

Lecciones institucionales y fortalecimiento de mercados tras la crisis de 1994

Galia Borja

97 - 114

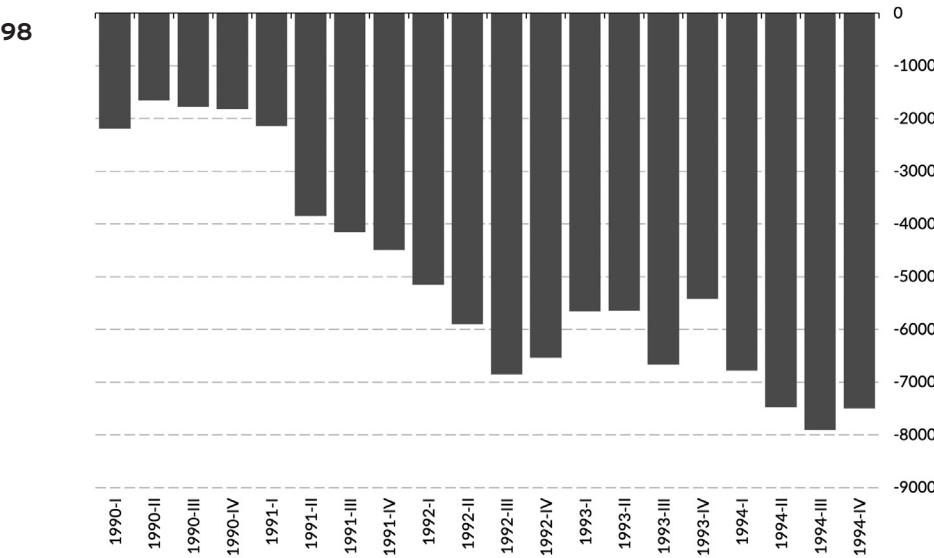
Artículo publicado en: Campos Vázquez, R. M., & Vélez Grajales, R. (Coords.). (2025). A 30 años de la crisis financiera de 1994-1995: Experiencias y aprendizajes en la política, la academia y los hogares. Centro de Estudios Espinosa Yglesias.
<https://ceey.org.mx/wp-content/uploads/2025/12/A-30-ANOS-DE-LA-CRISIS-FINANCIERA.pdf>

La de 1994 fue una crisis principalmente de balanza de pagos. En la Figura 1a, se puede ver cómo una de las principales fuentes de vulnerabilidad externa que enfrentaba la economía en aquel entonces era un persistente y creciente déficit en cuenta corriente. De 1990 a 1994, México registró déficits sostenidos, los cuales se fueron ampliando conforme avanzaban los años y superaron incluso los 7 000 millones de dólares hacia el final del periodo, lo que representó cerca del 5 % del PIB. Este déficit era financiado por un fuerte superávit en la cuenta de capital (véase la Figura 1b), que eran entradas de recursos financieros del exterior.

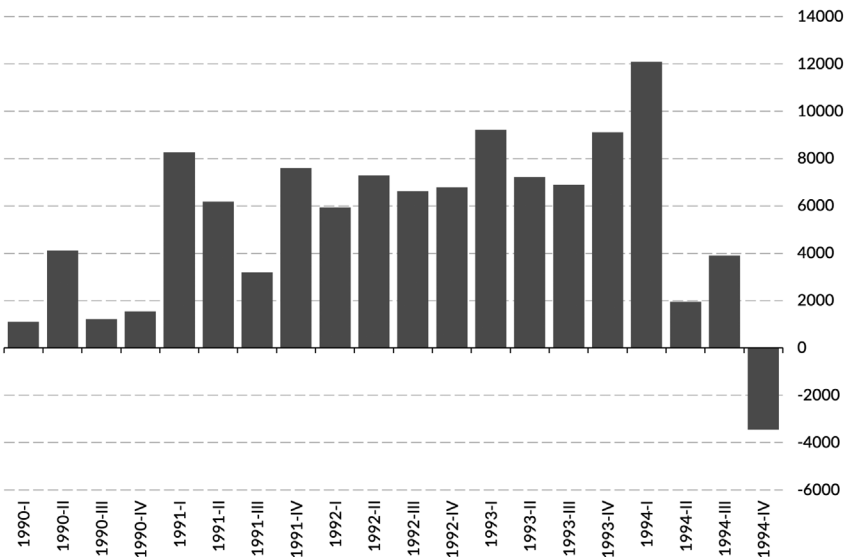
La dependencia del financiamiento externo era riesgosa, pues se trataba en su mayoría de capitales especulativos o golondrinos. Este desequilibrio en cuenta corriente dependía entonces de un financiamiento muy volátil, que principalmente entraba en instrumentos de muy corto plazo, ya que lo que buscaban era una rentabilidad inmediata y, por lo tanto, eran muy sensibles al riesgo país.

Figura 1. El amplio déficit en cuenta corriente se financiaba con el superávit de la cuenta de capital (millones de dólares por trimestre, 1990-1994).

a) Cuenta corriente.



b) Cuenta de capital.



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

Todo el año de 1994 representó un ejemplo claro de esta vulnerabilidad. La cuenta de capital experimentó fluctuaciones fuertes. En la Figura 1b, se puede ver en las últimas cuatro barras —que representan a los cuatro trimestres de 1994— cómo a partir de eventos de inestabilidad política (como el asesinato del candidato a la presidencia y después del secretario general del PRI) hubo una fuerte salida de capitales, para terminar en números negativos.

