de 1994-1995.

Las reservas monetarias han estado aumentando desde la crisis de finales de 1994 y principios de 1995, y su recuperación se debe en primera instancia a los créditos concedidos a raíz de la crisis y que fueron otorgados por la banca comercial, la Reserva Federal de Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional. Los préstamos de este último pasaron a constituir el respaldo de las reservas brutas del Banco de México, como se deduce de la siguiente cita:

Cabe recordar que a raíz de la crisis económica a la que se vio sometido el país a finales de 1994, las autoridades mexicanas negociaron un Paquete de Apoyo Financiero de emergencia durante los primeros meses de 1995. Los recursos obtenidos provinieron tanto de organismos internacionales (Fondo Monetario Internacional, Banco Interamericano de Desarrollo y Banco Mundial) como de las autoridades financieras de Estados Unidos y Canadá. El monto total de recursos a disposición del país mediante este paquete ascendió a 51 637 millones de dólares, de los cuales se usaron 28 636 millones de dólares. De este último monto, a finales de 1997 ya se habían amortizado 16 191 millones de dólares.²

Durante los años setenta, caracterizados por una gran disponibilidad de crédito, México, como otros países, elevó sustancialmente sus pasivos externos. Cuando a partir de 1979 aumentaron las tasas de interés estadounidenses, la disponibilidad de crédito para el refinanciamiento descendió y se encareció; en consecuencia, estalló la crisis de la deuda externa en 1982 y en el curso de diez meses el peso experimenta una devaluación de 300 por ciento. De 1980 a 1982

² Banco de México, *Informe Anual 1997*, p. 220.

la deuda externa pasa de 57 378 millones de dólares a 86 019 millones; en ese mismo periodo, el servicio de dicha deuda aumenta de 10 962 millones de dólares a 15 684 millones y los intereses de 6 068 millones de dólares a 11 153 millones.

De 1983 a 1989 la deuda externa se mantiene constante, en parte por las re-negociaciones en el marco del Plan Baker y, posteriormente, del Plan Brady;³ el servicio de la deuda externa oscila alrededor de 15 mil millones de dólares anuales. De 1990 a 1994 la deuda externa aumentó de 104 442 millones de dólares a 140 006 millones y en 1995 llega a 166 104 millones. El servicio de la deuda externa fue en 1996 de 40 786 millones de dólares.

La cotización cambiaria depende en gran medida de las condiciones más o menos favorables en los mercados financieros internacionales para refinanciar los vencimientos de la deuda externa y enfrentar el pago de intereses o bien para capitalizarlos. En este punto, no existe diferencia alguna de si esta deuda se contrajo como crédito sindicado o mediante la colocación de bonos.

A partir de 1989, la disponibilidad de divisas depende de los flujos de capital privado que ingresan vía el mercado de valores; su disposición y costo (tipo de cambio y tasa de interés) dependen de las expectativas y decisiones de los intermediarios financieros extranjeros que operan en el mercado local. Ello en particular, porque los bancos locales con grandes problemas en la gestión de sus activos y en quiebra técnica, no cuentan con las condiciones para proveerse de divisas, en virtud de su elevado nivel de pasivos en moneda extranjera, sin contrapartida en activos con remuneración en dólares (*currency mismatching*).

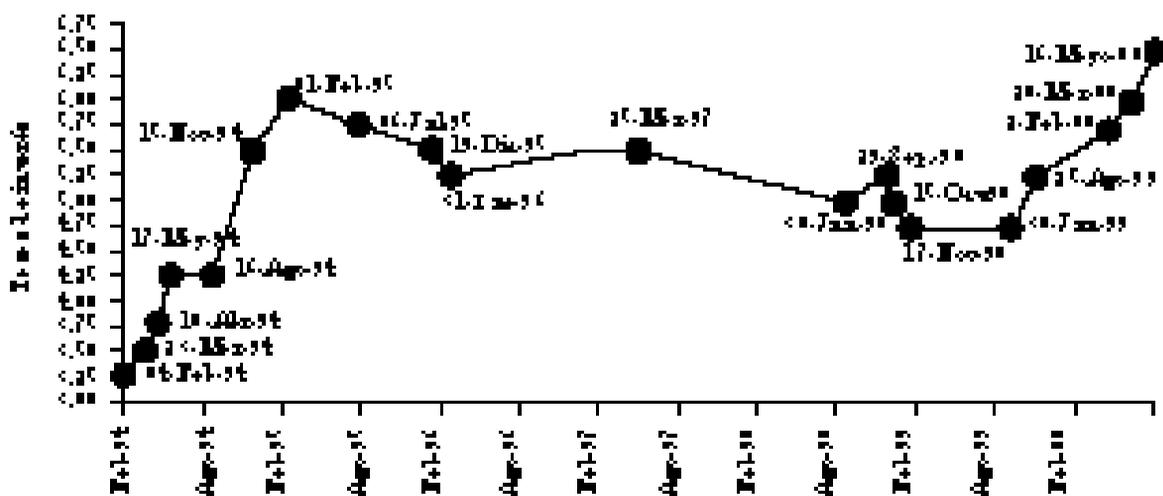
Así, la posición del peso depende cada vez en mayor medida de la evaluación que los intermediarios financieros extranjeros hagan sobre la capacidad de continuar refinanciando pasivos, de la ampliación o reducción del número de inversionistas extranjeros en el mercado financiero local, del nivel de las tasas de interés y del volumen esperado en futuras e inmediatas privatizaciones o fusiones bancarias e industriales, y particularmente, de las posibilidades de ampliación en el posicionamiento local de intermediarios financieros extranjeros.

