

La Economía de México y la Crisis Financiera Global: Ojeada a un “Cisne Negro”

Everardo Elizondo
Subgobernador, Banco de México

CLADEA
Asamblea 2008

23 de Octubre, 2008
Cholula, Puebla

Introducción

Muchas gracias a Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración y, en especial, al Sr. Rector de la Universidad de las Américas Puebla, Dr. Luis Ernesto Derbez, por su invitación a participar en este evento anual, ya prestigiado por la oportunidad y relevancia de los asuntos seleccionados como su tema central, por el alto nivel profesional de los asistentes y por la calidad de los expositores --con alguna excepción evidente.

Como ustedes saben, yo soy uno de los cinco miembros de la Junta de Gobierno del Banco de México, la cual es el cuerpo colegiado encargado de diseñar y poner en práctica la política monetaria en este país. En lenguaje llano, el término “*política monetaria*” se refiere a las acciones del Banco Central cuyo propósito, de acuerdo con la Ley, es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda. Con ello, se pretende contribuir de la manera más eficaz a promover un crecimiento económico rápido y sostenido, con el fin de aumentar el bienestar de la población.

Dicho lo anterior, conviene aclarar que las opiniones que siguen son exclusivamente de mi responsabilidad, y no deben atribuirse a

la Junta como un todo, ni tampoco a alguno de los otros miembros de ella.

Un “cisne negro”

Nicholas Nassim Taleb publicó el año pasado un libro fascinante con el título de El Cisne Negro: El Impacto de lo Altamente Improbable. Su tesis central es que la evolución económica del mundo depende, básicamente, de la ocurrencia de eventos trascendentes que se escapan por lo común del ámbito de lo esperado, de lo imaginado, de lo “*pronosticado*”. Taleb sustenta su proposición tanto en una multitud de ejemplos históricos como en una sólida argumentación teórica.

La crisis financiera mundial en curso representa una ilustración meridianamente clara de la hipótesis de Taleb. Nadie, que yo conozca, previó su ocurrencia, y menos aun su magnitud. Es cierto que algunos analistas avezados advirtieron a los “*hombres prácticos*”, hace algunos años, sobre la existencia de diversos desequilibrios económicos y financieros, en particular en Estados Unidos. Pero ninguno se aventuró a caracterizar el desenlace de dichos desajustes como una crisis financiera global, sin paralelo desde la Gran Depresión.

La crisis afloró hacia el verano del 2007, pero ha alcanzado su culmen --al menos eso espero-- recientemente. Su virulencia y su extensión ha sido tal, que ha desafiado las respuestas de las mentes más brillantes del mundo, y de los ejecutivos más experimentados. Las medidas para contenerla han sido primero graduales y moderadas, y luego, apresuradas y radicales, hasta llegar a lo inédito, a lo revolucionario. Por ejemplo, los bancos centrales empezaron por reducir las tasas de interés oficiales, pero muy pronto encontraron que tal instrumento, de naturaleza macroeconómica, no era suficiente para lidiar con un problema

esencialmente microeconómico --sino en su origen, sí en sus manifestaciones más visibles. En consecuencia, adoptaron una serie de medidas complementarias --como la inyección de capital gubernamental a las instituciones en problemas-- realmente extraordinarias.

No creo exagerado afirmar que la profundidad de la crisis excedió a lo esperado por los encargados de diseñar e instrumentar la política monetaria en todos los países del mundo. México no fue la excepción.

El contagio financiero llega a México

Durante varios meses, la crisis financiera mundial pareció afectar sólo de manera marginal a la economía mexicana. Por un tiempo, el signo más notable de ello fue la volatilidad del índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. Más adelante, el golpe de la crisis sobre la economía real de Estados Unidos empezó a distinguirse en la trayectoria declinante de variables tales como las remesas de trabajadores mexicanos en el extranjero y las exportaciones de mercancías.

Como la crisis financiera se había iniciado en el mercado inmobiliario de alto riesgo en el vecino país del norte y se había propagado con velocidad electrónica al sistema financiero, las autoridades mexicanas se abocaron a examinar con detenimiento la salud de la banca mexicana, el principal componente del sistema financiero nacional. Lo que encontraron dio pábulo a cierta tranquilidad: la banca comercial de México no tenía en su balance, ni fuera del mismo, activos de dudoso valor, ya no digamos “tóxicos”.

