

101

# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO



FACULTAD DE CIENCIAS  
 Dirección General de Bibliotecas de la UNAM  
 se difundir en formato electrónico e impreso el  
 contenido de mi trabajo recepcional.  
 NOMBRE: Maximo Ramon Roldán Ocaña  
 FECHA: 26 Agosto / 2002  
 FIRMA: [Firma]

## RECAPITULACION DE LA CRISIS ECONOMICA DE 1994

T E S I S  
 QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:  
 A C T U A R I O  
 P R E S E N T A :  
 MAXIMO RAMON ROLDAN OCAÑA

DIRECTOR DE TESIS: ACT. MARIA AURORA VALDEZ MICHELL



FACULTAD DE CIENCIAS UNAM



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.



CONSEJO DEPARTAMENTAL  
DE MATEMÁTICAS  
1977

**M. EN C. ELENA DE OTEYZA DE OTEYZA**

Jefa de la División de Estudios Profesionales de la  
Facultad de Ciencias  
Presente

Comunico a usted que hemos revisado el trabajo escrito:

"RECAPITULACION DE LA CRISIS ECONOMICA DE 1994"  
realizado por ROLDAN OCAÑA MAXIMO RAMON

con número de cuenta 08829729-9 , quién cubrió los créditos de la carrera de ACTUARIA

Dicho trabajo cuenta con nuestro voto aprobatorio.

Atentamente

Director de Tesis

Propietario ACT. MARIA AURORA VALDEZ MICHELL

Propietario ACT. LAURA MIRIAM QUEROL GONZALEZ

Propietario ACT. MARINA CASTILLO GARDUÑO

Suplente ACT. DANIEL ORANA LETICIA

Suplente ACT. NOEMI VELAZQUEZ SANCHEZ

L. En. D. G.

Letra de Daniel Leticia  
Noemi Velazquez Sanchez

Consejo Departamental de Matemáticas

M. en C. JOSE ANTONIO SUDRES DIAZ

CONSEJO DEPARTAMENTAL

1977

Dios mio gracias  
por esta oportunidad . . .

Agradezco a la Universidad Nacional Autónoma de México  
y a la facultad de Ciencias por el conocimiento  
adquirido

A mis Padres les doy gracias por su dedicación su ejemplo  
para salir adelante y hacer de mi un hombre de  
provecho

A mi esposa con todo mi amor por su ocupación para llevarla a cabo

A mis hermanas Verónica y Leticia por su comprensión  
y apoyo

A mis tías Adela y Graciela por su preocupación

A Salvador Cristalinas por ser mas que un amigo, un  
ejemplo de liderazgo, visión, perseverancia y fe

Agradezco a mi directora de tesis la Act. Aurora Valdez Michell  
por su tiempo

## INDICE

INTRODUCCIÓN.....	i
CAPÍTULO 1: TIPOS DE CAMBIO .....	1
1.1 DISCUSIÓN ECONÓMICA: RÉGIMEN FIJO Y RÉGIMEN FLEXIBLE .....	1
1.2 TIPOS DE CAMBIO LIBREMENTE FLUCTUANTES .....	3
1.3 TIPOS DE CAMBIO FIJOS .....	5
1.4 EL PATRÓN ORO EN LA PRÁCTICA .....	8
1.5 LA FIJACIÓN AJUSTABLE Y EL PATRÓN DÓLAR .....	8
1.6 DEVALUACIÓN.....	10
1.7 LOS FLUJOS DE CAPITALES Y LA ADOPCIÓN DE TIPOS DE CAMBIO DE FLUCTUACIÓN DIRIGIDA .....	11
1.8 LOS PRINCIPALES DETERMINANTES DE LOS TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES ..	16
1.9 TIPO DE CAMBIO FIJOS FRENTE A TIPOS DE CAMBIO FLEXIBLES .....	17
CAPITULO 2: LA CRISIS DEL 94 .....	20
2.1 ENTORNO DE LA ECONOMÍA EN 1994.....	20
2.2 SECTOR EXTERNO .....	55
2.3 EXPORTACIONES DURANTE 1994 .....	56
2.4 BALANZA COMERCIAL DE MÉXICO PERÍODO 1992-1994 .....	57
2.5 COMPARATIVO DE LAS BALANZAS COMERCIALES DE MÉXICO, BRASIL Y ARGENTINA PREVIOS AL PERÍODO DE CRISIS.....	58
2.6 COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN 1994.....	59
2.7 POLÍTICA CAMBIARIA, MONETARIA Y MERCADOS FINANCIEROS.....	59
2.8 COMPARATIVA DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO ENTRE MÉXICO, CANADÁ Y ESTADOS UNIDOS; PERÍODO 1993-1998.....	60
2.9 EL MERCADO DE CAMBIOS .....	61
2.10 POLÍTICA MONETARIA .....	63
2.11 COMPARATIVO DE PRECIOS AL CONSUMIDOR DE MÉXICO, CANADÁ Y ESTADOS UNIDOS, PERÍODO 1993-1998.....	65
CAPÍTULO 3: CONSIDERACIONES FINALES .....	76
CONCLUSIÓN .....	82
GLOSARIO .....	86
BIBLIOGRAFÍA .....	89