3 Alicia Girón, *Fin de siglo y deuda externa. Historia sin fin: Argentina, Brasil y México*, México, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM/Editorial Cambio XXI, Colección México y América Latina, 1995.

POLÍTICA DE TASAS DE INTERÉS ESTADOUNIDENSES

La política de tasas de interés en Estados Unidos precipitó la recomposición y reorientación del financiamiento hacia las economías emergentes que desembocaron en el inicio de los mercados financieros de los países emergentes, la crisis financiera mexicana y la crisis financiera asiática. La rápida elevación de las tasas de interés de Estados Unidos entre principios de 1994 y julio de 1995, incidió en la crisis financiera más profunda de la historia económica reciente acompañada de una crisis bancaria, por la imposibilidad de refinanciar los pasivos externos contratados principalmente por la banca comercial para canalizarlos a las empresas de sus propios grupos financieros (véase gráfica 3). En sí, la dolarización de los activos financieros vía la bursatilización traería además del aumento de la tasa de interés, un desajuste en la cuenta de capital y ante la devaluación del tipo de cambio del peso frente al dólar un encarecimiento del crédito y crecimiento de la cartera vencida.

GRÁFICA 3
CAMBIOS DE TASAS DE INTERÉS
EN ESTADOS UNIDOS
(Porcentajes)



FUENTE: Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, varios números.

En un estudio recientemente publicado se señala cómo “[...] la tasa de los fondos federales de Estados Unidos durante los años noventa pasó de 8.1% en 1990 a un 3.2% en 1993 para posteriormente ascender a un nivel de 5.84% para 1995 y tener descensos pequeños entre 1995 y 1998; es decir, hay un periodo de descenso (1991-1993) y ascensos paulatinos durante todo 1994, y

después descensos paulatinos desde 1995”.⁴ Al observar el ciclo ascendente de la tasa de interés durante los últimos tres años en Estados Unidos, la Reserva Federal ha regulado la política monetaria y la inflación para mantener el crecimiento de la economía estadounidense y también para lograr un aterrizaje suave ante los anuncios de una disminución en el ritmo de crecimiento. Los movimientos en las tasas de interés y cambiarias determinan las orientaciones de los flujos de capital en los mercados financieros e inciden en la fragilidad de mercados financieros de otros países como México, cuya economía no es lo suficientemente atractiva para ofrecer a los inversionistas tasas sólidas sin evitar el riesgo-país.

La Reserva Federal dentro del Grupo de los Siete ha usado la tasa de los fondos federales como control monetario para estabilizar la inflación y bajar el desempleo en Estados Unidos.⁵ Sin embargo, el mercado financiero mexicano y la bursatilización del mismo depende directamente de dicha política, lo que afecta la política monetaria y los movimientos de capital. Hay una imposibilidad por parte del banco central nacional por controlar la propia política monetaria ante un problema estructural que refleja el aparato productivo. De ahí la necesidad del blindaje financiero para evitar una nueva crisis financiera en momentos coyunturales como el actual.

INESTABILIDAD BANCARIA: NACIONALIZACIÓN, REPRIVATIZACIÓN Y CRISIS, 1982-1994

El 10. de septiembre de 1982, las autoridades financieras decretaron la “nacionalización bancaria” y la aplicación de controles cambiarios con el fin de frenar la salida de capitales. Los bancos privados mexicanos acumulaban pasivos en moneda extranjera superiores al 40% de su captación total; la fuga de capitales era incontenible y se enfrentaba la necesidad de futuras disposiciones de divisas, incluyendo los fondos obtenidos a través del FMI y de los bancos extranjeros, para enfrentar el servicio de la deuda externa tanto pública como privada.

Casi nueve años permanecieron los bancos en manos del gobierno permitiendo hasta un 30% de participación accionaria privada. La mayor parte de la

4 Marcos Kaplan e Irma Manrique Campos, *Regulación de flujos financieros internacionales*, México, Instituto de Investigaciones Económicas e Instituto de Investigaciones Jurídicas de la Universidad Nacional Autónoma de México, 2000, p. 304.

5 Paul J. Zak, *Currency Crises, Monetary Union and the Conduct for Monetary Policy (A Debate Among Leading Economists)*, USA, Edward Elgar, 1999, p. 4.

deuda externa privada fue garantizada o asumida por el gobierno después de la crisis de 1982; el refinanciamiento de los vencimientos de deuda fue muy tortuoso, hasta que finalmente los bancos extranjeros lograron titular la mayor parte de sus activos comprometidos y sanearon los balances. La reestructuración de la deuda externa en el marco del Plan Brady y el descenso en las tasas de interés de la Reserva Federal entre 1989-1993 permitieron el retorno de México a los mercados de capital, en el curso de un proceso de innovación financiera y desregulación, con un mayor número de inversionistas institucionales que incursionaron en la tenencia de títulos mexicanos.

En el mismo periodo se emprendía la reforma financiera conocida como “paquete financiero”,⁶ que permitiría la reprivatización del sector bancario al inicio de los años noventa.⁷ El proceso de desregulación y liberalización financiera creó las bases de la fragilidad financiera del sistema bancario mexicano.⁸

La crisis financiera de 1994 irrumpió cuando los bancos de depósito, ya reprivatizados, acumulaban pasivos en moneda extranjera superiores a los 40 mil millones de dólares, como se señaló anteriormente, sin contrapartida en activos en moneda extranjera, con el agravante de que alrededor de un 50% eran pasivos de corto plazo. Otro problema lo constituían los vencimientos de deuda contratada por los bancos de desarrollo y el sector público. La crisis significó una devaluación del 100% en el curso de unos cuantos días.