Sin embargo, el problema, el “cisne negro” local, estaba en los estados financieros de las grandes empresas. Específicamente, consistía en la existencia de instrumentos financieros muy

sofisticados, de alto riesgo. Los mecanismos en cuestión eran derivados estructurados, razonablemente rentables en condiciones de poca variabilidad del tipo de cambio, pero muy dañinos en una situación de una depreciación significativa del tipo de cambio del peso.

El “cisne negro” apareció en el cielo mexicano hace unos cuantos días, cuando frente a cierto deterioro del tipo de cambio, asociado con la creciente incertidumbre externa, varias instituciones trataron de cubrir posiciones cuantiosas en moneda extranjera. El movimiento coincidió con una fuerte demanda de divisas, relacionada con una restricción cambiaria en Brasil. El resultado fue una abrupta depreciación del peso. A mi juicio, lo relatado describe con fidelidad el problema. La exagerada retórica posterior sobre una supuesta “*fuga de capitales*” fue simplemente un ruido mediático.

El ascenso del tipo de cambio fue tan rápido y de tal magnitud, que las autoridades encargadas del manejo cambiario en México (los miembros de la Comisión de Cambios) decidieron ordenar al Banco Central intervenir en el mercado de divisas, en la forma de una oferta masiva y repetida de dólares, canalizada al sistema bancario a través de un mecanismo de subastas. Entre el 8 y el 23 de octubre, el Banco colocó en el mercado 13,000 millones de dólares.

La medida funcionó eficazmente, aunque no sin reacomodos frente a las novedades. En concreto, resultó que el detonador del problema no era sino uno de varios casos graves de exposición exagerada al riesgo cambiario --desconocidos tanto por los analistas como por las autoridades. Paulatinamente, las acciones del Banco de México y la propia operación del mercado dieron salida al atorón. El tipo de cambio regresó a niveles ya no tan

distantes al máximo observado (\$11.60) durante la Gran Estabilidad (la década más reciente).

Algunas facetas del debate

La discusión pública reciente sobre la crisis financiera y la economía de México se ha enfocado, curiosamente, en el manejo de la reserva de divisas extranjeras por parte del Banco de México. Y digo “*curiosamente*” porque la mayoría de las críticas expuestas se han basado en una concepción equivocada tanto del marco legal correspondiente como de la economía del tema. Me explico.

Para empezar, conviene recordar, a la letra, el contenido del Artículo 2 de la Ley del Banco de México. Cito: “*El Banco de México tendrá por finalidad proveer a la economía del país de moneda nacional. En la consecución de esta finalidad tendrá como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de dicha moneda. Serán también finalidades del Banco promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pago*”.

Está claro, en consecuencia, que Banxico (como todos los bancos centrales modernos) tiene responsabilidades múltiples, que van más allá de procurar la estabilidad de los precios, es decir, el control de la inflación. Específicamente, una de las tareas de Banxico consiste, como dije, en “*promover el sano desarrollo del sistema financiero*”. En dicho ámbito, el banco central puede desempeñar un papel único, que se deriva de su capacidad de proveer liquidez en forma rápida y abundante, en caso de una crisis financiera. Ninguna otra institución en la economía puede asumir tal quehacer.

El Artículo 18 de la Ley de Banxico señala que el Banco “*contará con una reserva de activos internacionales, que tendrá por objeto*

coadyuvar a la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional mediante la compensación de desequilibrios entre los ingresos y egresos de divisas del país". La reserva referida se constituirá, según la Ley, básicamente con oro y divisas, cuya disponibilidad no esté sujeta a restricción alguna. El Artículo 20 define claramente el significado del término divisas: "*billetes y monedas metálicas extranjeros, depósitos bancarios, títulos de crédito y toda clase de documentos de crédito, sobre el exterior y denominados en moneda extranjera, así como, en general, los medios internacionales de pago*".

Me detengo en las precisiones legales anteriores porque bastan para sustentar dos señalamientos clave:

1) La reserva de activos internacionales existe para, en su caso, compensar desequilibrios en el mercado de divisas, a fin de apoyar la procuración de la estabilidad de los precios. A este respecto, pienso que no es una exageración caracterizar como claramente desequilibrada la situación prevaleciente en el mercado de divisas en la mañana de octubre 8, cuando el tipo de cambio superó por un momento los 14 pesos (habiéndose situado apenas por encima de 11 pesos una semana antes). Dicha circunstancia dislocada justificó, sin duda, la decisión de la Comisión de Cambios, que instruyó al Banco de México para intervenir en forma extraordinaria como oferente de divisas. Lo mismo puede decirse de lo sucedido a lo largo de los siguientes días. Cabe agregar que el ascenso abrupto de la cotización del dólar podría tener efectos negativos muy graves no sólo sobre el curso de la inflación, sino también sobre la estabilidad del sistema financiero. Así pues, las operaciones recientes de Banxico, que significaron el uso intensivo de las reservas, tuvieron correspondencia perfecta con las encomiendas que la Ley le asigna a la institución. En resumen, como dice un refrán popular: "*Los bienes son para remediar los males*".

