

Reserva Federal, política monetaria y primera crisis de titulización: México y América Latina, 1994-1995

Eugenia Correa ¹

Alicia Girón ²

Resumen

Las decisiones de la Reserva Federal (Fed) de Estados Unidos (US), a partir de la determinación de la tasa de interés y de su política monetaria, han influido de forma significativa sobre el curso de los flujos de capital hacia América Latina (AL) y México. Es historia pasada y presente. La relación de causalidad existente entre la política monetaria de la Fed y los mercados emergentes es muy estrecha, una muestra de ello, es la 1ª crisis de titulización a nivel mundial originada en México en 1994. La política monetaria de la Fed apoyó la expansión de los bancos de inversión y de los inversionistas institucionales, creando una enorme burbuja de colocaciones en mercados locales, con expectativas de rentabilidad de corto plazo en dólares, y ocasionó sucesivas crisis de gran magnitud en el decenio de los años noventa cuando estos flujos se revertían.

¹ Profesora del Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM. La autora agradece el apoyo de la DGAPA-

² Investigadora del Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM. La autora agradece el apoyo de la DGAPA-UNAM.

A principios de los noventa, las principales economías de AL transitaron de una situación de transferencias netas negativas por 221 mil millones de dólares (mdd) acumuladas en el lapso 1982-1990 a transferencias netas positivas entre 1991-1998. Ello obedeció en parte, al descenso de los compromisos de la deuda externa pública de la región, pero también al nuevo dinamismo de la titulización de los flujos de capital. Este trabajo analiza los factores determinantes del cambio de sentido de los flujos internacionales de capital hacia AL. Más que nuevos créditos de la banca comercial, se trató de la titulación iniciada a partir de la segunda mitad de los años ochenta y cobró dinamismo desde 1991, inmediatamente después de las renegociaciones de la deuda externa en el marco del Plan Brady. Posteriormente, se presenta la primera crisis de titulización en México y en el resto de AL. Específicamente en México, los bancos de inversión e inversionistas institucionales participaron del nuevo auge de los mercados financieros internacionales mediante la colocación de títulos en el sector público y privado entre 1990-1994. El cambio en la política monetaria de la Fed condujo a su masiva recolocación en otros mercados, y a la más devastadora crisis bancaria y económica de su historia.

Palabras Clave: Crisis financieras, inversionistas institucionales, titulización, política monetaria.

Abstract

The decisions of the the Federal Reserve (Fed) of the United States (US), through its determination of the interest rate and its monetary policy, have played a determinant role in the course of capital flows towards Mexico and Latin America. It's the history of the past and the present. The causal relationship that exists between the Fed and emerging markets is quite narrow, and a clear example of this was the first crisis of securitization on the global level

originated in Mexico in 1994. The monetary policy of the Fed supported the expansion of investment banks and institutional investors, creating an enormous bubble in local market with foreign capital portfolio investment, but with expectations of short term profitability in dollar, creating successive crises of great magnitude in the decade of the nineties when these flows reversed.

At the beginning of the nineties, the major Latin American economies change from negative net capital transfers that accumulated amount of 221 billion dollars between 1982-1990, towards huge net flows between that amount 264 billion dollars between 1991-1995. This partially is explained by the decrease in the public external debt obligations, but also is linked with the new dynamism in the securitization of these flows. This article analyzes the determining factors in these international capital flows composition to and from Latin America. More than commercial banks new credits, this flows were impulsed by the global movement towards securitization which began in the second half of the eighties and which became more dynamic from 1991 onwards, immediately after the renegotiations of the external debt in the framework of the Brady Plan. The article goes on to present the first crisis of securitization in Mexico and in the rest of Latin America. In Mexico specifically, investment banks and institutional investors participated in the new surge of international financial markets through the net portfolio flows placed in private and public sector securities. The change in the Fed's monetary policy led to a massive reshifting of capital into other markets, and the most devastating banking and economic crisis in Mexico's history.

Key Words: Financial crisis, institutional investors, securitization, monetary policy.

Introducción

La ‘crisis de deuda’ de 1982, entre las mayores economías del mundo en desarrollo, estalló como resultado de la política de elevación de las tasas de interés de la Fed emprendida por Paul Volcker desde 1979, la tasa de fondos federales que promediaba 11.2% en 1979, alcanzó su punto más elevado en 20% en junio de 1981. De manera que la deuda pública externa de esos países fue creciendo rápidamente en unos cuantos meses al acumularse los intereses, y finalmente estalla cuando los propios bancos suspenden la capitalización de intereses y el refinanciamiento de la deuda en 1982 con México. Se abrió entonces un periodo de varios años de crecientes pagos en intereses y capital, reestructura de deuda, ajustes económicos y presupuestales, pero especialmente profundas transformaciones políticas e institucionales.

Aunque la década de los años ochenta fue bautizada por el FMI como la década perdida para AL, los cambios en las políticas públicas y en las estrategias empresariales producidas por los regímenes militares y la crisis de deuda, fueron determinantes para la transición neoliberal.

Hacia principios de los años noventa se inició una nueva afluencia de capitales hacia algunos países de AL, aquellos que habían puesto las bases para el proceso de titulización de la deuda pública, la emisión de títulos de deuda privada y la bursatilización de sus mayores empresas, procesos que tuvieron especial impulso con las reestructuraciones de la deuda externa con el plan del secretario del Tesoro de US, Nicholas Brady. Así, las empresas públicas y privadas fueron reestructurando pasivos y encontrando nuevas

fuentes de financiamiento a partir de la flotación de instrumentos en los mercados financieros, principalmente el estadounidense.

Todo ello, a su vez significó cambios en la composición de las carteras de los inversionistas institucionales en rápido crecimiento. Se inició así un acelerado flujo de fondos financieros entre conglomerados bancarios, bancos de inversión y todo tipo de inversionistas institucionales, en aquellos años, con subyacentes en diversos títulos que se producían en medio de los procesos de privatización, fusiones y adquisiciones (Vidal, 2008). Además, las agencias calificadoras fueron encontrando nuevos territorios de expansión más allá de las calificaciones de riesgo-país, con todo el proceso de titulación de la deuda y de innovaciones financieras.