Analizando con más detalle el comportamiento de la cuenta de capital (véase la Figura 2a), se destaca que al inicio de 1994 todavía se veían entradas de capital —que podemos ver en la línea punteada—, representadas por los Cetes, que son las inversiones de corto plazo. Pero a partir de marzo, dichas entradas fueron descendiendo. También parte de estos ingresos del extranjero estaban en los Ajustabonos, o lo que antes eran los Udibonos. En la Figura 2b están las reservas internacionales. De manera particular, entre marzo y abril, perdimos casi 10 000 millones de dólares (pasamos de 28 000 millones a 17 000 millones) en reservas internacionales. Esto solo pudo contenerse con la emisión de Tesobonos —que se pueden ver en la línea gris claro de la Figura 2a—, los cuales eran instrumentos comprados y vendidos en pesos, pero que pagaban su equivalente en dólares. Para junio ya representaban el principal instrumento adquirido por los inversionistas extranjeros.

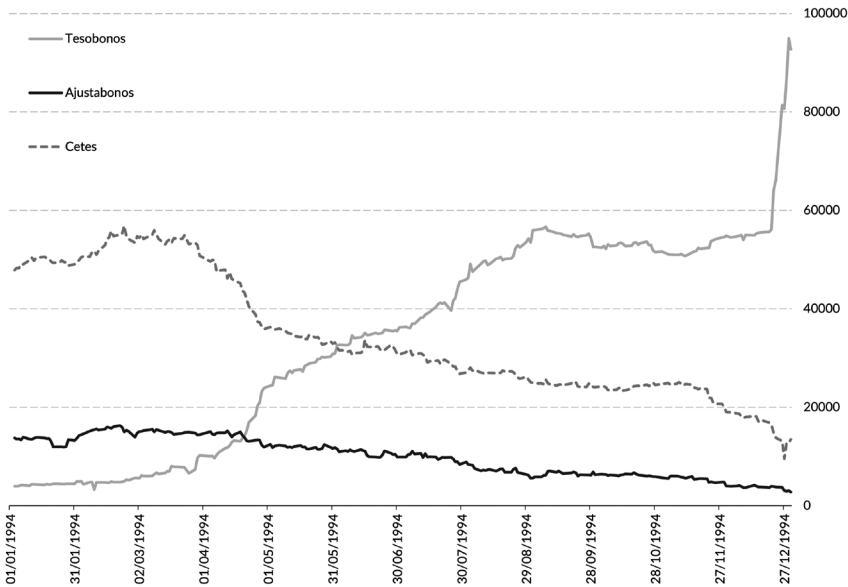
Para finales de año, la inestabilidad política aumentó, y la adquisición de los Tesobonos también crecía. Las reservas internacionales llegaron a un mínimo de 5 932 millones de dólares. Esta información hoy la conocemos oportunamente, pero en su momento no era así. Los inversionistas tenían que inferirla y estar adivinando cuál sería el nivel de las reservas del Banco de México, lo que generaba un ambiente de mayor incertidumbre y más propicio para prácticas especulativas.

Otra variable importante por analizar fue el comportamiento del tipo de cambio, que en ese entonces no estaba en un régimen flexible, sino en bandas cambiarias con deslizamiento controlado. Esto consistía en dejar flotar el tipo

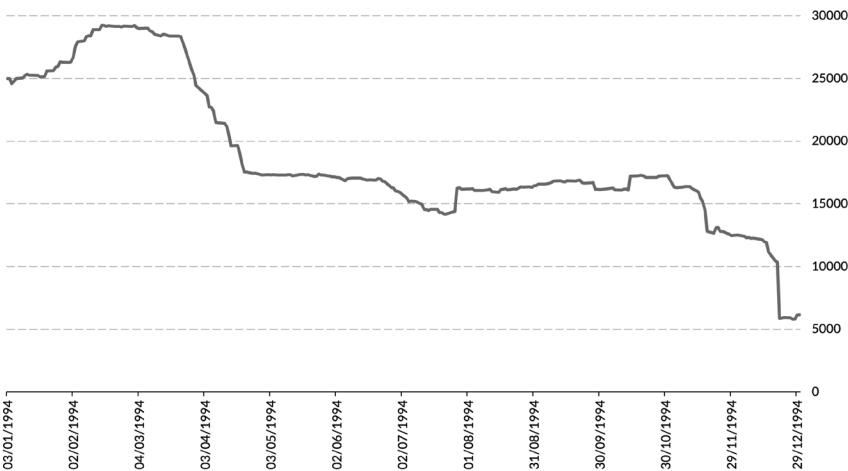
Figura 2. Las principales salidas de capital por parte de no residentes se observaron en los Tesobonos, al tiempo que las reservas disminuían.

a) Tenencia de activos financieros de residentes en el extranjero (millones de pesos mensuales).

100



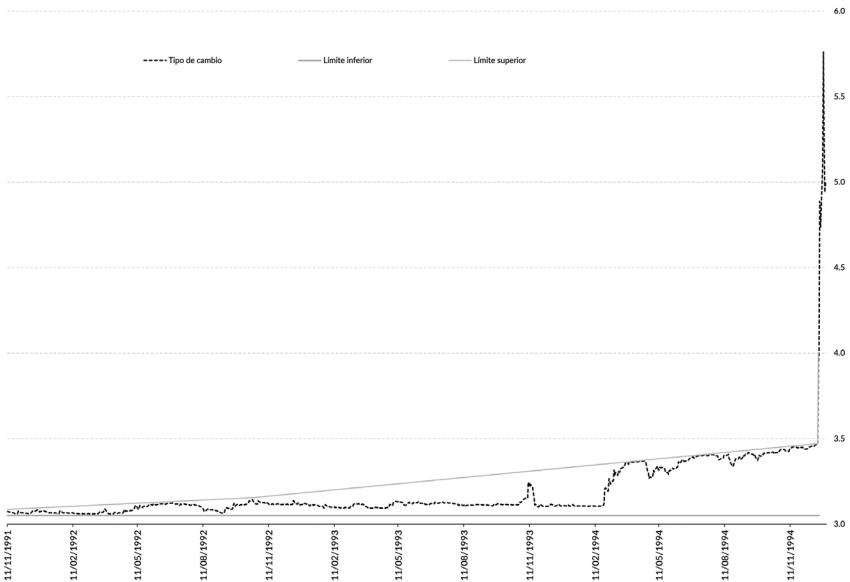
b) Reservas internacionales (millones de dólares mensuales).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