---

## Introducción

Al concluir la carrera de actuaría, en 1995, nuestro país vivía inmerso en una crisis financiera, política y moral. La falta de ánimo, de fe, de esperanza, se sentía junto con sentimientos de enojo, frustración, vergüenza, desilusión e impotencia, al vernos, escucharnos y sentirnos en medio de la peor crisis financiera que México sufría y que no tenía comparación con ninguna otra en su tipo; a nuestro alrededor, sólo se veía la cantidad de compañeros de la carrera y de otras profesiones, que no encontraban trabajo y ni siquiera donde hacer por lo menos su servicio social, se sentía un ambiente tenso en medio de UDIS, deudas e incrementos de IVA. Con decisiones de nuestro gobierno "sabias, congruentes, decisivas e inteligentes", México nuevamente saldría adelante, lo que el gobierno no hizo a finales de 1994, lo haría con sensibilidad, madurez y gran seriedad, sobre todo esto último, en los años que vendrían.

Al hacer esta tesis he pensado en mi familia, compañeros y personas que estando interesadas en saber como ocurrieron los hechos, que nos llevaron a vivir la peor crisis financiera del siglo XX, puedan encontrar material, sencillo y fácil de entender.

En el capítulo primero, defino y doy ejemplos para entender las políticas de los tipos de cambio, sus diferentes variantes, como funcionan, cuales son sus resultados al aplicarlos, a que están ligados y de que forma influyen en la economía nacional e internacional.

El segundo capítulo resulta muy interesante por ser un compendio de lo ocurrido durante todo el año de 1994, a través de notas periodísticas, informes del Banco de México.

En el capítulo tres presento un conjunto de consideraciones finales, en referencia a la política emprendida por el expresidente Salinas.

---

---

## CAPÍTULO 1: Tipos de Cambio

### 1.1 *Discusión económica: Régimen fijo y régimen flexible*

El análisis económico de los tipos de cambio y de las finanzas internacionales pasaron a ocupar el primer plano en los años ochenta por tres grandes razones:

- a) Los déficit en los que incurrían los países.
- b) La cada vez mayor relación que guardan las economías del mundo.
- c) Las grandes oscilaciones por las que atraviesan las monedas, principalmente las monedas de las principales economías como la de EU, Japón y Europa, que son las que han mantenido un predominio principalmente económico y comercial.

La experiencia de los tipos de cambio flexibles que impero después del resquebrajamiento de Bretón Woods lleva a muchos economistas a afirmar que las fluctuaciones eran excesivas y que podían evitarse si se reformaba el sistema monetario internacional.

Antes de continuar es necesario definir que es el mercado de divisas y que es el tipo de cambio.

*Mercado de divisas:* Es el lugar donde se intercambia moneda nacional por otras monedas, cabe aclarar que hasta el mercado negro, es también un mercado de divisas, aunque no reconocido por las leyes bancarias e institucionales, pero que también sirve para intercambiar moneda nacional por otras monedas.

*Tipo de cambio:* Es el precio en moneda nacional de una unidad de moneda extranjera o dicho de otra manera, como el precio, medido en moneda nacional, de una unidad de moneda extranjera.

*Sistema de tipos de cambio:* Es un conjunto de reglas que describen el papel que desempeña el banco central en el mercado de divisas. Dos casos específicos son los tipos de cambio que son

---

fijados rígidamente por el banco central y los tipos de cambio totalmente flexibles sin que intervenga este.