En unos cuantos años, el mundo financiero había cambiado significativamente. El alza en las tasas de interés producida por política monetaria de la Fed, que había elevado en casi 10 puntos porcentuales la tasa de interés de fondos federales, duplicándola en menos de 24 meses, produjo en US una recesión de doble inmersión al inicio de los años ochenta y la década perdida para AL. En 1994-1995 la Fed volvió a duplicar la tasa de fondos federales, pero esta vez no produjo una recesión en US, apenas se sintió entre los países de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), pero fue arrasadora para países como México, Argentina, Colombia, y en menor medida para Brasil.

Este cambio en los flujos del crédito fue incluso discutido en la literatura más ortodoxa al tratar de entenderlos como transformaciones en los mecanismos de transmisión de la política monetaria de la Fed (McDonough, 2002). Es trabajo, estudia las transformaciones institucionales que explican, desde la experiencia de México y AL, las consecuencias de la política de tasas de interés de la Fed.

Cabe destacar que los países de AL, a pesar de la “crisis de deuda” de 1982 y con ello de las crecientes dificultades para elevar y mantener la capacidad de pago, una vez que desapareció el refinanciamiento voluntario, no “salieron” de los mercados financieros puesto que siguieron cubriendo sus compromisos de deuda. De ahí que no existió tampoco lo que en la literatura de aquella época se llamo el “retorno” de AL a los mercados financieros. Su “retorno” en los noventa fue muy desigual y súbito, además tuvo una característica en común con la etapa previa de los años setenta, solamente un monto pequeño del nuevo financiamiento se destinó a ampliar la producción interna. Los nuevos flujos se basaron en el proceso de titulación de activos domésticos que se intercambian en los mercados financieros internacionales, lo cual modificó la estructura de control de las grandes empresas financieras y no financieras. En México y otros países de la región la colocación de fondos en valores gubernamentales fue masiva atraídos por los importantes diferenciales de rendimiento, mientras que las bolsas de valores también tuvieron importantes flujos de fondos externos. Fue así que, los cambios en las expectativas de rendimientos en los diferentes instrumentos provocados por el cambio de sentido de la política de la Fed, se convirtió en una corrida masiva de salida de capitales.

Por supuesto, se tomaron algunas medidas a lo largo de los primeros meses de elevación de las tasas de interés, buscando crear un aterrizaje suave en el curso del estrechamiento de la política monetaria durante 1994. Se pretendía ampliar las reformas estructurales emprendidas con anterioridad y culminar con la puesta en marcha de la Cumbre de las Américas. A su vez, se trató de contener las pérdidas asociadas al mercado de bonos y productos derivados en US.

La primera parte de este ensayo analiza la composición de los nuevos flujos de crédito hacia los llamados mercados emergentes, especialmente de AL y México. En la segunda y última sección se estudian las consecuencias que el cambio de la política monetaria de la Fed produjo sobre esa específica forma de expansión del crédito en esas economías y el estallido de la peor crisis financiera en la historia de México.

Flujos de capital y auge en los mercados emergentes

Los mercados emergentes recibieron de los mercados privados de capital, por concepto de colocaciones de bonos y acciones, 51 mil millones de dólares (mmdd) y 113 mmdd, durante 1992 y 1993, respectivamente; la inversión directa fue de 35 mmdd y de 56 mmdd esos años. Todo ello sin considerar las compras directas en los mercados nacionales de dinero y capitales, así como los créditos bancarios, de manera que los flujos netos totales fueron 260.8 mmdd y 383.9 mmdd (Cuadro 1).

La caída de la rentabilidad de algunos activos financieros de US, vinculada a la propia contracción de esa economía a principios de los noventa y el descenso de las tasas de interés explican en parte el cambio de sentido de los flujos de capital y el crecimiento de los dirigidos a los mercados emergentes, que presentaban también un acelerado ritmo de desregulación financiera. Ello se acompañó de una ola de importantes privatizaciones (especialmente en la telefonía) y de la apertura de mercados, procesos que representaron el factor determinante de la duración y continuidad del cambio de los flujos privados de capital.

Cuadro 1

Flujos Netos de Capital hacia los Mercados Emergentes y América Latina, 1989-1995				
	Mercados Emergentes		América Latina	
	Total (1)	de Cartera	Total (1)	de Cartera
1989	63.1	12.9	5.6	1.0
1990	122.2	17.4	17.3	17.5
1991	284.0	36.9	26.8	14.7
1992	260.8	51.1	54.2	30.4
1993	383.9	113.6	63.2	61.1
1994	307.0	105.6	43.5	60.9
1995	412.7	41.2	59.0	1.7

Fuente: FMI (1998) International Capital Markets. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/>

(1) Incluye: IED neta, Inversión de Cartera neta, Otras Inversiones netas y flujos oficiales netos

Los programas de conversión de deuda por activos, que a finales de los años ochenta tuvieron una amplia difusión, disminuyeron su importancia en los noventa, al recuperarse gradualmente el mercado secundario de deuda y desaparecer los descuentos con que ésta se negociaba. En su momento, el mercado secundario de deuda contribuyó a sanear los balances de los bancos acreedores, en la medida en que ello implicaba también recompras de deuda con mayor descuento a los prestatarios con menor solvencia, el FMI consideró que ello era “premiar” con un mayor descuento a los prestatarios de “peor comportamiento”. Entre 1992 y 1993 los procesos de conversión se frenaron de manera importante. En opinión de los propios acreedores, este mecanismo había sido de gran utilidad en la medida en que permitió reconfigurar carteras y apoyar a los interesados en comprar empresas en los países endeudados, pues abarataba los proyectos de inversión. Empero, la amplia privatización en un plazo relativamente corto implicó una

fuerte demanda sobre el mercado secundario de la deuda de algunos países, por lo que el atractivo del descuento se redujo o desapareció. Por otro lado, al colocar acciones y productos derivados en los mercados, los intermediarios financieros recuperaron una fuente importante de generación de ingresos. Los intermediarios canalizaron la demanda por nuevos instrumentos de alta rentabilidad mediante la creación de instrumentos derivados, bursatilizando e internacionalizando no sólo empresas privatizadas, sino también compañías privadas sin presencia en esos mercados. Así, el programa de conversiones, atractivo al inicio, fue presentando límites debido al efecto de las privatizaciones y adquisiciones.