2) La Ley especifica, sin equívoco, los activos que pueden formar parte de la reserva internacional. Se trata, en general, de activos líquidos denominados en moneda extranjera a cargo de entidades del exterior, públicas y privadas. En consecuencia, carece de toda base jurídica el reclamo, expresado con mucha frecuencia por distintos observadores de la escena económica y política nacional, de integrar las reservas con activos nacionales de larga maduración. Desde luego, tal demanda implica también un sinsentido económico, por la sencilla razón de que las reservas deben constituir un depósito de recursos utilizables de inmediato en condiciones de emergencia, para hacer frente a obligaciones financieras con el exterior. (Todo lo anterior, sin mencionar las implicaciones monetarias de la sugerencia).

La cuestión de las reservas internacionales y de su manejo parece dar lugar a numerosas interpretaciones erróneas por parte de diversos grupos en la sociedad. Por ejemplo, la reducción de las reservas como consecuencia de las ventas realizadas por Banxico al mercado se ha calificado como una “*pérdida*”, como si se tratara de un quebranto neto. La realidad es, por supuesto, muy distinta, por las siguientes dos razones:

- 1) Banxico vendió un activo (los dólares) a un precio superior al de adquisición; por tanto, obtuvo en la transacción una utilidad, que se reflejará en los estados contables de la institución;
- 2) La tenencia del activo en cuestión estaba financiado en parte con un pasivo oneroso en pesos; la disminución de las reservas se traducirá entonces, lógicamente, en una baja del “*costo de acarreo*” de la posición, es decir, en una contracción del gasto financiero neto de la institución.

Otro cuestionamiento equivocado consiste, por una parte, en reconocer que la intervención de Banxico tuvo la intención de evitar “*males mayores*” pero, por la otra, y al mismo tiempo, en

señalar la naturaleza supuestamente “*súbita y extraña*” de dichos males. Sin embargo, los males asociados con una depreciación del peso, abrupta y desvinculada al menos en parte de los “*factores económicos fundamentales*”, no tienen nada de extraños, aunque sí de súbitos.

1) Por ejemplo, el ascenso del tipo de cambio se transforma de inmediato en una presión inflacionaria sobre los precios de los bienes comerciables internacionalmente, en el caso de una economía abierta como la mexicana. Por un simple efecto aritmético, ello se traduce en un alza del índice general de los precios y, dada la rigidez temporal de los salarios nominales, con toda probabilidad, en una caída del salario real. Así ha sucedido siempre en la historia económica nacional. Esta no es precisamente una consideración trivial.

2) La variación abrupta del tipo de cambio introduce en el ámbito financiero un elemento de incertidumbre. A la luz de la amarga experiencia de los agentes económicos mexicanos con situaciones similares, en ausencia de un factor estabilizador --como ha sido la intervención discrecional de Banxico-- el episodio podría dar lugar a un deterioro de las expectativas sobre el futuro del tipo de cambio y, a su vez, a “*una corrida contra el peso*”. Por supuesto, la historia no acabaría ahí. No es aventurado conjeturar que las secuela de una crisis cambiaria incluiría un ascenso de las tasas de interés nominales, diversos efectos negativos en el balance de las empresas y una restricción crediticia. De nueva cuenta, ninguna de tales consecuencias sería precisamente insignificante.