PRINCIPALES INDICADORES BANCARIOS:

RENTABILIDAD Y PRODUCTIVIDAD

Las nuevas tasas de interés no contribuyeron a reevaluar al peso, pero incrementaron dramáticamente las carteras vencidas y encarecieron el refinanciamiento de los pasivos en moneda extranjera hasta en mil puntos base y profundizaron el quiebre técnico de la banca. Ante un panorama tan inestable, los inversionistas institucionales no retornaron al mercado local sino muchos meses después y en menor medida. El gobierno mexicano rescató a los bancos a través de la compra de cartera, la mayor parte improductiva, por un monto su-

6 Pedro Aspe, “La reforma financiera en México”, en *Comercio Exterior*, vol. 4, núm. 12, México, diciembre de 1994, p. 1044.

7 Sobre las etapas de la liberalización financiera puede verse Eugenia Correa, “Reorganización de la intermediación financiera, 1989-1993”, en *Comercio Exterior*, vol. 44, núm. 12, México, Banco de Comercio Exterior, diciembre de 1994.

8 Al respecto puede verse el texto incluido en el libro de Eugenia Correa, “Fobaproa e IPAB: Crisis y ocaso de los bancos mexicanos”, en el libro *Presente y Futuro de la Banca en México*, México, IIEC-UNAM/Grupo Editorial Miguel Ángel Porrúa, actualmente en prensa.

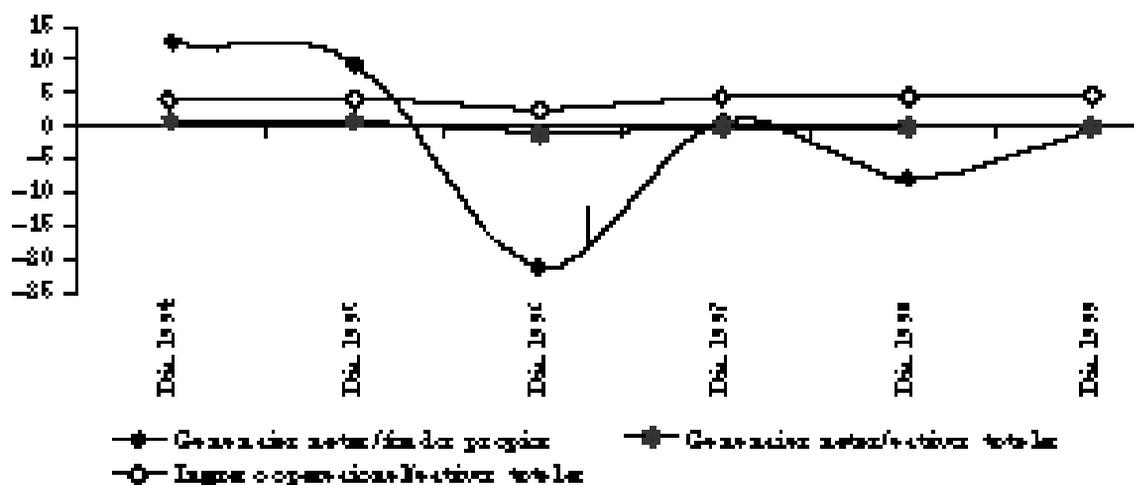
perior a los 80 mil millones de dólares. Este rescate bancario no ha conseguido restablecer el financiamiento en pesos a la planta productiva local.

El margen financiero del sistema bancario mexicano era cercano al de sus socios comerciales del Tratado de Libre Comercio; para ejemplificar se presentan los siguientes datos publicados en 1994:

[...] resulta interesante destacar que el promedio del margen financiero de la Banca mexicana (5.8) es muy cercano al de la estadounidense (5.96); el de Canadá es de sólo 3.9. Cabe señalar que en 1990 los activos de la banca comercial de México ascendían a 72 212 millones de dólares, cifra apenas cercana al quinto banco más grande de Estados Unidos (estarían entre las del Security Pacific Bank y el Bankers Trust Corp.) y ligeramente por encima de los del Bank of Montreal, que ocupa el tercer lugar.⁹

En el periodo 1994-1999 las ganancias netas frente a fondos propios cayeron de 12.6% a 0.9%, registrándose una pronunciada caída en 1996 (-21.40%); por otra parte, las ganancias netas frente a activos totales, con excepción de 1996, se mantuvieron igual y el ingreso operacional frente a los activos totales subió de 4.10% en diciembre de 1994 a 5.66% en diciembre de 1999.¹⁰ Como se ha dicho, pese a estos porcentajes el crédito bancario disminuyó (véase gráfica 4).

GRÁFICA 4
INDICADORES DE RENTABILIDAD Y PRODUCTIVIDAD
DEL SISTEMA BANCARIO
(Porcentajes)



FUENTE: Comisión Nacional Bancaria y de Valores, *Boletín de Banca Múltiple*, varios años.

9 Alicia Girón, "La banca comercial de México frente al TLC", en *Comercio Exterior*, vol. 44, núm. 12, México, diciembre de 1994, pp. 1068-1069.

10 *Ibíd.*

Sin embargo, aunque el crédito se ha contraído durante todos estos años y no existe en la perspectiva inmediata la posibilidad de recuperación sostenida del financiamiento en moneda local, los servicios bancarios procedentes de intermediarios extranjeros se han incrementado de manera notable y el saneamiento de la cartera ha contribuido en gran medida a elevar la rentabilidad de los bancos y en esa medida a mejorar sus balances.