La idea básica del tipo de cambio se genera en principio cuando las personas utilizan la moneda de su propio país para realizar distintas transacciones ya sea para vender o comprar e ir a cualquier parte de su país y pagar con su propia moneda, implícitamente ya se está manejando un precio, cinco pesos por un kilo de manzanas; donde destacamos tres elementos la moneda, el precio expresado en unidades de la moneda y el producto de intercambio; algo similar ocurre cuando las personas desean vacacionar, en otro lugar que no es su país, al llegar o desde antes necesitan moneda de aquel país, la primera situación es intercambiar la moneda nacional por la extranjera, dicho intercambio se realiza por medio de la compra de moneda extranjera, esto como ya dijimos supone un precio (este precio como veremos entre otros aspectos se determina de acuerdo a la oferta y la demanda), que es el tipo de cambio. Este ejemplo lo podemos trasladar a un conjunto de empresas que intercambian constante y dinámicamente productos con otro conjunto de empresas ubicadas en diferentes países y diferentes monedas todas ellas con precio, un tipo de cambio distinto.

El tipo de cambio puede expresarse de dos maneras. Por ejemplo el tipo de cambio pesos / dólar se expresa 10.15 pesos por un dólar o 0.09852 dólar por un peso.

Cuando sube el precio en pesos de una unidad de moneda extranjera, decimos que el peso se ha *depreciado* o *devaluado*; en cambio cuando baja, decimos que el peso se ha *apreciado* o *sobrevaluado*. Cuando el peso se deprecia, otras monedas se aprecian, ya que valen más en pesos, la apreciación del peso es equivalente a una depreciación de otras monedas.

Como hemos visto recientemente los gobiernos son potencialmente importantes en los mercados de divisas. Suelen intervenir comprando o vendiendo para influir en su precio o incluso para fijarlo directamente. Existen dos posibilidades extremas.

Los gobiernos pueden mantenerse totalmente al margen de los mercados de divisas, dejando que los tipos de cambio fluctúen para igualar la cantidad privada demandada y ofrecida; en este caso se



---

trata de tipos de cambio libremente fluctuantes o totalmente flexibles.

Por otra parte en el sistema de tipos de cambio fijos, los gobiernos fijan los tipos de cambio rígidamente.

En la practica, los sistemas de tipos de cambio raras veces se encuentran en uno de los dos extremos, mas bien existen sistemas mixtos, en los que el tipo de cambio no es libremente fluctuante ni rígidamente fijo.

## **1.2 Tipos de cambio libremente fluctuantes**

Como hemos visto el tipo de cambio es el precio clave que relaciona una economía con el resto del mundo. Para entender el funcionamiento de este sistema en principio vamos a suponer que no hay prestamos internacionales, este supuesto implica que las transacciones en las que se utilizan las divisas son importaciones y exportaciones de bienes y servicios. Los importadores tienen que obtener moneda extranjera para pagar sus facturas en otros países; por lo tanto los importadores constituyen la fuente de demanda de divisas. En cambio, las exportaciones generan divisas y, por tanto, constituyen la fuente de oferta de divisas. En el mercado de divisas, la oferta de divisas procedentes de las exportaciones se une a la demanda de importaciones y juntas determinan el tipo de cambio.

Cuanto más alto es el tipo de cambio, más baratas son las exportaciones para los extranjeros y más demandan. Al bajar el tipo de cambio, estas resultan más baratas a México. El equilibrio se encuentra cuando exportaciones e importaciones son iguales. Cuanto más alto es el tipo de cambio, mas pesos se deben pagar por unidad de moneda extranjera.

La oferta de divisas es el valor total en dólares de los ingresos por exportaciones. Si los exportadores obtienen 100,000 millones de dólares en divisas con un determinado tipo de cambio, la oferta de divisas a ese tipo de cambio será de 100,000 millones de dólares. Así mismo, la demanda de divisas es el valor total en dólares de las importaciones.

---

Si suponemos que los precios nacionales y los extranjeros se mantienen constantes, una depreciación de la moneda nacional, por ejemplo de 9.15 pesos/dólar a 10.05 pesos/dólar, garantiza que los bienes mexicanos resultaran relativamente más baratos en el extranjero. Aumentara la cantidad demandada de bienes mexicanos y el gasto en exportaciones.

Una subida del tipo de cambio provoca una reducción en el gasto de importaciones, es decir, cuanto más baratos sean los bienes mexicanos y más caras las importaciones, menores serán las importaciones y el gasto en importaciones. Para que esto se pueda dar es necesario suponer que los niveles de precios se mantengan constantes, así como también que el nivel agregado de gasto de la economía sea constante.