No quiero alargar mucho más esta mínima refutación de alegatos infundados. Sin embargo, pienso que uno de ellos merece cierta atención. Me refiero a la idea de que la intervención de Banxico ha enterrado en definitiva al régimen de tipo de cambio flotante

vigente en México a partir de la crisis de 1994-95. A este respecto conviene varias precisiones:

1) Allá por la mitad del mes de septiembre de 1998 Banxico intervino directamente en el mercado cambiario, tratando de acotar una depreciación del peso que parecía infundada; desde entonces y hasta la semana pasada, Banxico se mantuvo fuera del mercado; la flotación resultante durante dicho periodo de diez años fue tan “*verdadera*” como la mejor de las observadas en el marco internacional;

2) La crisis financiera mundial y las turbulencias relacionadas con ella no tienen precedente a lo largo de los últimos cincuenta años; así pues, frente a lo excepcional de las circunstancias externas, resulta congruente una medida también excepcional, como la intervención transitoria que comentamos;

3) Como ha señalado el propio Banxico en sus comunicados, la intención de las intervenciones ha sido coadyuvar a la regularización de las condiciones del mercado cambiario; el Banco no ha establecido un objetivo puntual para el tipo de cambio, ni una banda de tolerancia, ni una trayectoria meta; en otras palabras, se trata de una participación de naturaleza temporal; una vez que la situación presente visos de normalidad, el tipo de cambio seguirá determinándose por entero según las condiciones de la oferta y de la demanda privadas;

4) Por último cabe señalar, enfáticamente, que la flotación es el único régimen compatible con la autonomía de la política monetaria.

Apuntes finales

A manera de cierre de estos comentarios, se me ocurren los siguientes apuntes más bien tímidos, considerando el estado de flujo que todavía presenta la crisis financiera:

1) La principal amenaza para el crecimiento económico mundial, en el futuro inmediato, consiste en la restricción crediticia derivada de la estrechez de capital de las instituciones financieras y de la desconfianza (la aversión al riesgo), que todavía domina a los participantes en el mercado.

2) El problema referido estará presente también en México, aunque en menor grado que en otras latitudes. Se ha traducido ya en un aumento pronunciado del llamado “*riesgo país*” en todas las economías emergentes.

3) El proceso de ajuste no será instantáneo. El reciente modelo de negocios en el sistema financiero probó no ser viable. El nuevo modelo implicará una contracción drástica de dicho sector dentro de la economía. También el sector inmobiliario está sobredimensionado en Estados Unidos y en varios países europeos. Su hipertrofia ha sido consecuencia directa de la expansión crediticia. La falta de equilibrio es evidente a la luz de la caída recurrente de los precios de la vivienda en el mercado estadounidense.

4) Los fenómenos anteriores acentuarán la tendencia a la debilidad de la actividad económica real (consumo, inversión). En ello estriba el riesgo más importante para la economía de México en el porvenir próximo.

5) En general, la crisis ha sido interpretada como una prueba indiscutible de las “*fallas del mercado libre*”. Esta opinión se deriva de la simple observación de los síntomas del fenómeno, no de sus causas primarias. A mi juicio, el origen del problema radica en la creación excesiva de crédito, propiciada por una política monetaria inapropiadamente laxa. Si esto último es cierto, como yo creo, la crisis pone de manifiesto una “*falla del gobierno*”, no del mercado. Sin embargo, me temo que la visión superficial terminará dominando las discusiones y que las

próximas políticas públicas presentarán un sesgo intervencionista, ya evidente, en todas las economías del mundo.

6) La multitud de medidas puestas en práctica por las autoridades financieras en todas las latitudes ha acotado finalmente la crisis financiera en sí. Sin embargo, los inversionistas han dirigido ahora su atención a la parte real de la economía, donde el panorama no es muy halagüeño. De esto último se ha derivado una segunda ronda de pesimismo, que explica tanto la volatilidad como la tendencia descendente de los indicadores bursátiles.

7) Apenas la semana pasada, Ben Bernanke señaló en Nueva York que, sin desestimar los retos que aguardan a la economía, el público debe confiar en que se está echando mano de todos los recursos para enfrentarlos: el entendimiento histórico, el conocimiento técnico, el análisis económico, la capacidad financiera y el liderazgo político. “*Confío --dijo al terminar su discurso-- que la economía americana, con su vitalidad intrínseca y con las medidas disponibles, surgirá de este periodo con renovado vigor*”. Para el bien de todos, yo confío solidariamente que Bernanke tenga razón.

8) Mientras tanto, quiero señalar que a pesar de lo llamativo --y hasta espectacular-- de los recientes bandazos cambiarios del peso, la crisis financiera ha tenido en México un impacto todavía bastante limitado. Y pienso que las autoridades han reaccionado con prontitud y con atingencia frente a ella. Me refiero tanto a las acciones del Gobierno Federal como a las del Banco de México y, desde luego, a las de la banca de desarrollo.

9) Más allá de la coyuntura, queda pendiente el desafío principal: reformar la economía de México, para lograr el crecimiento alto y sostenido que todos queremos.