La crisis financiera asiática nuevamente elevó los costos del refinanciamiento de los pasivos en moneda extranjera; las expectativas de disponibilidad de divisas se redujeron por el descenso tanto de las exportaciones como de la entrada de capital externo; esto último, a pesar de la elevación de las tasas de interés locales, en promedio hasta 14 puntos porcentuales en términos reales, y de una depreciación acumulada del peso superior al 25% tan sólo en el periodo enero-octubre de 1998. Según datos del FMI, los flujos netos de capital privado hacia los países en desarrollo fueron de 99 500 millones de dólares en 1998 y 168.6 mil millones en 1999. De la cifra para 1998, correspondió a Asia sólo el 1.5%, lo que significó una baja muy drástica; en cambio la participación de América Latina fue de casi 72 por ciento.¹¹

Como se advierte, en un contexto de liberalización comercial y financiera y libre movilidad de los flujos de capital, las expectativas en la disponibilidad de divisas dependen de los intereses de los mercados financieros. Los flujos de capital se orientan en función de intereses particulares. Ejemplo de ello es la reducción drástica en Asia, principalmente de los fondos de inversión; aun a fines de 1999 esa región no había recuperado los niveles previos a su crisis financiera.

Volviendo al caso del peso mexicano, su cotización futura se encuentra vinculada al nivel de liquidez de los mercados internacionales y a las expectativas de rentabilidad de los portafolios de los inversionistas institucionales. Ante ello, las autoridades financieras mexicanas tienen muy poca capacidad de decisión y de manejo de las variables monetarias y financieras.

Durante el primer trimestre de 2000, la cartera de crédito vencida de la banca múltiple se redujo 35% en términos reales. Por su parte, la cartera de crédito total registró un decremento de 8.7% en términos reales entre diciembre de 1999 y marzo de 2000. El comportamiento de la cartera vencida tiene su explicación debido a: a) la culminación de los procesos de reestructuración de préstamos al amparo del programa Punto Final, b) los acuerdos para la recupe-

11 Alicia Girón, "Mutaciones financieras y crisis bancarias en el Sudeste Asiático", en *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, enero de 1999.

ración de préstamos así como el castigo de créditos vencidos efectuados por varias instituciones, y c) la terminación de la última etapa del proceso de saneamiento de Banca Serfín previo a su venta al Grupo Financiero Santander Mexicano. En cuanto al movimiento de la cartera total, en parte se explica por: a) la contracción del crédito que registraron las principales instituciones a consecuencia del pago anticipado de préstamos al amparo de Punto Final, y b) la apreciación del peso frente al dólar durante el trimestre, así como por el saneamiento de Serfín.

Como resultado de la disminución de la cartera vencida respecto de la cartera total, el índice de morosidad de la banca disminuyó de 8.0% en diciembre de 1999 a 7.4% en marzo de 2000.

Con relación a los indicadores de solvencia en la banca múltiple la cartera vencida neta de provisiones a capital contable que mide la porción de capital que consumiría la cartera vencida no provisionada, se situó en marzo de 2000 en 2.3% para el sistema, lo cual se compara favorablemente con el 151.4% correspondiente a diciembre de 1994. Esta disminución se debe a diversos factores: a) la disminución de la cartera vencida, b) la creación de provisiones por parte de la banca, c) al aumento del capital, y d) al programa de compra de cartera y capitalización.

A su vez, la banca continuó incrementando sus reservas preventivas para el riesgo crediticio. Al finalizar marzo de 2000, el índice de provisiones a cartera vencida de la banca se ubicó en 94.6%, lo cual es favorable frente al índice de 20.8% registrado en 1994. La capitalización bancaria se situó en 15.4%, cifra menor a la registrada en diciembre de 1999, la cual fue de 16.2%, pero superior a la de 1994 que fue de 10.2% (véase cuadro 1).

No obstante que el sistema bancario mexicano ha tenido un decremento de la cartera vencida, la estructura de los activos ha mejorado financieramente y las instituciones son más rentables, sólidas y con mayores recursos para reactivar el otorgamiento del crédito. La reingeniería financiera de los bancos, las fusiones entre grandes, medianos y pequeños bancos, así como la participación del capital extranjero, han mejorado los estados financieros de los intermediarios bancarios pero hasta la fecha la carga del costo del rescate bancario por el Estado no permite hablar de un sistema financiero sano. Este rescate ha significado de las erogaciones del gobierno federal a lo largo de los primeros nueve meses, 36 103 millones de pesos para el Programa de Apoyo a Ahorradores, donde a través del IPAB se han canalizado 34 600 millones de pesos, y al Programa de Apoyo a Deudores 1 503 millones de pesos.

CUADRO 1
PRINCIPALES INDICADORES BANCARIOS, 1994-2000^{1/}
(Porcentajes)

<i>Indicador</i>	<i>Dic.</i> <i>1994</i>	<i>Dic.</i> <i>1995</i>	<i>Dic.</i> <i>1996</i>	<i>Dic.</i> <i>1997</i>	<i>Dic.</i> <i>1998</i>	<i>Dic.</i> <i>1999</i>	<i>Mar.</i> <i>2000</i>
• Cartera total (Variación anual real)	25.7	-19.0	-10.7	6.9	0.3	-11.2	-8.7
• Cartera vencida (Variación anual real)	36.3	-29.4	-29.3	-0.5	-7.4	-29.8	-35.0
• Índice de cobertura ^{2/}	20.8	34.9	56.1	61.4	66.4	95.6	94.6
• Índice de morosidad ^{3/}	17.1	14.9	11.8	11.0	10.1	8.0	7.4
• Índice de solvencia ^{4/}	151.4	83.7	45.0	33.2	25.8	2.1	2.3
• Índice de capitalización ^{5/}	10.4	12.9	12.6	13.9	14.8	16.2	15.4

^{1/} A partir de 1997 se utiliza información de acuerdo a nuevos principios de contabilidad, y antes de esa fecha la información es reconstruida.