En un sistema libremente fluctuante, el tipo de cambio es simplemente el precio que vacía el mercado de divisas.

Si el tipo de cambio fuera mas alto habría un exceso de ingresos por exportaciones sobre el gasto en importaciones. En este nivel mas depreciado del tipo de cambio, los bienes mexicanos serían más baratos en el extranjero y los bienes extranjeros tan caros que los ingresos por exportaciones serían superiores al gasto en importaciones. El exceso de ingresos por exportaciones sobre el gasto en importaciones, se denomina *superávit por cuenta corriente*; se manifiesta como un exceso de oferta de divisas; y pues igual que ocurre en cualquier mercado, un exceso de oferta provoca una reducción del precio, que en este caso es una reducción del tipo de cambio, es decir una apreciación del peso.

En cambio a un tipo de cambio, mas bajo, por debajo del equilibrio, el gasto en importaciones es mayor que los ingresos por exportaciones. Este gasto empieza a ser elevado, ya que los bienes extranjeros ahora resultan más baratos que los bienes mexicanos, mientras que las exportaciones mexicanas, ahora resultan demasiadas caras. El gasto en importaciones aumenta hasta el grado de rebasar los ingresos por exportaciones, dándose un *déficit en la cuenta corriente*, este gasto que se manifiesta como la demanda de divisas, es lo que provoca una subida del tipo de cambio, es decir una depreciación del peso..

Como vemos el tipo de cambio libremente fluctuante, varia para eliminar los déficit o superávit por cuenta corriente y para

---

igualar la demanda de divisas generada por las importaciones y la oferta de divisas proporcionada por las exportaciones. En este proceso como dijimos no existen préstamos internacionales y el Estado no interviene.

Ahora bien supongamos que el PIB aumenta, y por tanto, también la cantidad demandada de importaciones a un tipo de cambio dado. La diferencia entre el gasto en importaciones y los ingresos por exportaciones, representa el déficit de la *balanza de pagos*, en otras palabras, el exceso de demanda de divisas. Si el banco central no interviene, el tipo de cambio se ajustara para equilibrar la balanza de pagos. El exceso de gasto en importaciones con respecto a los ingresos por exportaciones eleva el precio en pesos de los dólares en este caso, (aunque igualmente puede ocurrir al analizar la balanza de pagos con respecto a otro país) hasta que se alcanza un nuevo equilibrio. El aumento del gasto en importaciones provoca, una depreciación del peso, la cual restablece a su vez la balanza de pagos a través de dos canales. En primer lugar, la depreciación reduce el gasto en importaciones al encarecer los bienes extranjeros en relación con los mexicanos. En segundo lugar, la depreciación también aumenta la competitividad de las exportaciones mexicanas; por tanto, aumenta los ingresos por exportaciones y ayuda a financiar el incremento del gasto en importaciones.

Aunque los préstamos internacionales y la especulación modifican esta tendencia, en esencia, subsiste el principio básico: *los tipos de cambio totalmente flexibles (o libremente fluctuantes) son un mecanismo automático de ajuste en la balanza de pagos*. No es necesario que intervenga el Estado para establecer el equilibrio externo: *el tipo de cambio fluctúa para restablecer el equilibrio entre los ingresos por exportaciones y el gasto en importaciones*.

### **1.3 Tipos de cambio fijos**

Durante muchas décadas persistió el patrón oro como el ejemplo mas claro de sistema de tipos de cambio fijos. Este sistema tiene tres características o rasgos distintivos, que funcionaron como reglas y que son:

- El gobierno fija el precio del oro y por tanto el valor de su moneda.

- 
- El valor paritario del oro es su precio en la moneda fijado por el gobierno.
  - El gobierno mantiene la convertibilidad de la moneda nacional en oro. Es decir, compra o vende automáticamente la moneda nacional a cambio de oro al valor paritario. A un módico precio, cualquiera (los residentes nacionales y los extranjeros) puede acudir al banco central y convertir dinero fiduciario (billetes o cheques bancarios) en oro; de hecho este intercambio se realizaba en EU. hasta mediados del año de 1973.
  - El gobierno sigue una política de respaldo del oro o cobertura al 100%. Es decir, tiene oro por un valor igual como mínimo a la cantidad de efectivo que hay en circulación. Sólo se crea dinero cuando compra oro al público y sólo destruye dinero cuando vende oro al público.