de cambio dentro de un intervalo (véase la Figura 3) que tenía un techo móvil —representado por la línea gris claro—, mientras que el piso se mantenía fijo. A partir de marzo de 1994, las presiones de la balanza de pagos condujeron a que la cotización de la moneda se pegara súbitamente al techo de la banda, y que se mantuviera ahí el resto del año, a costa de la caída en las reservas internacionales. Conforme las reservas se iban agotando, este desliz de la banda se mostraba insuficiente. Así fue como, el 19 de diciembre, la Comisión de Cambios decidió incrementar el techo de la banda al 15.3%, a un nivel de 4 pesos por dólar. Ese incremento se puede ver como un brinco vertical en la Figura 3. Pero la demanda de dólares continuó, y fue así como el 22 de diciembre se decidió dejar flotar el peso. Entramos de esa manera a un régimen de libre flotación que representó casi un salto al vacío, porque se tuvo que decidir de un día para otro.

Figura 3. Tipo de cambio (pesos por dólar).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

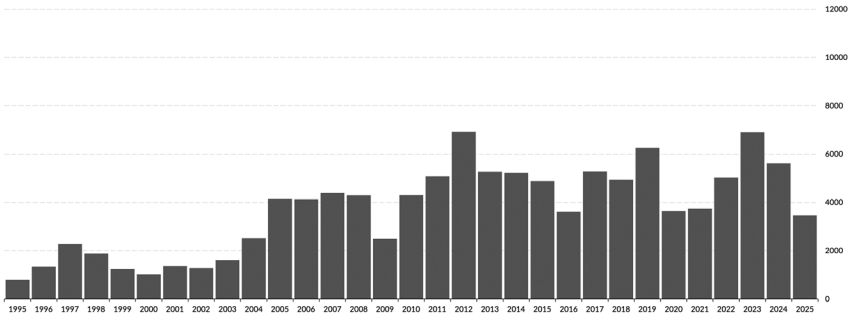
¿Qué se logró para que el régimen de flotación cambiaria fuera exitoso? El objetivo inmediato de la política económica en 1995 era estabilizar el tipo de cambio y garantizar la solvencia del gobierno. Así, se consiguió asistencia financiera para reponer las salidas de capital mostradas anteriormente. Asimismo, fue necesario plantearse la siguiente pregunta: ¿el régimen de libre flotación sería una fase temporal o una fase permanente de política? Si fuera temporal, se tendría entonces que definir un nuevo esquema de fijación del tipo de cambio y constituir las reservas internacionales. Sin embargo, se decidió mantener la flotación, con la convicción de que era el mejor arreglo para evitar que el tipo de cambio se alejara de su valor de equilibrio durante largos periodos, e inhibir ataques especulativos como los que acabamos de sufrir.

Para ello, era necesario desarrollar los mercados cambiarios y de derivados. En el mercado cambiario se requería que fuera un mercado grande —es decir, con muchos participantes comprando y vendiendo—, líquido —con muchas operaciones diarias— y profundo —con operaciones de alto valor o alto volumen—, para evitar manipulaciones de precios. Por eso, las autoridades eliminaron restricciones que se habían impuesto en años anteriores, lo que permitió la libre convertibilidad de la moneda en cualquier mercado externo. Con ello fomentaron la entrada de participantes en el mercado local para hacerlo más profundo y fortalecieron el sistema financiero mediante el desarrollo de un mercado de deuda local, además de mejorar la regulación y la capitalización del sistema bancario.

En cuanto al mercado de derivados, es importante recordar que, en un esquema de tipo de cambio fijo, el riesgo cambiario es asumido y administrado por el gobierno. Pero en uno con régimen de tipo de cambio flexible, los riesgos pasan a ser privados. Los derivados, como saben, son instrumentos financieros que permiten precisamente administrar esos riesgos.

De esta manera, en abril de 1995, el Banco de México autorizó la operación de mercados cambiarios con derivados en

Figura 4. Volumen promedio diario de operaciones vigentes de futuros sobre el peso mexicano en el CME (millones de dólares).

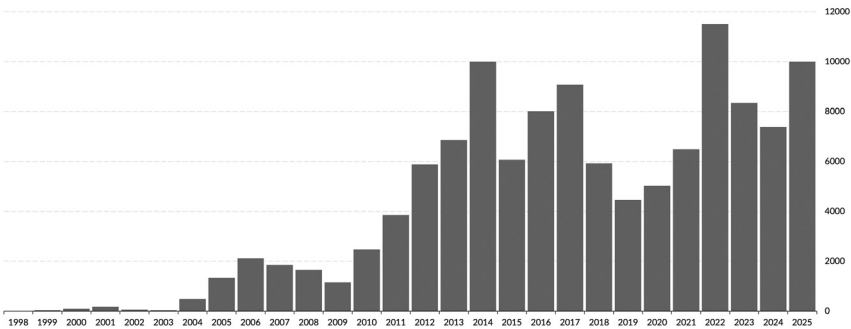


Fuente: elaboración propia con datos del Chicago Mercantile Exchange (CME).

dólares de Estados Unidos, cuyo subyacente era el peso mexicano. Así, el Chicago Mercantile Exchange (CME) lanzó un contrato de futuros de pesos mexicanos. Este fue, por cierto, el primer producto de mercado de una economía emergente en esa bolsa. Desde entonces, el volumen promedio diario de operaciones vigentes en este mercado se ha más que quintuplicado, al pasar de menos de 800 millones de dólares en 1995 a más de 5 000 millones de dólares entre 2024 y lo que va de este 2025 (véase la Figura 4).