^{2/} Índice de cobertura=Provisiones/Cartera vencida.

^{3/} Índice de morosidad=Cartera vencida/Cartera total.

^{4/} Índice de solvencia=(Cartera vencida - Provisiones) /Capital contable.

^{5/} Índice de capitalización=Capital neto/Activos en riesgo. Los activos en riesgo incluyen hasta 1996 únicamente los sujetos a riesgo de crédito. A partir de esa fecha también se incluye el riesgo de mercado.

FUENTE: CNBV y SHCP, *Boletín Electrónico, Momento Económico*, información en línea, octubre de 2000. <http://www.iiec.com.mx>

EN TORNO A LA DOLARIZACIÓN Y EL CONSEJO MONETARIO

Durante los últimos treinta años la teoría y la práctica de la política monetaria ha pasado por cambios significativos. Con anterioridad, Bretton Woods incidía en el cumplimiento de la política monetaria cuyo código de conducta estaba sustentado en los principios de la estabilidad monetaria de las naciones.¹² En la era post-Bretton Woods, las reglas del juego cambiaron, siendo marcadamente diferentes a las prevalecientes en la posguerra. Entre los cambios más notables que se han dado están la independencia del banco central, la flexibilidad en los tipos de cambio, la estabilidad de los agregados monetarios y la inflación, la desregulación y liberalización de los sistemas financieros nacionales, la apertura de la cuenta de capital y la integración de los mercados financieros a nivel internacional, uniones monetarias y consejo monetario.

Las crisis financieras de finales del siglo xx en los países emergentes han abierto una discusión en torno a las políticas monetarias y cómo recurrir a ins-

¹² Carlo Cottarelli y Curcio Giannini, "Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era", *Occasional Papers 154*, Washington, D.C., International Monetary Fund, diciembre de 1997.

trumentos que eviten crisis que desestabilicen no sólo el mercado financiero local sino evitar la incertidumbre de un quiebre en el sistema financiero internacional. La polémica se ha iniciado en el discurso de la esfera financiera. Las diferentes posiciones teóricas giran en torno a la “dolarización”¹³ de América Latina y la posibilidad de solucionar los riesgos cambiarios de las monedas locales mediante el establecimiento de un consejo monetario,¹⁴ por ejemplo como en Argentina y Ecuador. Todo indica que la política de tipos de cambio flexibles no garantiza la estabilidad cambiaria, razón por la cual algunos expertos sugieren adoptar una moneda común que facilite las transacciones comerciales e incremente las inversiones en la región latinoamericana, promoviendo un libre acceso a los flujos de capital de los mercados financieros internacionales.

Se tiene la idea de que con la adopción de la divisa hegemónica del dólar se evitarían nuevas devaluaciones y bancarrotas bancarias que repercutirían en crisis financieras nacionales,¹⁵ creando una zona cada vez más integrada productiva y comercialmente a Estados Unidos. Por otro lado, se piensa que, a fin de tomar ventajas del proceso de globalización o de la mundialización son necesarias la integración y estabilidad financiera de los mercados emergentes. De ahí que integración y estabilidad sean parte de los objetivos prioritarios de la

13 Reserva Federal de Dallas, “Dolarización: ¿Una moneda común para las Américas?”, Seminario llevado a cabo en marzo de 2000.

14 José Manuel Bravo Espino, “Ventajas y desventajas del Consejo Monetario”, en *Momento Económico*, núm. 101, enero-febrero de 1999, México, Instituto de Investigaciones Económicas, Universidad Nacional Autónoma de México.

15 En términos generales, pueden distinguirse varios tipos de crisis financieras. Puede decirse que se produce una crisis cambiaria cuando un movimiento especulativo contra el valor de cambio de una moneda se traduce en una devaluación (o una fuerte depreciación), u obliga a las autoridades a defender la moneda mediante la utilización de un gran volumen de reservas internacionales o un fuerte incremento de las tasas de interés. Una crisis bancaria es una situación en la que las quiebras o los retiros masivos (reales o potenciales) de depósitos de los bancos inducen a éstos a suspender la convertibilidad interna de sus pasivos u obligan a las autoridades a intervenir para impedir tales quiebras o retiros otorgando asistencia en gran escala. Una crisis bancaria puede ser tan generalizada que llegue a asumir proporciones sistémicas. Las crisis bancarias sistémicas son perturbaciones potencialmente severas de los mercados financieros que, al menoscabar su capacidad para funcionar eficazmente, pueden tener efectos negativos sobre la economía real. Una crisis financiera sistémica puede involucrar una crisis cambiaria, aunque una crisis cambiaria no involucra necesariamente una perturbación grave del sistema interno de pagos, de manera que puede no llegar a ser una crisis financiera sistémica. Por último, una crisis de deuda externa es una situación en la que un país no puede atender el servicio de la deuda contraída con el exterior, ya sea soberana o privada. Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la economía mundial. Crisis financieras: causas e indicadores*, Washington, D.C., mayo de 1998, pp. 83-84.