La piedra angular de este tipo de sistema es la cobertura al 100%, es decir que el dinero esta cubierto al 100% por el oro. A diferencia del sistema de tipos de cambio libre; el banco central no tiene derechos sobre el Estado o el sistema bancario y los activos exteriores no adoptan la forma de divisas sino de oro. Por ejemplo los activos del FED (Departamento Federal de Emisión de Dólares) de los EU. son en su mayor parte bonos del Estado, como letras del Tesoro, no divisas. La creación de dinero por parte del FED es casi siempre el resultado de la compra de mercado abierto de bonos del Estado.

Pero ¿qué ocurre cuando la balanza de pagos esta desequilibrada? En este caso se pone en marcha un mecanismo de ajuste de la balanza de pagos que garantiza el equilibrio final de los pagos

Este ejemplo esta tomado de lo que acontecía en EU y el Reino Unido en los años 20. El tipo de cambio correspondiente es 4.86\$/libra que es igual a un Precio de Equilibrio y el mercado de divisas se encuentra inicialmente en equilibrio. Un aumento del gasto en importaciones crea un déficit de la balanza de pagos.

---

Pero ahora el tipo de cambio no sube. Los norteamericanos compran libras esterlinas por 4.86 \$/libra comprando oro por 20.67 \$ la onza en EU. y vendiéndolo en Inglaterra por 4.25 libras. Para pagar las importaciones, los norteamericanos compran oro a cambio de billetes de dólares al FED y lo envían a Inglaterra, donde los que lo reciben lo llevan al Banco de Inglaterra para adquirir libras. Habrá un déficit observado en la balanza de pagos, que se financiara reduciendo las reservas de oro del Fed.

El déficit de pagos provoca un ajuste automático a lo largo del tiempo. Cuando los importadores compran oro a la Reserva Federal, disminuye la cantidad de dinero de EU. El oro se envía a Inglaterra para intercambio por libras esterlinas. Para comprarlo, el Banco de Inglaterra tiene que imprimir mas libras, expandiendo así la oferta monetaria británica. Por lo tanto, el déficit de EU. provoca automáticamente una reducción de la oferta monetaria norteamericana y un aumento de la oferta monetaria británica. Las variaciones de las ofertas monetarias afectan, a su vez, el gasto. En EU. , *la reducción de la oferta monetaria provoca una subida de los tipos de interés una reducción del gasto*; en Inglaterra, *la expansión de la oferta monetaria reduce los tipos de interés y eleva el gasto*.

Mientras haya un déficit, la FED seguirá perdiendo oro y la oferta monetaria de EU. disminuirá. El gasto, incluido el gasto en importaciones, se reducirá ante el endurecimiento del dinero. Al mismo tiempo, la oferta monetaria esta expandiéndose en Inglaterra y por tanto, esta aumentado el gasto, incluido el gasto en exportaciones norteamericanas. Por tanto los ingresos por exportaciones de EU. aumentarán. Al disminuir el gasto en importaciones de EU. y al aumentar sus ingresos por exportaciones, el déficit se reduce con el paso del tiempo. El proceso continua hasta que la cantidad de dinero ha disminuido lo suficiente en EU. y ha aumentado lo suficiente en el extranjero para que disminuya el gasto en importaciones de EU. y aumente el gasto británico en exportaciones norteamericanas para restablecer el equilibrio en la balanza de pagos.

El proceso de ajuste automático de un patrón oro no es instantáneo. Lleva tiempo ya que las perdidas de oro y la contracción monetaria que sufre el país deficitario reducen el gasto en importaciones, mientras que la entrada de oro y la expansión monetaria elevan el gasto y las importaciones en el país que tiene

---

superávit. El proceso continua hasta que desaparece el déficit inicial. Es automático en el sentido de que la mera observancia de las tres reglas del patrón oro restablece finalmente el equilibrio de la balanza de pagos.

#### **1.4 El patrón oro en la práctica**

El patrón oro se utilizó durante casi todo el siglo XIX y parte del XX. En Inglaterra se estableció un valor paritario para el oro desde 1821 hasta 1931. Hubo ocasiones durante este período en las que se suspendió la convertibilidad de la moneda británica en oro: durante la Primera Guerra Mundial y hasta 1925 y durante varias crisis financieras. No obstante, constituía el sistema monetario básico.