Una vez resueltos los problemas del balance de los bancos acreedores, a través de la titulación con respaldo de los bonos Brady, la preferencia de los bancos y de los inversionistas por las operaciones de conversión de deuda por acciones fue perdiendo importancia.

La bursatilización de las empresas privadas, en algunos países de los mercados emergentes, que no tenían acciones flotando en el mercado también amplió la posibilidad de los fondos y bancos de reconfigurar carteras, lo que a su vez permitió incorporar una base mucho más amplia de inversionistas de los mercados más desarrollados, con diversos intereses y requerimientos de liquidez.

Los flujos financieros hacia los países de AL en esos años pueden identificarse en algunos renglones de la estadística de las balanzas externas: a) la emisión de bonos de deuda de empresas públicas y privadas en los mercados más desarrollados; b) la colocación de acciones, American Depositary Receipts (ADR) y Global Depositary Receipts (GDR) en US; c) la inversión directa por medio de filiales de empresas transnacionales, y d) la colocación

en bonos gubernamentales, como los mexicanos Cetes y después los Tesobonos, y la compra de títulos en el mercado de dinero y capitales de inversionistas extranjeros.

a) la emisión de bonos de deuda de empresas públicas y privadas

El mercado de bonos fue el más dinámico de los flujos internacionales de capital hacia los mercados emergentes, aunque también fue significativo el mercado de acciones y derivados, que prácticamente no existía antes de 1990. Según datos de la OCDE, en 1994 la emisión bruta de los países en vías de desarrollo representó casi 9% de la oferta mundial de bonos extranjeros e internacionales, pero cayó a 3.6% en el primer cuatrimestre de 1995. La oferta procedente de AL fue de 3.2% en 1993, cayó a 2.4% en 1994 y en enero-abril de 1995 fue de sólo 0.3%. Las emisiones de AL llegaron a representar más del 40% de la oferta de los países en desarrollo en 1993, mientras que en los cuatro primeros meses de 1995 se redujo a 10% (OECD, 1995).

La emisión total latinoamericana ascendió a 23.5 mmdd en 1993 e inició su descenso desde el primer trimestre de 1994. En junio de este año el total neto de bonos emitidos por los países en desarrollo, según el FMI, llegó a 117 mmdd, de los cuales el 42% correspondió a prestatarios del sector privado. Los montos por amortizar sobre esta deuda crecieron a gran velocidad, en virtud del relativamente estrecho perfil de vencimientos de estas colocaciones. El FMI estimó para 1994 vencimientos por unos 7 mmdd y 21 mmdd para 1998 (IMF, 1995a: 14).

En 1994 la colocación de bonos de AL fue de cerca de 10 mmdd y en la primera mitad de 1995 apenas llegó a 1.2 mmdd. Los países latinoamericanos que más participaron en las colocaciones de los bonos fueron México, Argentina, Brasil, y Venezuela, y en menor medida Chile, Colombia, Guatemala, Perú, Barbados, Bolivia,

Costa Rica, Uruguay y Trinidad y Tobago. La gran mayoría de las emisiones fueron en dólares entre (75 y 80%), aunque también en yenes y marcos. Esto se explica por la gran demanda de inversionistas estadounidenses mediante los fondos de inversión, la calificación que habían alcanzado los títulos y el efecto de las relativamente bajas tasas interés de US.

El impulso fundamental de dichos flujos provino del cambio en la regulación del mercado estadounidense para facilitar la emisión y colocación de bonos con base en la regla 144a, la cual eximió a las colocaciones privadas externas de los requerimientos de información y solvencia que la Security Exchange Commission (SEC) exigía a las emisiones de otros países, a fin de permitir a los inversionistas institucionales calificados comerciar en forma privada la colocación de valores sin esperar los dos años que usualmente se estipulan (IMF, 1995a: 7).

Los factores de calificación de los participantes del mercado de bonos han sido invariablemente fundamentales para establecer el valor de los títulos. Entre otros elementos se evalúan: a) las condiciones políticas y la disposición del gobierno respecto a la reforma económica; la habilidad para instrumentar las políticas y el apoyo popular; b) las condiciones macroeconómicas, en especial las expectativas de inflación, crecimiento y política fiscal; c) los avances en las reformas estructurales, y d) la disposición de la balanza de pagos y sus perspectivas (IMF, 1995a: 19).

b) la colocación de acciones ADR y GDR

La colocación de acciones de los países en desarrollo en los mercados internacionales creció rápidamente entre 1991 y 1993, pero desde el primer trimestre de 1994 se inició la contracción. En 1993, las empresas latinoamericanas había colocado acciones en el

mercado internacional por 5.7 mmdd, pero esta suma cayó desde el primer trimestre de 1994, el año cerró en 2 mmdd y siguió cayendo durante todo 1995 (IMF, 1995a: 21).