nueva arquitectura financiera promovida por los organismos financieros internacionales.¹⁶

La crisis mexicana de 1995 ha puesto en el debate diversas opiniones en torno a la viabilidad de un consejo monetario y la dolarización en una economía como la mexicana que tiene la particularidad, que la hace diferente a otros países, de la progresiva e histórica integración del aparato productivo, los mercados y la frontera con Estados Unidos.¹⁷ La discusión en torno a la crisis del invierno mexicano, por su profundidad y por ser la primera crisis global del siglo XXI, como lo diría en su momento el presidente del Fondo Monetario Internacional Michel Camdessus, ha inquietado a los organismos financieros, quienes trabajan en torno a una nueva arquitectura del sistema financiero internacional, pero también abrió un espacio en el debate de las políticas económicas acerca de la necesidad de estabilizar las economías sin dejar de lado el consumo y el empobrecimiento de las poblaciones.

La discusión financiera no profundiza si el consejo monetario y la unión monetaria tienen que ir ligados al saneamiento de la estructura productiva y al precio real de los activos financieros. La crítica del manejo de la política monetaria, previa a la crisis financiera, y las alternativas para solucionar la crisis del invierno mexicano 1994-1995 han sido fuertemente criticadas por Joseph Stiglitz en su reciente salida del Fondo.

Por otro lado, es erróneo pensar que un consejo monetario respondería ante una corrida de flujos de capital con la cantidad necesaria en dólares; en realidad, las reservas en la moneda a la cual se fija la moneda nacional equivalen a una fracción, mayor o menor según sea el caso, del monto de los activos líquidos en circulación interna en moneda local; además, el establecimiento de un consejo monetario implica que el banco central pierde el control de la política

16 Irma Manrique Campos, *Arquitectura de la crisis financiera*, México, Instituto de Investigaciones Económicas y Escuela Nacional de Estudios Profesionales Aragón de la Universidad Nacional Autónoma de México, Colección Jesús Silva Herzog, 2000.

17 Sobre la situación financiera mexicana se han vertido varias opiniones importantes a destacar: la visión de Robert A. Mundell en torno al manejo de la política monetaria es que cuando se corrigió la inflación y se fijó el tipo de cambio se establecieron las bases de confianza para llegar a un consejo monetario o a una ley de convertibilidad. Sin embargo, en opinión de Barry Eichengreen, en un mundo de alta movilidad de capitales es muy difícil mantener el compromiso de tasas de tipo de cambio estable. Si bien, para Franco Modigliani, un consejo monetario consiste en fijar el tipo de cambio intensificando la reducción de la tasa de interés para obtener los préstamos en moneda extranjera o su equivalente no es la solución para mantener la inflación bajo control. Los préstamos vía el mercado de valores fueron indexados en dólares, los mexicanos se endeudaron en oro, aplicando la esencia del consejo monetario con políticas inconsistentes. El problema, según W. Max Corden, es que parte del capital extranjero financió el consumo y no se canalizó hacia inversiones productivas.

monetaria nacional y su capacidad de salvaguardar la seguridad del sistema financiero y del ahorro local. Al hacer esa propuesta se olvida que los objetivos de un banco central son lograr un nivel de empleo alto, crecimiento económico, tasas de interés bajas, balanza de pagos estable, precios estables y un sólido y confiable sistema financiero.¹⁸

SOLUCIONES PARA LOGRAR LA ESTABILIDAD DE LA MONEDA

En 1999, las autoridades financieras diseñaron un paquete de políticas de “blindaje estructural, fiscal y financiero” para proteger a la economía mexicana de las recurrentes “crisis sexenales”.

La actual incertidumbre, fragilidad y alta vulnerabilidad a los *shocks* externos, cuyo impacto se manifiesta en el deterioro de los precios de los bienes comerciables, la inestabilidad de los ingresos por concepto de exportaciones (como las de petróleo) y las presiones sobre el tipo de cambio, así como la reducción de flujos de capital y una fragilidad económica a escala mundial con fuertes presiones deflacionarias, exigen una política económica que promueva el fortalecimiento del mercado interno con el objeto de lograr el crecimiento económico.

El impacto de este entorno ha evidenciado la debilidad del sistema financiero y la vulnerabilidad y dependencia de las finanzas públicas, amén de los desequilibrios estructurales del sector externo que se manifiestan en el deterioro de los saldos de la balanza de pagos, así como en las repercusiones sobre la estructura de precios internos y el repunte de las tasas de interés, que acentúan las dificultades para la recuperación económica con niveles óptimos de crédito, y por el contrario incrementan los niveles de cartera vencida del sector bancario.

La estrategia de las autoridades financieras mexicanas hacia finales del año 2000 pretende mantener un déficit público financiable, un perfil de vencimientos de deuda manejable, así como la continuación de los procesos de privatización y desregulación en varias áreas de la actividad económica (v.g., electricidad, telecomunicaciones y sector financiero), todo para contribuir a un marco macroeconómico estable en la transición a un nuevo ciclo sexenal.

En la administración de Ernesto Zedillo (1994-2000), la política de restricción monetaria y crediticia ha sido una herramienta activa para enfrentar las condiciones de inestabilidad ante las fluctuaciones externas reflejadas particu-

18 Anna J. Schwartz, “Why Financial Stability Depends on Price Stability?”, en Geoffrey Wood, *Money, Prices and the Real Economy*, Estados Unidos, Edward Elgar, MA., 1998.

larmente en la paridad cambiaria y en las expectativas inflacionarias. En 1998, como reflejo entre otras cosas de la crisis asiática y de otras economías emergentes, se registró una depreciación del peso mexicano de 20%. En cambio, al inicio del 2000 las estimaciones oficiales señalaban una sobrevaluación cambiaria del 18 por ciento.