El patrón oro existente no era totalmente igual al sistema idealizado que acabo de describir, debido principalmente a que el vínculo entre el dinero y el oro no era al 100%, en el sentido de que el aumento o la disminución del oro que poseía el banco central no iba seguido de una variación equivalente de la oferta monetaria. Pero el sistema sí funcionaba automáticamente en el sentido de que el tipo de cambio permanecía en el nivel de la paridad del oro, mientras se mantenía la convertibilidad.

El funcionamiento real del patrón oro se comprende bien actualmente, aunque los investigadores están planteando interesantes interrogantes sobre su papel como sistema macroeconómico. En el período del patrón oro no hubo grandes inflaciones salvo en las guerras durante las cuales se suspendió. Sin embargo, hubo en promedio, más desempleo y una mayor variabilidad del nivel de precios a partir de la Segunda Guerra Mundial.

El patrón oro y los tipos de cambio totalmente flexibles son regímenes de tipos de cambio puros y extremos. Los últimos años han sido testigos de dos sistemas mixtos: el *sistema de fijación ajustable* de los años cincuenta y sesenta y el *sistema de fluctuación dirigida* de los años ochenta.

#### **1.5 La fijación ajustable y el patrón dólar**

---

El patrón dólar es el sistema de tipos de cambio fijos que se desarrolló gradualmente a lo largo del siglo XX y que se convirtió en la norma para la gran mayoría de los países y totalmente después de la caída del bloque socialista, con la caída del principal promotor de este sistema la extinta URSS. La mejor manera de definirlo es compararlo con el patrón oro. En el patrón oro, cada país fijaba el valor de su moneda en oro. En el patrón dólar, cada país fijaba el valor de su moneda en dólares también y mantenían la convertibilidad, pero no en oro sino en dólares. De esta manera los bancos centrales compraban o vendían dólares al público al tipo de cambio oficialmente fijo.

El dólar sirve, como punto de referencia del sistema de la misma forma que el oro en el patrón oro. El dólar es la moneda clave para muchos países y EU. el país de la moneda clave. Aunque hay una diferencia esencial entre el sistema de fijación ajustable y el patrón oro. En el patrón dólar no existía un mecanismo de ajuste automático, ya que los bancos centrales no seguían la tercera regla del patrón oro, es decir, no permitían que la oferta monetaria fuera determinada por la balanza de pagos.

En el patrón oro, un déficit de balanza de pagos provocaba una reducción de la oferta monetaria y un superávit provocaba un aumento. En el patrón dólar, los bancos centrales alteraban la oferta monetaria para influir en el desempleo y la inflación nacionales sin estar limitados por las estrictas reglas del patrón oro. En el patrón dólar, un país que incurriera en un déficit de pagos pero que tuviera desempleo podía aumentar la oferta monetaria, con el fin de reducirlo, en lugar de dejar que el déficit de pagos provocara una disminución de la cantidad de dinero.

Los países que incurrían en déficit de balanza de pagos tenían que entregar divisas a todo el que quisiera comprar bienes en el extranjero, por lo que disminuían sus reservas. Los países que tenían superávit de balanza de pagos, acumulaban reservas incesantemente. Los países deficitarios no podían dejar que se agotaran sus reservas y a la larga tenían que ajustar el tipo de cambio. *La creencia de que variaría el tipo de cambio alimentaba, a su vez, la especulación.*

Para frenar La subida del tipo de cambio	el banco central vende divisas de sus reservas	disminuye la base monetaria	disminuye la cantidad de dinero
Para frenar la caída Del tipo De cambio	el banco central compra divisas que engrosan sus reservas	aumenta la base monetaria	aumenta cantidad de dinero

## 1.6 Devaluación

Cuando los países pierden continuamente reservas tarde o temprano recurren a la devaluación. Una devaluación eleva el precio de las divisas, encareciendo relativamente los bienes extranjeros y abaratando relativamente los bienes nacionales (una apreciación reduce el precio de las divisas). Al igual que en el caso del tipo flexible, una devaluación funciona a través de dos canales para eliminar un déficit de balanza de pagos. En primer lugar, la subida del precio de las divisas encarece los bienes extranjeros y reduce el gasto en importaciones. En segundo lugar la reducción del precio de los bienes nacionales en los mercados extranjeros eleva la demanda extranjera de nuestros bienes y por tanto, aumenta los ingresos por exportaciones. Muy sorpresivamente a veces la devaluación y el aumento resultante de la competitividad no mejoran rápidamente la balanza comercial sino todo lo contrario. La balanza comercial depende no sólo del tipo de cambio sino también del nivel de renta y de gasto. Muchas veces la política fiscal expansiva contrarresta el efecto favorable de la depreciación. Cuando el déficit público se convierte en un superávit, la devaluación comienza a mostrar sus efectos al mejorar la balanza