Las emisiones latinoamericanas empezaron a hacerse mayormente a través de ADR y GDR, en principio se apoyaron en los procesos de privatización, en particular de los sectores energéticos y telefonía; por ejemplo, los 2.4 mmdd colocados en 1993 con la privatización de Yacimientos Petrolíferos Fiscales de Argentina, las colocaciones de parque del paquete accionario privatizado de Teléfonos de México (Telmex) en 1991, o bien la esperada colocación procedente de la privatización de la compañía brasileña Vale Río Doce, cuyos activos se valoraron en aquel momento en 12 mmdd, y las colocaciones derivadas de la privatización en proceso de la petroquímica mexicana. A ello debe agregarse la oferta pública en los mercados internacionales de muchas de las mayores empresas públicas y privadas (Cemex, Vitro, Carso, Alfa, Eletrobras, Telebras, Usiminas y Televisa) así como de los bancos e intermediarios financieros de la región (Banamex, Bancomer, Itausa, Banco de Brasil, Bradesco, Banco Galicia, Banco de Bogotá, Banco Ganadero, Banco de Chile).³

Además de la colocación de acciones, ADR y GDR, la compra directa de acciones o de instrumentos en el mercado de dinero por parte de los inversionistas internacionales fue una fórmula importante de flujo de capital. Sin embargo, el FMI ha presentado estimaciones relativas a estos flujos, los cuales, por sus propias características son temporales, inestables y procíclicos. Una idea de la magnitud de estos flujos puede tenerse en el crecimiento de las carteras de los fondos de inversión especializados en instrumentos de los mercados emergentes, las cuales pasaron de 91

³ Más sobre ello puede consultarse en *U.S./Latin Trade*, Miami, julio de 1995.

mmdd en 1988 a más de 650 mmdd en 1994, con activos totales en 1993 superiores a los 81 mmdd (IMF, 1995a: 25). Su rápido crecimiento también refleja el incremento del precio de las acciones, en particular durante 1993, año en que el aumento promedio de los índices de precios de los mercados bursátiles de los países en desarrollo fue de 75%. A pesar de la caída del precio de las acciones durante 1994 y el primer trimestre de 1995, el activo neto de estos fondos llegó a 90 mmdd en 1994. Para AL dichos fondos representaron 12% del total de activos netos de los fondos en los mercados emergentes (IMF, 1995a: 25).

En el caso de México las colocaciones de inversiones extranjeras en el mercado de dinero fueron atraídas de manera especial cuando en 1993 la SEC otorgó el *ready market status* a los instrumentos de deuda del gobierno de México denominados en pesos (Cetes, Ajustabonos y Bondes), con lo cual los inversores institucionales estadounidenses sólo deben asignar 7% de cargo sobre capital en lugar del 100% requerido antes. Además, en muchos países acreedores, el promedio de provisiones requeridas para cubrir su exposición en los países en desarrollo disminuyó paulatinamente (IMF, 1995a: 34).

c) la inversión directa por medio de filiales

El aumento reciente de la Inversión Extranjera Directa (IED) hacia algunos países en desarrollo coincide con el periodo de flujos crecientes de inversiones de cartera. Su incremento se vincula a factores que tienen una influencia limitada en un lapso de tiempo, como las privatizaciones o el reposicionamiento en la tenencia de activos de las empresas extranjeras en respuesta a las reformas económicas. Sin embargo, incluso el FMI reconoció que era un error considerar a la IED como una fuente estable de financiamiento, porque cuando existen dificultades en la balanza

de pagos, el efecto neto de las transacciones asociadas con dichas inversión sobre las cuentas externas exacerba el desequilibrio (IMF, 1995a: 35).

De acuerdo con cifras del FMI y del Banco Mundial (BM), la IED hacia AL ascendió a 14 mmdd en 1992; 13 mmdd en 1993 y 38 mmdd en 1994. La mayor parte se canalizó hacia México y Argentina y en menor medida a Chile, Venezuela, Brasil y Colombia. Cabe destacar que más de 50% de los flujos de IED a los países en desarrollo se destinó a las economías asiáticas, en especial China. En AL los flujos fueron atraídos por el proceso de privatizaciones y el ritmo de crecimiento económico. De ahí que, el aumento subsecuente de colocaciones extranjeras en los mercados emergentes paso a depender de tamaño de los activos gubernamentales susceptibles de venderse, de la privatización de servicios públicos, de la expansión de la extracción de materias primas y energéticos, entre otros.

El crecimiento económico regional también explicó el ascenso de la IED de la segunda mitad de los años noventa y dos mil, porque ha estado ofrecido importantes oportunidades de inversión y provee los fondos para la reinversión. La reinversión de ganancias tiene un costo menor para las empresas y ha constituido la mayor parte de los flujos de IED desde aquellos años. Empero, también se comporta de manera procíclica, presionando aún más sobre los requerimientos de la balanza en cuenta corriente.

d) Titulización, Tesobonos y quiebra financiera en México

La participación de los inversionistas del exterior en el mercado de valores del gobierno mexicano pasó del 3.2% al inicio de la apertura del mercado en 1990, a 32.8% en 1992, y llegó a 38.9% en 1993. Finalmente, en 1993 se asociaron empresas extranjeras e intermediarios financieros mexicanos con el propósito de captar

recursos del exterior mediante la emisión de notas a mediano plazo denominadas en dólares. La circulación de TESOBONOS⁴, que son instrumentos denominados en dólares, tuvo en 1993 un incremento real de 286% (Banco de México, 1993). El aumento de las tasas de interés por parte de la Fed y la fragilidad política durante el primer semestre de 1994 empujó en México a la sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bondes y Ajustabonos) por Tesobonos -instrumento cuyo valor en dólares no se vería afectado por variaciones del tipo de cambio.

La demanda de Tesobonos en sustitución de los instrumentos denominados en moneda nacional permitió cierta estabilidad temporal del tipo de cambio en medio de la constante elevación de la tasa de fondo federales de la Fed y las elecciones presidenciales en México, pero no evitó la fuga de capitales.⁵ El cambio del flujo capitales registró un grave deterioro en la cuenta de capitales; casi dos quintas partes correspondieron a la cuenta de capital. El Informe del Banco de México informó que los Tesobonos representaban el 2.8% de la tenencia total de valores gubernamentales en poder del público en 1993. Un año después, los Tesobonos representan el 55.3% de los valores gubernamentales (Banco de México, 1995).

El panorama se transformó con la devaluación de diciembre de 1994. En 1995, el Banco de México tuvo que liquidar Tesobonos por un total cercano a "...29,000 millones de dólares (99.1 por

⁴ Los Tesobonos fueron instrumentos financieros a cargo del gobierno federal y emitidos por el Banco Central, indexados al tipo de cambio en dólares. Su objetivo era dar certidumbre a los inversionistas extranjeros y facilitar la entrada al mercado financiero mexicano.