Ante la inestabilidad y turbulencia financiera de 1998, las tasas de interés retomaron un ciclo alcista y de enorme volatilidad, situación que se revirtió en 1999-2000.

La estrategia monetaria ha consistido fundamentalmente en la aplicación de mecanismos como el “corto” para contener las presiones sobre el mercado cambiario y las expectativas inflacionarias, al retirar liquidez a través de las operaciones de mercado abierto que lleva a cabo el banco central en el mercado de dinero (véase cuadro 2).

CUADRO 2
“CORTO” DEL BANCO DE MÉXICO EN EL 2000
(Millones de pesos diarios)

18 de enero	180
16 de mayo	200
26 de junio	230
31 de julio	280
17 de octubre	310

FUENTE: *Boletín Electrónico, Momento Económico*, información en línea, octubre de 2000, <<http://www.iiec.com.mx>>.

La estrategia de la política monetaria por parte del banco central explica la restricción en el circulante y la necesidad de bajar las tasas de interés e inflación a la par que nuestros socios comerciales.¹⁹

19 El Banco de México (Banxico) anunció el 18 de octubre las acciones de *política monetaria* que se prevén para hacer frente a un eventual cambio súbito del ámbito externo para el próximo año y defender las *metas de inflación propuestas para el periodo 2001-2003*. Consideró que ante una desaceleración gradual de la economía estadounidense y el descenso de los precios internacionales del petróleo en el 2001, e incluso una probable alza en las tasas de interés en Estados Unidos, así como el desplome de los mercados en Wall Street, se mantendrá el sesgo restrictivo en la política monetaria. Reiteró que la junta de gobierno acordó establecer una meta anual de inflación para el 2001 que no exceda de 6.5%. A su vez procurará alcanzar una tasa de inflación de 3% para el 2003, convergente con la de los principales socios comerciales de México. En línea con lo anterior, el objetivo para el 2002 deberá encontrarse en alrededor de 4.5%, cifra que se manejó como tentativa, pues la oficial se dará a conocer en el transcurso del año entrante. Por su parte el gobernador del Banco de México, Guillermo Ortiz Martínez, señaló que la meta de inflación para el próximo año es congruente con el fin de llegar a un incremento en el índice nacional de precios al consumidor de 3%

La dolarización de la economía mexicana se acentúa por ser el dólar la moneda de referencia en prácticamente todas las operaciones financieras. En todo caso, las autoridades monetarias locales pueden actuar sólo marginalmente en el nivel de sobrevaluación y/o apreciación que puede alcanzar el peso, por la vía de mantener una política monetaria restrictiva que frene y haga descender el nivel inflacionario. Como contrapartida, esta política encarece e incluso comprime la tasa de inversión y finalmente contribuye a reproducir las bases mismas de la debilidad del peso: una planta productiva local con un bajo nivel de desarrollo y de productividad y una descendente capacidad económica del gasto público.

Así, el crecimiento económico se basa en el dinamismo de unas cuantas empresas locales de gran tamaño, algunas de ellas grandes exportadoras, o bien, empresas extranjeras como la automotriz, dependientes del dinamismo de la demanda internacional; cabe hacer mención especial de las maquiladoras, que son las únicas generadoras netas de divisas para el país en la industria manufacturera privada.

En estas circunstancias, la posible fortaleza del peso en un futuro cercano depende de crear las condiciones para que la producción adquiera de nuevo dinamismo y para que las operaciones generadas por la demanda interna, la producción y el comercio se denominen fundamentalmente en moneda nacional. La debilidad del peso en la coyuntura actual afecta principalmente a las operaciones denominadas en moneda local, recaudación fiscal y salarios. De ahí la crisis fiscal del Estado, con una recaudación 50% inferior en términos reales, a la registrada antes de la crisis de la deuda (1982) y salarios reales también inferiores en un 60% a los alcanzados en ese año.

CONCLUSIONES

La propuesta del establecimiento de un consejo monetario deriva de la falta de credibilidad y confianza por parte de los agentes económicos en los objetivos generales de política económica y de estabilización monetaria en particular. El consejo monetario, si bien estabilizaría la relación cambiaria entre el peso y el dólar, no es un seguro contra una devaluación.

para el 2003. Explicó que después de revisar el marco macroeconómico presentado por la nueva administración, que calificó de supuestos conservadores, la junta de gobierno del Banco de México acordó establecer como meta para el año 2001 una inflación anual que no exceda de 6.5 por ciento. *Boletín Electrónico*, información electrónica en línea de octubre de 2000.

Los choques externos, resultado de crisis financieras en otros mercados, se han estado enfrentando a través de mayores tasas de interés, descenso en el dinamismo económico, contracción del gasto público y de los salarios; en suma, con medidas de contracción y restricción. Si bien la estabilidad cambiaria resulta atractiva a los inversionistas extranjeros, éstos también dependen de la disponibilidad de divisas para retirar sus colocaciones junto con sus utilidades. Sin embargo, la escasa generación de divisas de la economía nacional hace difícil mantener un flujo que satisfaga la rentabilidad de dichas colocaciones y muy pronto la paridad cambiaria puede ser modificada por los propios proveedores de moneda extranjera, que en el caso de México se reducen a tres o cinco grandes bancos extranjeros.