La participación del CME introdujo también opciones para el peso mexicano, lo cual amplió las alternativas de cobertura para los participantes del mercado. Estas alternativas se ampliaron aún más con el lanzamiento del Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER), que inició operaciones en diciembre de 1998 con un contrato de futuros que involucraba al peso mexicano frente al dólar estadounidense. Así, la operación del MEXDER ha aumentado a lo largo del tiempo (véase la Figura 5). Tanto las operaciones en el CME como en el MEXDER permitieron que los agentes económicos fueran capaces de administrar el riesgo asociado a la moneda mexicana, y que, por consecuencia, las posiciones en pesos tuvieran menos incertidumbre y menos volatilidad.

Figura 5. Volumen promedio diario de operaciones vigentes de futuros sobre el dólar en MEXDER (millones de dólares).



Fuente: elaboración propia con datos del Mercado Mexicano de Derivados (MEXDER).

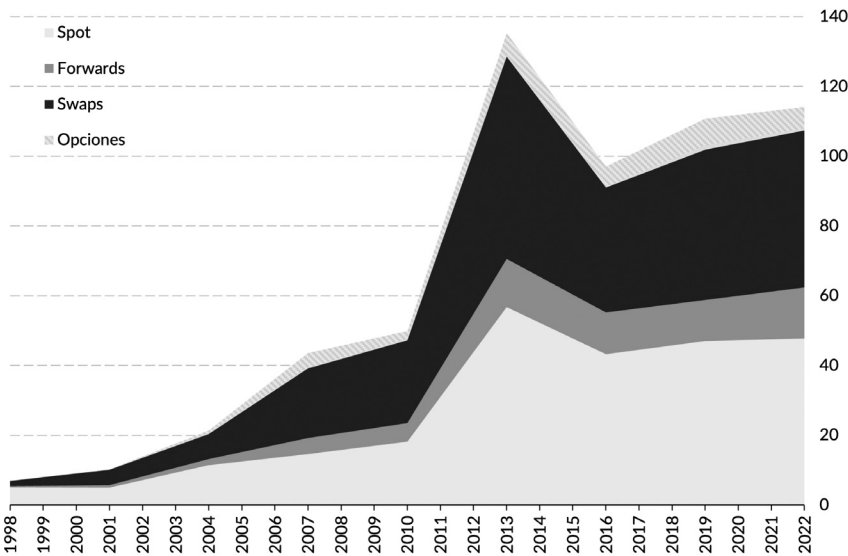
A partir también de 1995 se estableció que la moneda sería libremente convertible, es decir, que se pudiera liquidar en cualquier mercado de transacciones que involucraran al peso mexicano. Para lograr esa exposición, las autoridades impulsaron cambios en la regulación y supervisión del mercado extrabursátil —es decir, donde se hacen contratos derivados hechos a la medida, entre participantes interesados, sin pasar por una bolsa—. Para que esto funcionara, era necesario contar con una banca más sólida. Por eso, las autoridades hicieron cambios regulatorios que promovieron una mejor capitalización de la banca. A este respecto, el Banco de México les permitió a los bancos que cumplieran con una serie de requisitos —como solidez financiera, control de riesgos y sistemas adecuados— realizar operaciones cambiarias con derivados extrabursátiles. Esto ayudó a que la moneda mexicana se convirtiera en una moneda de alcance global.

El uso de distintos instrumentos derivados ha crecido de manera muy significativa (véase la Figura 6). De acuerdo con las encuestas trianuales del Banco de Pagos Internacionales (BIS), desde 1998 a la fecha, el volumen promedio de operaciones diarias con el peso mexicano también se ha quintuplicado. Muchas operaciones se realizan en *spot*, es decir, en

transacciones cambiarias directas que se liquidan en menos de 48 horas. Pero muchas otras se realizan en derivados, especialmente en *swaps*. Esto ha consolidado al peso mexicano como un mercado líquido a nivel mundial; es convertible en todas partes y se pueden cubrir transacciones tanto en el mercado bursátil —como el CME y el MEXDER— como fuera de él. En la actualidad, el peso mexicano ocupa el lugar número 16 en operaciones de divisas a nivel mundial, pero es la tercera moneda más utilizada de países emergentes, tan solo después del renminbi chino y de la rupia india.

Fomentar este desarrollo del mercado cambiario es un ejercicio continuo. En 2008, el peso mexicano comenzó a operar también en el Continuous Linked Settlement (CLS), donde hay 18 monedas participantes. Este es un sistema internacional que reduce el riesgo de incumplimiento en transacciones cambiarias por su diseño, ya que facilita la

Figura 6. Volumen promedio diario de operación del peso (miles de millones de dólares).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de Pagos Internacionales (BIS).