⁵ La sustitución de Cetes, Ajustabonos y Bondes por Tesobonos se comportó de la siguiente forma. La tenencia de Cetes en poder de extranjeros se redujo en 11.588 mdd, la de Ajustabonos en 3.894 mdd y la de Bondes en 799 millones de dólares, en tanto que la de Tesobonos creció 14.338 mdd.

ciento del saldo que existía en diciembre de 1994), de los cuales aproximadamente dos terceras partes se amortizaron en dólares. Los recursos con los que se efectuaron estos últimos pagos provinieron del Paquete Financiero por más de 50 mmdd que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) logró formar, mediante el apoyo de organismos financieros internacionales, el gobierno de US, el Banco de Canadá y el Banco de Pagos Internacionales. De dicho paquete se utilizaron únicamente 27.159 mmdd en 1995, mediante créditos a mediano y largo plazo. En el primer semestre, el saldo de dicha cuenta arrojó un superávit de 4.559 mmdd. Sin embargo, si a dicho saldo se le deducen los apoyos del Paquete Financiero⁶ recibidos del FMI, del BM, del BID y de las autoridades financieras de US y Canadá, resulta en un déficit de 13.403 mmdd. Este saldo negativo fue producto de una amortización de Tesobonos por 11.290 mmdd, así como de pagos de capital al exterior tanto del sector público (4.331 mmdd) como del sector privado bancario y no bancario (3.772 mmdd). resulta en una amortización total de Tesobonos durante 1995 de 28.960 mmdd. Al cierre de 1995, el saldo de Tesobonos como proporción del PIB fue de 0.1 puntos porcentuales, en contraste con el nivel de 8 puntos porcentuales que alcanzó en diciembre de 1994” (Banco de México, 1995). La garantía del crédito del gobierno estadounidense fueron los ingresos futuros por la venta de crudo.

Desde entonces Pemex utiliza ampliamente las operaciones de titulización, como por ejemplo, en diciembre de 1998 Pemex garantizó bonos con ventas futuras de petróleo, emitiendo 4.1

⁶ El Paquete Financiero (Fondo de Estabilidad de la Paridad) ascendió a más de 50 mmdd, de los cuales 17.750 mmdd fueron comprometidos por el FMI; el Gobierno de US, 20 mmdd; el Banco de Canadá 1.100 mmdd; el Banco de Pagos Internacionales; y, el Banco Mundial y el BID 2.787 mmdd.

mmdd en diciembre de 1998, febrero y julio de 1999, a través de un vehículo de propósito especial y efectuado por Pemex Finance desde Islas Cayman. En ese año estas operaciones representaron el 24% del total de emisiones garantizadas con ingresos futuros en los mercados emergentes, además fue una emisión asegurada por MBIA–Ambac, aumentando en esa porción la calificación del riesgo otorgada por S&P en AAA.

Política monetaria de la Fed y efectos en mercados emergentes y México

El 4 de febrero de 1994 el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal anunció el aumento, de un cuarto de punto de la tasa de fondos federales (de 3 a 3.25%). Dicha tasa se elevó seis ocasiones más durante 1994 y una más en febrero de 1995. Para el mes de julio, la tasa se redujo debido al crecimiento de la economía estadounidense de apenas 1% en el segundo trimestre, el más bajo desde el inicio de la recuperación. Durante 1994 el dólar se devaluó 10.9% frente al marco y 10.8% frente al yen. En los primeros meses de 1995 aquél acumuló una pérdida cambiaria de 20% frente a las otras dos monedas. La cotización del dólar con respecto a esas divisas acusó los efectos de la propia crisis mexicana, así como de la incertidumbre en cuanto a la capacidad de las autoridades financieras para frenar los riesgos de un daño significativo a los intermediarios financieros más comprometidos. El nuevo repunte del dólar hacia agosto de 1995 se relaciona con el persistente estancamiento de las economías alemana y japonesa, y con la desregulación efectuada por las autoridades financieras de Japón para permitir una mayor inversión de empresas nacionales en bonos del Tesoro de US.

Los mercados de bonos estadounidense e internacional registraron fuertes pérdidas por el incremento de las tasas de interés desde

principios de 1994. Los más afectados fueron los títulos de los mercados emergentes y la demanda empezó a caer en forma drástica, aunque se creía que las tendencias de crecimiento se restablecerían en el segundo semestre del año, a la manera de mediados de 1992 de la moderada caída y recuperación. Se consideraba que los mercados de dichos títulos se recuperarían en la medida en que se ampliaría el número de participantes (la base inversora), se establecieran los precios apropiados, existiera un mejor manejo del riesgo y se asegurara la continuidad de las políticas. Sin embargo, el flujo de fondos desde los mercados privados cayó significativamente como resultado del alza de las tasas de interés estadounidenses en 1994; en junio de ese año hubo una leve recuperación para volver a caer en los meses siguientes, no sólo por efecto de la incertidumbre de las tasas de interés, sino, hacia noviembre, por la certeza de su aumento. Así, los flujos de capital neto hacia AL (que comprende IED y de cartera, colocación de bonos y préstamos) cayeron de 63 mmdd en 1993 a alrededor de 43 mmdd en 1994 (IMF, 1999).