Sin dejar de reconocer la ineficacia de la política monetaria para la estabilización financiera y de precios en México, cabe señalar que la adopción de un consejo monetario trae aparejados varios inconvenientes: para el gobierno significaría no poder recurrir al Banco de México para financiar el déficit público; por su misma naturaleza, el consejo monetario no puede actuar como prestamista de última instancia del sistema bancario. Además la puesta en práctica de un consejo monetario exige en principio, condiciones macroeconómicas —nivel de precios y de tasas de interés— semejantes a las del país de la moneda que se adopta como ancla nominal.

Se requiere un sistema financiero fortalecido para enfrentar condiciones adversas del entorno externo e interno. La existencia del consejo monetario no constituye ninguna garantía para lograr un crecimiento económico sostenido, dado que ante choques externos fuertes dicha institución da prioridad a la restricción monetaria, lo que provoca estancamiento. Por otra parte, la dolarización implicaría que el dólar tuviera curso legal junto con el peso, algo no aconsejable ni conveniente, pues el banco central perdería el control de la política monetaria.

La necesaria y tan deseada estabilidad cambiaria podría lograrse, quizá, a través de mecanismos de cooperación monetaria y financiera en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), que de manera estable y duradera ampliaran la gama de operaciones productivas, comerciales y financieras denominadas en pesos. Es importante plantear la renegociación del costo bancario y del pago del servicio de la deuda externa.

BIBLIOGRAFÍA

- Baliño, Tomás J. T. y Charles Enoch, “Currency Board Arrangements: Issues and Experiences”, *Occasional Paper 151*, Washington, D.C., International Monetary Fund, agosto de 1997.
- Clement, Norris, *et al.*, *North American Economic Integration: Theory and Practice*, USA, Edward Elgar, Publishing Limited, Mass, 1999.
- Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI Editores, 1998.
- Correa, Eugenia, “El ciclo de auge y crisis financieras: hacia una nueva regulación monetaria y financiera”, en Marcos Kaplan e Irma Manrique (coordinadores), *Regulación de flujos financieros internacionales*, México, Instituto de Investigaciones Económicas e Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM, 2000.
- Eichengreen, Barry, “When to Dollarize”, University of Berkely, ponencia presentada en el seminario *Dollarization: A Common Currency for the Americas?*, en la Reserva Federal de Dallas, marzo 6-7 de 2000.
- Eichengreen, Barry, *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, D.C., USA, Institute for International Economics, 1999.
- Fernández-Arias, Eduardo y Ricardo Hausman, *Wanted World financial Stability*, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo, 2000.
- Fondo Monetario Internacional, “Crisis financieras: causas e indicadores”, *Perspectivas de la economía mundial*, Washington, D.C., mayo de 1998.
- Fondo Monetario Internacional, “Estabilidad macroeconómica y baja inflación”, *Perspectivas de la economía mundial*, Estudios Económicos y Financieros, Washington, D.C., octubre de 1999.
- Geoffrey Wood Money, *Prices and the Real Economy*, USA, Edward Elgar, Ma, 1998.
- Girón, Alicia G., “Mutaciones financieras y crisis bancarias en el Sudeste Asiático”, en *Comercio Exterior*, vol. 49, núm. 1, SNC, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, enero de 1999.
- Hills, Carla A. y Peter G. Peterson (co-chairs) and Morris Goldstein (project director), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System*, Task Force Report, The Future International Financial Architecture, Council on Foreign Relations, Inc., USA, 1999.
- Schaberg, Marc, *Globalization and the Erosion of National Financial Systems: Is Declining Autonomy Inevitable?*, Edward Elgar University of California, Riverside, 1999.

- Schuler, Kurt y Robert Stein, “The Mack Dollarization Plan: An Analysis”, ponencia presentada en el seminario *Dollarization: A Common Currency for the Americas?*, en la Reserva Federal de Dallas, marzo 6-7 de 2000.

“The fund’s managing director, Michel Camdessus, said there what he’d said in public: that East Asia simply had to grit it out, as Mexico had. He went on to note that, for all of the short-term pain, Mexico emerged from the experience stronger. But this was an absurd analogy. Mexico hadn’t recovered because the IMF forced it to strengthen its weak financial system, which remained weak years after the crisis. The IMF’s Asian packages are based on its experiences with Latin America, in particular with Mexico in 1994. Mexico had appeared to be in fair shape by IMF standards. Its budget was close to being balanced; its inflation was single-digit; wages were stabilized with the help of a pact with organized labor; and Mexico was deregulating its economy and opening itself further to foreign trade and investment. Nevertheless, from 1993 to 1994, Mexico allowed the peso to become overvalued. Dollars poured into Mexican financial markets, bidding up the peso on the way. At the same time, commodity prices were rising faster than they were in the United States. Consequently, Mexico ran a trade deficit that was financing a consumption binge rather than productive investment. The government itself was borrowing dollars short term, but the inevitable lowering of the exchange-rate band was too little and too late. Lenders took flight. At that point, the IMF and the U.S. arranged a \$50 billion bailout. The familiar prescription was to float the peso, tighten the budget, restrain the money supply, and raise interest rates. Mexico’s real GDP fell six percent in 1995, but growth resumed the following year. The 20 percent fall in the peso’s real value in dollars sufficed to restore trade balance, and the accompanying bulge in inflation subsided. Mexico repaid its bailout loans. At that point, the IMF and the U.S. arranged el paquete de salvamento”.

JOSEPH STIGLITZ, *The New Republic*, octubre de 2000.