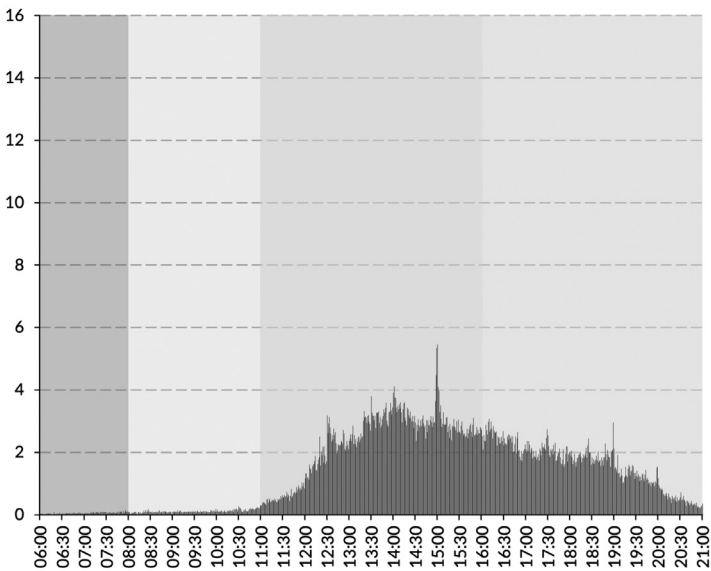
liquidación de operaciones prácticamente en tiempo real, las 24 horas del día. Esto permite que las transacciones del peso mexicano sean rápidas y fácilmente liquidables, incrementando así el atractivo del mercado mexicano como vehículo de inversión y atrayendo a nuevos participantes.

106 La Figura 7 muestra el número promedio de operaciones por minuto del peso mexicano en una de las principales plataformas donde opera —Refinitiv, antes Reuters— en dos momentos del tiempo. En la Figura 7a, están las transacciones promedio a lo largo de una jornada de 2005, es decir, antes de que la moneda fuera incluida en el CLS; en la Figura 7b, está la actividad promedio del mes de marzo de 2025. Cada franja gris en las gráficas muestra el horario GMT (hora del meridiano de Greenwich) en el que operan los mercados. Por ejemplo, Asia está representada de 6 a 8 de la mañana; Londres empieza a las 8 y termina a las 4 de la tarde; y Estados Unidos abre a las 11 y cierra a las 9 de la noche, siempre en horario GMT. Hay un periodo de traslape entre la bolsa de Londres y la de Nueva York. El número de operaciones en pesos mexicanos ha aumentado significativamente entre las dos gráficas. Por ejemplo, en el horario asiático, en 2005 prácticamente no había transacciones, pero actualmente hay hasta dos por minuto. En Europa y América el volumen también ha crecido de forma muy importante: antes había un máximo de 5.3 operaciones por minuto y ahora se registran hasta 14. Todas estas iniciativas que les he venido platicando han consolidado a nuestra moneda a nivel global, destacando entre las emergentes por su liquidez y su apertura.

De manera paralela, se desarrolló el mercado de deuda local y se impulsó el surgimiento de una base de inversionistas locales que contribuyeron al desarrollo del mercado de deuda gubernamental. La Figura 8 muestra cómo la tenencia de valores gubernamentales creció, tanto en fondos de pensión como en sociedades de inversión. Junto con la participación de inversionistas externos, esto ha permitido que contemos con un financiamiento diversificado, pasando de inversiones concentradas en el corto plazo —como las

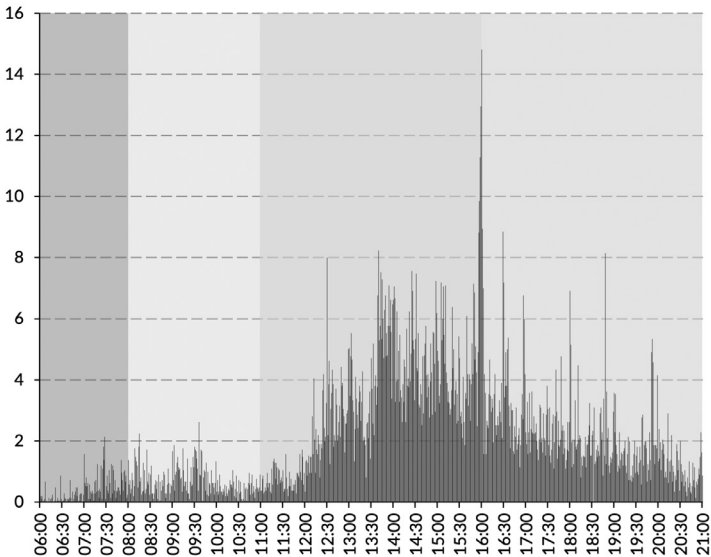
Figura 7. Distribución de la actividad intradía del peso mexicano en la plataforma Refinitiv (número de operaciones promedio por minuto en el horario GMT).

a) Transacciones promedio a lo largo de una jornada de 2005.