Después de la turbulencia de los mercados de principios de 1994, los países y los intermediarios financieros empezaron a usar técnicas de crédito mejoradas, por ejemplo, bonos con opción de conversión en valores gubernamentales con cobertura cambiaria, como los Tesobonos. Además, las economías de la región entraron a una etapa de creciente amortización de deuda por los vencimientos de los bonos emitidos al inicio del decenio, de manera que los prestatarios empezaron a enfrentar dificultades para amortizar vencimientos con nuevas emisiones. La contracción de estos flujos puede observarse en el descenso de las compras estadounidenses netas de títulos extranjeros de 120 mmdd a 60.6 mmdd entre 1993-1994 (Bach, 1994:6)

La colocación de valores de los mercados latinoamericanos descendió. En particular, desde febrero de 1994, México buscó mantener el nivel de flujo de capitales mediante el cambio de las tenencias de inversionistas extranjeros de valores gubernamentales en pesos por instrumentos con cobertura cambiaria (Tesobonos), que en diciembre de ese mismo año llegaron a cerca de 30 mmdd. Dichos instrumentos, con vencimientos menores a un año, se convirtieron en uno de los elementos que precipitó la mayor incertidumbre entre los inversionistas extranjeros durante enero de 1995. La imposibilidad de saldarlos en los meses siguientes y el riesgo inminente de una suspensión de pagos condujeron a los acuerdos *swaps* con garantía petrolera que se firmaron en febrero de 1995.

En realidad, México era visto por los inversionistas como un país con un perfil de riesgo adecuado. El FMI señalaba: “Los observadores opinan que los bonos mexicanos constituyen un punto de referencia, ya que México está considerado como uno de los mejores riesgos de crédito entre los países en desarrollo que previamente reestructuraron sus deudas con acreedores privados...” (IMF, 1995a: 17). Por ello, la crisis mexicana precipitó la reconfiguración de la cartera de los mayores inversionistas, en particular de los estadounidenses en los mercados emergentes y los obligó a efectuar un reposicionamiento más cuidadoso, especialmente con las garantías y colaterales.

En 1994, los préstamos bancarios a los países latinoamericanos fueron muy bajos, al sumar 3.5 mmdd; en 1993 ascendieron a 6.3 mmdd, recuperándose en 1995 cuando, como consecuencia de los fondos para la reestructuración de deuda y recapitalización de bancos, estos alcanzaron los 12.1 mmdd. (OECD, 1995: 80; FMI, 1998:26).

La expansión de los mercados financieros internacionales, en particular el de US, se basó ampliamente en la titulación de activos. De acuerdo con la OCDE, la decisión del inversionista de comprar un valor se encuentra en gran medida separada de la posición crediticia de la institución originaria; la decisión depende tanto de la percepción del inversionista sobre la capacidad de los activos subyacentes de generar el flujo de efectivo necesario para cumplir el pago contraído, como también del grado de protección incorporado en la estructura del valor en sí mismo (OECD, 1995: 33). Los activos subyacentes más comunes son las hipotecas, los pagarés de tarjetas de crédito y los créditos para autos y al consumo. En el caso de las nuevas emisiones y préstamos para México en 1995, dichos activos fueron, entre otros, los contratos de venta del petróleo y las operaciones sobre los títulos del sector petroquímico por privatizar.

Los incentivos para la titulación de activos, precisamente porque están de alguna manera desligados de la solvencia de los intermediarios financieros, van en sentido inverso a la fortaleza de éstos. El inicio de la titulación se convirtió en un rasgo característico del sistema financiero de US. Sin embargo, no debe olvidarse que en ese país las inversiones en este tipo de cartera carecían de seguro de depósito (OECD, 1995: 39).

El compromiso original de financiamiento por 3.5 mmdd de la banca comercial en el llamado paquete de rescate del gobierno de Clinton, fue encabezado principalmente por el JPMorgan y el Citibank. Es muy reelevante saber que éste acuerdo se se modificó para participar en la colocación de nuevos bonos del gobierno mexicano que podrían convertirse en participación accionaria en la industria petroquímica privatizada o bien en la banca privada nacional.

Sin embargo, la turbulencia en el mercado de bonos afectó a los intermediarios financieros estadounidenses; las más importantes agencias calificadoras disminuyeron la calificación de varios bancos de inversión como resultado de la mayor volatilidad de los mercados de dinero y capitales que deprimió sus ganancias en 1994. Incluso, la calificación de algunos bancos comerciales cayó en el tercer trimestre de 1995. La competencia en el sector se intensificó en la medida en que se estaban estrechando los límites que separaban los bancos de inversión de los bancos comerciales. De hecho, los bancos de inversión y también los bancos comerciales estaban cada vez con mayor nivel de exposición e insuficientemente capitalizados y se fueron tornando más vulnerables, muy pronto con la crisis asiática y rusa de 1997-1999, se vieron envueltos en enormes procesos de adquisición. Sin embargo, en ese primer momento desatado en 1994 y con la remoción de la ley McFadden también fueron impulsado las fusiones y adquisiciones bancarias; tales fueron los casos de la expansión de los *bank holding companies* y de las tres grandes fusiones de junio a agosto de 1995 que culminó con la del Chemical Bank y el Chase Manhattan. Ello indudablemente replanteó la estrategia de expansión de la banca estadounidense en los siguientes meses y años (OECD, 1995: 143).

Las autoridades financieras de US trataron de controlar los efectos de las sucesivas elevaciones de las tasas de interés en su mercado financiero durante 1994. Los bancos, por su parte, reconfiguraron sus carteras con vistas a la turbulencia en el mercado de bonos y a la elevación sistémica de los costos de fondeo que podría aumentar la fragilidad de sus balances. De acuerdo con el informe de 1994 de la Reserva Federal de Nueva York, la sucesiva elevación de las tasas de interés hizo que los bancos perdieran flexibilidad en la administración de sus posiciones de reserva; al finalizar 1994 el

potencial de dificultades operativas asociadas con los bajos saldos en reserva había reaparecido (McDonough, 1994:15)

Además, como efecto del alza de las tasas de interés, el rendimiento neto de muchos bonos de los fondos de inversión fueron negativos en 1994; en 1993 muchos de ellos habían presentado ganancias importantes. A lo largo de 1994 se informaron pérdidas financieras significativas en el mercado de valores interno; en algunos casos se relacionaron con la exposición en instrumentos derivados que acrecentaron el efecto de los cambios en el rendimiento y en los flujos de pago de interés (McDonough, 1994:15) Las pérdidas en derivados durante 1994 se estimaron en 6 mdd.