107

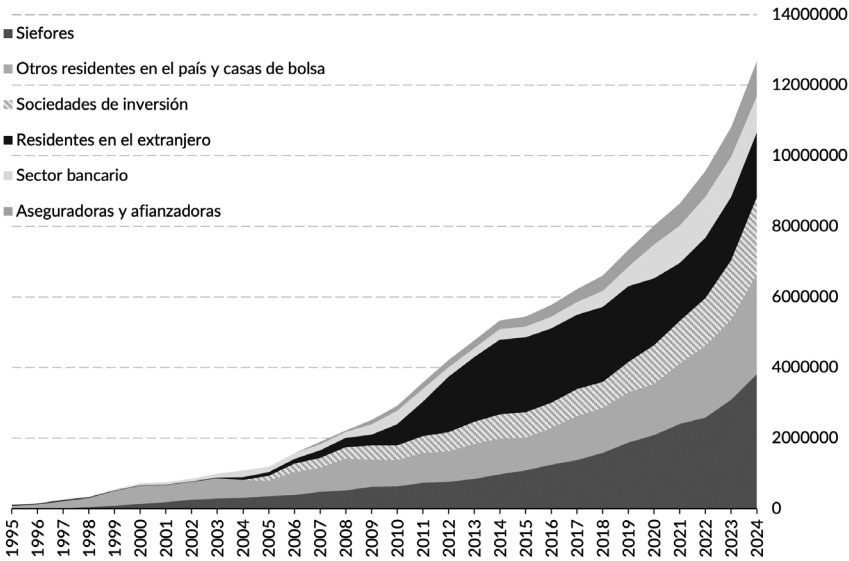
b) Promedio del mes de marzo de 2025.



Fuente: elaboración propia con datos de Refinitiv (antes Reuters).

Figura 8. Distribución de la tenencia de valores gubernamentales (millones de pesos).

108

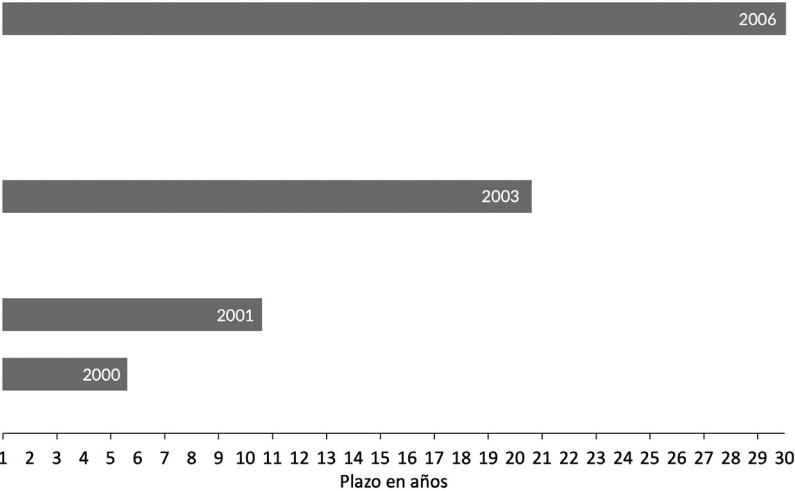


Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

presentes alrededor de la crisis de 1994— a incluir inversionistas institucionales que suelen tener una perspectiva de más largo plazo. No se trata de capitales golondrinos, sino de estrategias de portafolio a largo plazo.

Antes de 1995, el mercado de deuda local estaba concentrado en Cetes, es decir, instrumentos con plazos menores que un año. Por eso seguíamos dependiendo del financiamiento de mercados internacionales para plazos más largos. Conforme se fue fortaleciendo esta base de inversionistas locales, también se impulsó el desarrollo de un mercado de bonos domésticos. La Figura 9 muestra las primeras emisiones que hubo a distintos plazos. Por ejemplo, los bonos a 3 y 5 años se emitieron apenas en el 2000. Después, los bonos a 10, 20 y 30 años se colocaron en 2001, 2003 y 2006, respectivamente. Entonces, podemos decir que nuestro mercado de bonos es relativamente joven. De hecho, hace un par de años

Figura 9. Desarrollo de la curva de rendimiento a tasa fija (primera emisión).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

venció el primer bono a 20 años emitido por el gobierno mexicano, y al de 30 años —el primero— aún le quedan 10 años de vigencia.

Estos cambios permitieron, entre otras cosas, que el gobierno federal pasara de financiar más del 60% de su deuda local en moneda extranjera durante las décadas anteriores, a solo un 16.5% en la actualidad. También han permitido que bancos y empresas nacionales puedan financiarse en pesos mexicanos, evitando así la exposición a descalces cambiarios —tal como sucedió en la crisis de 1994—. Esta es una de las lecciones más valiosas que tenemos de esta experiencia.

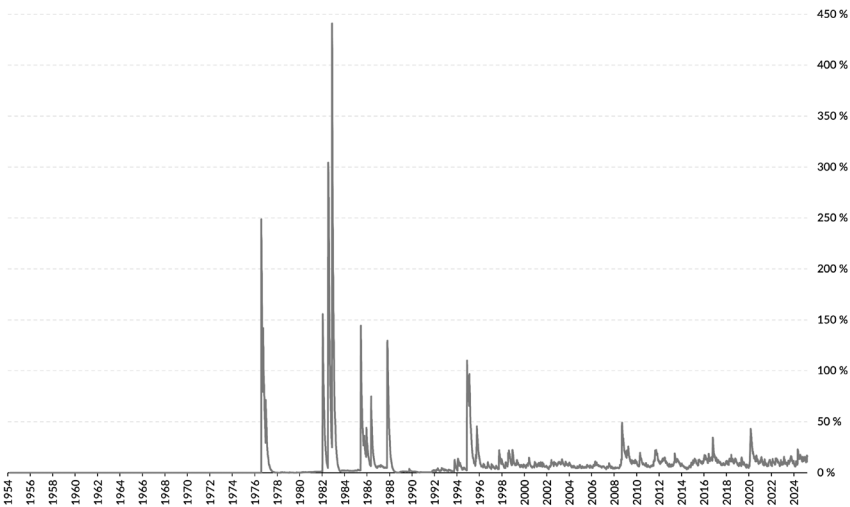
Todos estos cambios ayudaron a desarrollar los mercados financieros del país y a prevenir que ocurriera una crisis como la que experimentamos a finales de 1994; pero también es cierto que estos cambios tuvieron fuertes implicaciones a nivel macroeconómico.

110

La Figura 10 presenta la volatilidad que ha experimentado el tipo de cambio. Se puede ver cómo antes de 1995 los movimientos cambiarios estaban prácticamente planos, hasta que de pronto daban un brinco. Era como una olla de presión que contenía lo que sucedía, hasta que no podía más y reventaba. En la década de 1980, por ejemplo, se puede ver un brinco impresionante, con niveles de hasta el 450% de volatilidad. En contraste, a partir de 1995, con el régimen de libre flotación, podemos observar que sí hay mucha más volatilidad diaria, pero ya no ha habido un brinco como se experimentaba antes. De esta manera, se previenen desviaciones prolongadas de los fundamentos y, como no se acumulan, las magnitudes no son tan grandes.

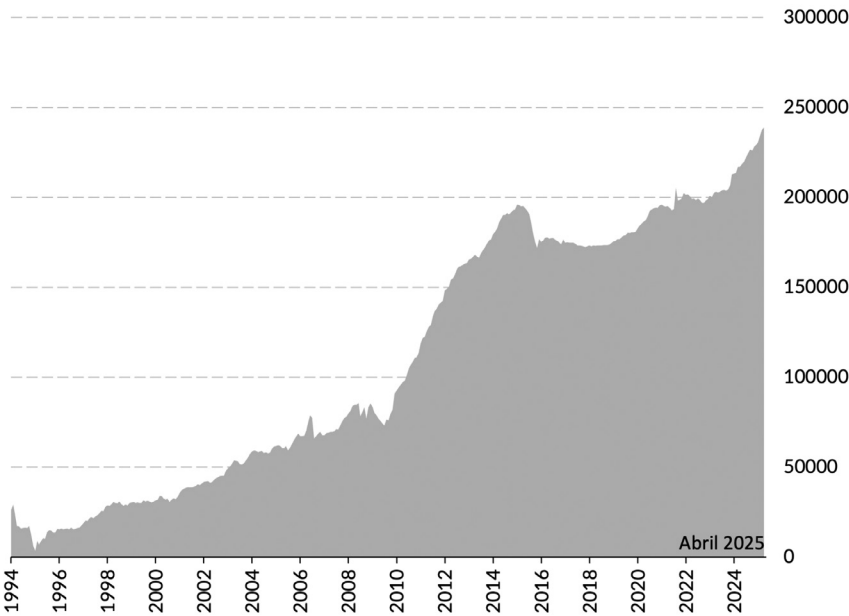
Otra implicación muy importante es que México ha experimentado un notable incremento en la acumulación de reservas internacionales. En la Figura 11 se puede ver el crecimiento de las reservas internacionales, las cuales no solo ayudan a reducir la probabilidad de una crisis en la balanza de pagos, sino que también son cruciales para preservar la

Figura 10. Volatilidad del tipo de cambio (porcentaje).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

Figura 11. Reserva internacional (millones de dólares).

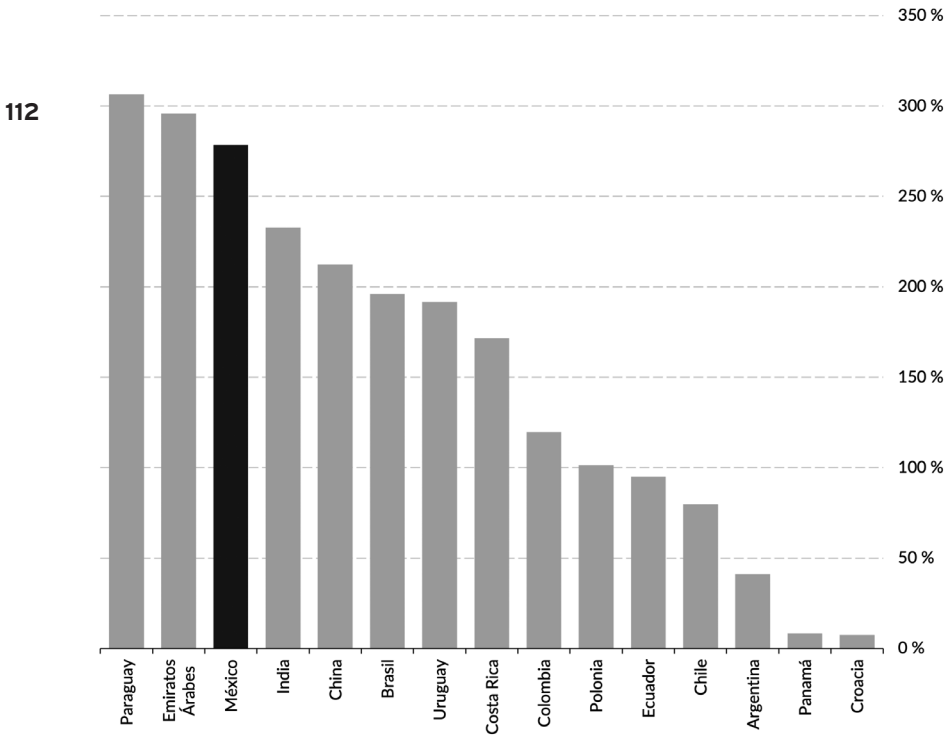


Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

estabilidad económica y financiera del país, especialmente frente a presiones sobre el tipo de cambio o situaciones de volatilidad en los mercados. Así ayudan a facilitar la respuesta a choques externos.