La estrategia de aterrizaje suave para los altos rendimientos en las economías emergentes, y especialmente en las mayores economías latinoamericanas también fue considerada por los mercados financieros. Ésta se expresó en las estrategias de inversión de cartera en los valores mexicanos que se plantearon a los inversionistas, pasando de Cetes a Tesobonos. Sin embargo, esa estrategia de lento aterrizaje alcanzó sus límites con la crisis financiera mexicana de diciembre de 1994. El FMI identifica algunos de los principales límites de dicha estrategia que, en el caso del aterrizaje suave de los mercados financieros emergentes, se basaron en: la expansión del grupo de inversionistas; la diversificación de los instrumentos y carteras; y, en la elevación de los rendimientos y garantías de los instrumentos del mercado de dinero.

Según el FMI, los beneficios ganados con la diversificación de la cartera en valores de los mercados emergentes pueden perderse en períodos de importantes disturbios en los mercados. Sin embargo, la volatilidad de las ganancias en muchos mercados emergentes no disminuyó con el tiempo, más bien se incrementó al inicio de 1994

(IMF, 1995a: 29). En un análisis tradicional, el FMI señala que el incremento de inversionistas podría disminuir la volatilidad en el tiempo, en la medida en que agregan liquidez y diversifican aún más las preferencias de riesgo. Sin embargo, los nuevos inversionistas pueden diferir de los anteriores en cuanto a sus expectativas de rendimiento, preferencias de riesgo y necesidad de liquidez, con lo que el incremento de la base inversora puede añadir volatilidad y no necesariamente disminuirla.

Asimismo, en un marco tradicional, se supone que los inversionistas individuales no tienen capacidad para influir en el precio de los activos intercambiados en el mercado. Pero en estructuras de mercado poco competitivas, con pocos y grandes inversionistas, éstos sí tienen la posibilidad de influir en aquéllos; un incremento en el número de grandes inversionistas puede, en realidad, añadir volatilidad a los mercados (IMF, 1995a: 29).

Cuando los mercados de valores en los países emergentes se abrieron a los inversionistas extranjeros, el volumen y la volatilidad de las compras de los inversionistas estadounidenses se incrementaron en forma destacada, lo cual ha sido particularmente notorio en los casos de Argentina, Brasil y México (IMF, 1995a: 30). Más tarde, la intensificación de las privatizaciones de los fondos de pensión, precisamente buscando actuar en la estabilidad de los mercados de valores domésticos. (Correa, 2010)

La industria de valores de US se dañó por la turbulencia en el mercado de bonos producida por la política monetaria. Además, fue parte del curso la exacerbada competencia manifiesta en el debate sobre la remoción de los límites entre la actividad bancaria y de valores. Esta última se ha caracterizado por una elevada concentración, pues aunque al inicio de los años noventa había 7 400 empresas de valores en US, sólo poco más de 300 estaban en

la Bolsa de Nueva York, según la Asociación de la Industria de Valores, pero representaron 68% de los ingresos de toda la industria en 1993. Las diez principales empresas controlaban el 54% de los ingresos totales y 63% del capital. Las 25 compañías más importantes dominaban casi 80% de los ingresos y del capital de la banca de inversión.

Entre las compañías participantes en las colocaciones latinoamericanas estuvieron: los bancos de inversión Goldman Sachs, Bear Stearns, CS First Boston y Salomon Brothers; y los conglomerados financieros Citibank, JP Morgan, Bankers Trust, Swiss Bank, Deutsche Bank y Chase Manhattan.

La crisis financiera mexicana y la crisis de los mercados emergentes se vincularon estrechamente a la situación de los bancos comerciales y de inversión de US y sus estrategias para modificar la composición de sus carteras. En cuanto a AL, la restricción de financiamiento en el contexto de la liberalización comercial produjo, casi obligadamente, la apertura financiera, convirtiendo la deuda privada en moneda extranjera en movimientos de cartera entre bancos y empresas.

Así, México a partir de estructuras financieras diversas, avanzó un paso más en la desregulación financiera, en la coordinación de las políticas monetarias y crediticias con la Fed y en la disolución de toda la protección al sector financiero, incluso de aquella prevista en el Tratado de Libre Comercio (TLC) (Correa, 1995).

La apertura comercial y financiera en América Latina y México tuvo efectos deflacionarios en los años noventa, pues de manera recurrente deprimió las actividades económicas del sector interno, tanto en la producción, el comercio, la inversión y el empleo. El descenso de los precios relativos de los bienes comercializables y de los activos productivos y financieros de los países de la región,

debido a las sucesivas devaluaciones, disminuyó su ingreso y las condiciones de inversión. Aunque no fue para las mayores economías otra década perdida, como los años ochenta, no fueron años de rápida recuperación, por el contrario, la región sufrió los embates de sucesivas crisis bancarias. El reestablecimiento de las condiciones de financiamiento doméstico en monedas locales en la siguiente década ha sido incierto y muy desigual en la región, aunque han tenido mejores condiciones para ello, aquellos países que mantuvieron las estructuras institucionales de los bancos públicos. (Correa, 2008; Marshall, 2011)

La crisis mexicana y las crisis bancarias casi simultáneas en Argentina, Brasil y Venezuela mostraron que el camino de la apertura financiera no estaba exento de un alto riesgo de crisis financieras. La elevada participación de los bancos de US en los flujos de colocaciones de cartera y deuda hacia la región obligaba a las autoridades financieras de US a efectuar las tareas, así sea parcialmente, de prestamista de última instancia.