Sin embargo, ¿cuál es el nivel adecuado de reservas? Hay diferentes métricas. Una de ellas es la que se muestra en la Figura 12, que indica la relación entre reservas internacionales y deuda externa de corto plazo. Para el caso de México, en 2024, esta relación fue de cerca del 300%; es decir, las reservas que tenemos son casi tres veces la deuda externa de corto plazo. Este nivel es superior al mínimo recomendado internacionalmente, que es del 100%. Esto refleja una posición sólida. Se debe recordar que en la crisis de 1994 los inversionistas no tenían manera de saber cuánto tenía el Banco de México en reservas internacionales.

Figura 12. Necesidades de financiamiento exterior a corto plazo en 2024 (reservas internacionales/deuda de corto plazo).



Fuente: elaboración propia con datos del Fondo Monetario Internacional.

La adopción del régimen de libre flotación tras la crisis de 1994 tuvo también una implicación macroeconómica de gran relevancia: resolver para México lo que los economistas Mundell y Fleming denominaron el trilema monetario o la trinidad imposible. Este concepto establece que una economía no puede lograr simultáneamente un tipo de cambio fijo, una política monetaria independiente de los mercados y libre movilidad de capitales. Hay que escoger dos. A lo largo del tiempo, distintas economías han resuelto este trilema de diferentes maneras. Por ejemplo, China mantiene fuertes controles de capital, lo que le permite tener cierto control sobre el tipo de cambio y, al mismo tiempo, contar con un

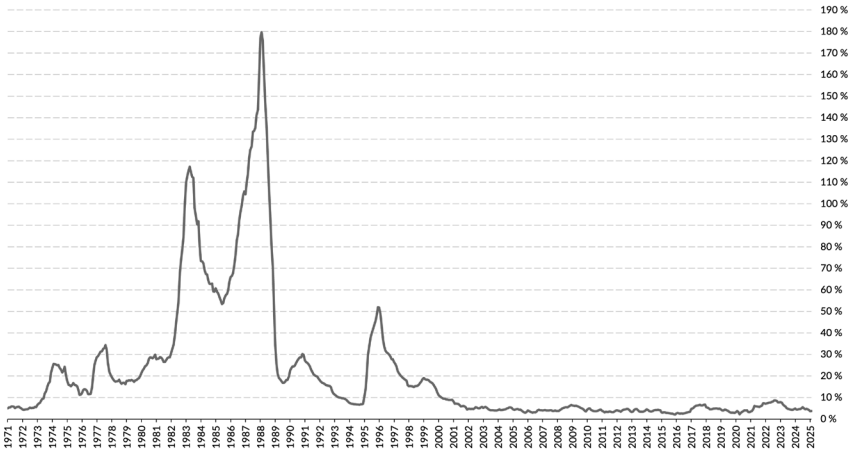
banco central independiente de los mercados. Otras economías dolarizadas, como puede ser Panamá, han renunciado a la política monetaria y cuentan con libre movilidad de capitales. En el caso de México, desde 1994 contamos con un banco central independiente, adoptamos un régimen de tipo de cambio flexible y mantenemos libre movilidad de capitales. Así se sentaron las bases para una mayor estabilidad financiera en largo plazo y esto ha permitido que la política monetaria deje de tener al tipo de cambio como objetivo, para que, en cambio, persiga otra meta: la inflación.

El banco central es ahora independiente y puede fijar su postura monetaria, lo cual le permite cumplir con su mandato constitucional, que era y es mantener una inflación baja y estable. De esta manera, contamos con un instrumento —que es la tasa de interés— para un objetivo específico —que es la inflación—. Esto abrió el camino para la adopción de un régimen monetario de objetivos de inflación, lo cual ha sido un proceso largo.

Contar con un banco central autónomo, concentrado en este único objetivo de inflación, y que utiliza como régimen el esquema de metas de inflación, es clave para que en un país exista la estabilidad de precios. La Figura 13 muestra la trayectoria de la inflación desde los años 1970. Es impresionante ver que, durante dos décadas enteras, la persistencia de desequilibrios económicos y múltiples choques derivó en procesos inflacionarios persistentes y muy graves. En particular, se observan dos picos muy grandes en los años 1980. Pero lo importante es que, tras todos estos cambios, puede verse que la economía no ha vuelto a experimentar inflaciones de dos dígitos, ni siquiera tras los choques tan fuertes y prolongados que representaron la pandemia de covid-19 o la guerra en Ucrania. Sin demeritar lo fuerte que ha sido este reciente episodio inflacionario, al compararlo con una mirada de más largo plazo, podemos ver que la historia ahora es diferente.

La crisis de 1994 en México fue una combinación de lo que se ha denominado una «tormenta perfecta» y ha servido

Figura 13. Inflación (variación porcentual anual).



Fuente: elaboración propia con datos del Banco de México.

para múltiples estudios desde entonces en lo que ahora se conoce como crisis de balanza de pagos o ataques especulativos.

Quiero compartir tres reflexiones para cerrar. Primero, la libre flotación de la moneda solucionó el trilema monetario, que dio pie para que el banco central tuviera un instrumento dirigido a un único objetivo y se encaminara hacia un régimen de metas de inflación. Esto ha derivado en conseguir inflaciones bajas y estables, con un marco técnico y operativo de reacción. Segundo, para que el tipo de cambio libre funcionara, se desarrollaron mercados cambiarios logrando que fueran líquidos, profundos y que existieran instrumentos para que los agentes económicos pudieran administrar sus riesgos. Tercero, la regulación y capitalización de la banca es necesaria. Un mercado cambiario es tan sólido como sea resiliente su sistema financiero, y tan bueno como lo sea también su regulación para conducirlo adecuadamente.