Así, la Fed y el Departamento del Tesoro dispusieron de los fondos para el rescate de los bancos estadounidenses involucrados, pero las autoridades locales estuvieron fuertemente condicionadas para operar la ampliación del crédito en moneda doméstica. Quedo así de manifiesto la estrecha dependencia del crédito doméstico, incluso en moneda nacional, al crédito internacional. La crisis financiera mexicana de 1994-1995, como un episodio más en las transformaciones de los mercados financieros globales, mostró que incluso con monedas nacionales, la apertura financiera de espacios monetarios, construye una estructura crediticia jerarquizada, que acompaña a la expansión de los conglomerados financieros y no financieros globales

Reflexiones

Este trabajo sostiene que las decisiones de la Fed acerca de la tasa de interés y de su política monetaria han influido de forma determinante sobre los flujos de capital hacia AL y México. Mientras la política monetaria de la Fed elevó en casi 10 puntos porcentuales la tasa de interés de fondos federales al inicio de los años ochenta, duplicándola en menos de 24 meses, produjo en US una recesión de doble inmersión y la década perdida en AL. Sin embargo, hacia 1994-1995 la Fed volvió a duplicar la tasa de fondos federales, pero esta vez no produjo una recesión en US, y apenas se sintió en los países de la OCDE, pero fue arrasadora para México, Argentina, Colombia, y en menor medida para Brasil.

Este cambio en las consecuencias de la política monetaria de la Fed sobre la actividad económica en los años noventa fue discutido en la literatura ortodoxa al tratar de entenderlos como transformaciones en los mecanismos de transmisión de la política monetaria de la Fed (McDonough, 2002). Sin embargo, los flujos de crédito habían cambiado, y la expansión de los mercados de bonos y la titulización del crédito, especialmente en US estaban cambiando las condiciones de la competencia entre los bancos de inversión y los bancos comerciales. Lo cual tuvo su expresión en la enorme expansión al inicio de los noventa de las inversiones de cartera hacia las mayores economías latinoamericanas, la configuración de una verdadera burbuja especulativa en la titulización que tuvo su primera experiencia de crisis en México 1994.

Así, a casi veinte años de la primera crisis de titulización a nivel mundial es importante hacer varias reflexiones en torno al papel desarrollado por la Fed a lo largo de las recurrentes crisis hasta el curso de la ‘gran crisis’ al día de hoy. Desde ese entonces, los años ochenta y noventa, tal como se aborda en este trabajo, el gigantesco crecimiento del sistema financiero sombra promovido por la Fed causó no sólo la primera crisis de titulización en México

sino sólo fue el suspiro de la importancia que tienen las decisiones de la Fed sobre la tasa de interés y el comportamiento de los flujos de capital. Desde el años 2008 hasta el día de hoy, el presidente de la Fed, maneja tanto la política monetaria como la tasa de interés en función de los inversionistas institucionales y de los intereses de Wall Street. No se podrían entender las causas de la ‘gran crisis’ sin tomar en cuenta las decisiones de la Fed a lo largo de los últimos cuarenta años.

Al igual que ayer, sólo resta mencionarlo que al cerrar este trabajo, el presidente de la Fed volvió a bambolear los mercados emergentes con sólo anunciar un descenso en las compras mensuales de bonos y una futura elevación en la tasa de interés de fondos federales que ha permanecido en el curso de la crisis a una tasa cero. Los países como México y emergentes en general deben de coordinar mucho mejor la política de la tasa de interés y observar un juego independiente sin importar un TLC y coordinar de manera eficiente los intereses nacionales. Sin lugar a dudas que la Fed maneja la batuta de la orquesta piano pianísimo o fortísimo como sea necesario.

Bibliografía

- Bach, Christopher L., (1994), *International Transactions: Fourth Quarter and Year 1994*, Bureau of Economic Analysis, U.S.
- Banco de México (1993), *Informe del Banco de México*, México.
- Banco de México (1994), *Informe del Banco de México*, México.
- Banco de México (1995), *Informe del Banco de México*, México.

- Correa, Eugenia (1995), “Servicios financieros y banca en el contexto del TLC”, en Alicia Girón, Edgar Ortiz y Eugenia Correa (comps.), *Integración Financiera y TLC*, Siglo XXI Editores, México.
- Correa, Eugenia (2008), Financiamiento, vulnerabilidad e inserción financiera externa de América Latina, en Correa, E., J. Déniz y A. Palazuelos (coord.) *América Latina y Desarrollo. Estructura, Inserción Externa y Sociedad*, Akal, Madrid, 2008, pp. 141-154.
- Correa, E. (2010), “Pensiones y Reformas Financieras en América Latina”, en Alicia Girón, Eugenia Correa y Patricia Rodríguez (Coordinadoras), *Pensamiento postkeynesiano: de la inestabilidad financiera a la reestructuración macroeconómica*. (2010) Ed. IIEc-UNAM. ISBN: 978-607-02-1337-3. Pp. 289-311.
- Epstein, Gerald (2013), Developmental central banking: winning the future by updating a page from the past. En *Review of Keynesian Economics*, vol. 1, no. 3, Otoño 2013. Pp. 273-287.
- Ferguson, Roger (2002), Understanding Financial Consolidation, Financial Innovation and Monetary Transmission Proceedings of a Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of New York, April 5 and 6. FRBNY Economic Policy Review/May2002. <http://www.newyorkfed.org/research/epr/2002n1.html>
- International Monetary Fund (1995a), *Private Market Financing for Developing Countries*, Nueva York.
- International Monetary Fund (1995b), *World Economic Outlook*, mayo de 1995.
- International Monetary Fund (1998), *International Capital Markets*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/icm/icm98/>
- International Monetary Fund (1999), *World Economic Outlook*, database. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/1999/01/data/#top>

- Marshall, Wesley (2010), Mexico Desbancado: causas y consecuencias de la pérdida de la banca nacional. Miguel Ángel Porrúa-UAM Iztapalapa, México.
- McDonough, William (1994), *Annual Report*, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- McDonough, William (2002), Opening Remarks, Financial Innovation and Monetary Transmission Proceedings of a Conference Sponsored by the Federal Reserve Bank of New York, April 5 and 6. FRBNY Economic Policy Review/May2002
<http://www.newyorkfed.org/research/epr/2002n1.html>
- Organization for Economic Cooperation and Development (1995), *Financial Market Trends*, Paris, June.
- Vidal, Gregorio. (2008) Privatisation in Latin America, en Arestis, P. y M. Sawyer, *Critical Essays on the Privatisation Experience*, Ed. Palgrave, UK.