---

comercial. Naturalmente, como la balanza comercial depende tanto de la competitividad como del gasto agregado, no podemos saber fácilmente que parte de la mejora se debe al cambio de la política fiscal y cual a la devaluación. En general la corrección de un déficit de balanza de pagos requiere tanto una reducción del gasto como un aumento de la competitividad.

La devaluación sólo funcionara si la depreciación del tipo de cambio no es contrarrestada por una subida de precios interiores. Para que una devaluación tenga éxito tiene que ser una depreciación real, es decir, no debe ser contrarrestada por una subida de los precios en el país devaluador. Para asegurarse de que no suban los precios, es esencial que la devaluación vaya acompañada de un endurecimiento de la política monetaria y fiscal.

La política macroeconómica acompañante es tan importante como la devaluación para corregir un déficit de balanza de pagos.

En muchos casos es difícil lograr una devaluación real ya que una devaluación real reduce los salarios reales y los niveles de vida de los trabajadores. La devaluación encarece los bienes importados y, por tanto, reduce el poder adquisitivo de los salarios. Los trabajadores responden demandando salarios más altos, lo que eleva los costos y los precios.

En ningún momento puede perderse la mejora inicial de la competitividad ya que puede darse una nueva ronda de devaluación e inflación. Esta espiral devaluación-inflación-devaluación no es infrecuente y refleja el hecho de que una devaluación, para ser eficaz, exige que las importaciones se encarezcan y que las exportaciones se abaraten, lo que significa que tenemos que trabajar por menos. Sólo de esa forma podemos exportar más e importar menos, pero naturalmente eso significa también que nuestro nivel de vida es menor.

### **1.7 Los flujos de capitales y la adopción de tipos de cambio de fluctuación dirigida**

Los inversionistas -las economías domésticas, las empresas, las instituciones financieras y personas- tienen que decidir como van a tener sus activos financieros. En bonos, acciones, bonos mexicanos, americanos, europeos. Muchos inversionistas diversifican sus carteras

---

adquiriendo algunos títulos extranjeros. Las compras y ventas de activos exteriores son transacciones por cuenta de capital o flujos de capitales. Las compras y ventas de activos dan lugar a transacciones en el mercado de divisas, lo mismo que el comercio de bienes y servicios.

Por ejemplo, supongamos que a un tipo de cambio dado, se incurre en déficit por cuenta corriente, que es la diferencia entre las importaciones y las exportaciones.

Ahora también hay una demanda y una oferta de divisas como consecuencia de las transacciones por *cuenta de capital*. Algunos inversionistas nacionales tratan de comprar activos extranjeros por medio de dólares, y por tanto, están contribuyendo a la demanda de divisas. Del mismo modo, los inversionistas extranjeros están demandando acciones, bonos, o simplemente efectivo, para comprar activos en Monterrey, en México. Si la demanda de activos extranjeros por parte de los inversionistas nacionales es mayor a la demanda de activos nacionales por parte de los extranjeros se incurre en un *déficit por cuenta de capital*.

Como consecuencia del déficit por cuenta de capital, el déficit de la balanza de pagos es peor de lo que indica la cuenta corriente por sí sola. El déficit de balanza de pagos (cuenta corriente mas cuenta de capital) es mayor. En este caso, el banco central tiene que pagar mas dólares para mantener el tipo de cambio, cuando se tienen en cuenta los flujos de capitales que si sólo se tuviera que resolver el déficit por cuenta corriente.

¿De que depende la magnitud del déficit por cuenta de capital, que también se denomina fuga de capitales?

La cantidad de activos que quieren comprar los residentes nacionales en el extranjero depende de las tasas de rendimiento que esperen obtener en su propio país en comparación con las extranjeras. Las tasas de rendimiento obtenidas en cada país son los tipos de interés que se pagan por los activos poseídos en ellos.

Normalmente es de esperar que un país tenga una entrada de capitales si sus tipos de interés son altos en comparación con los extranjeros y una salida si son bajos. Pero existe un factor esencial que lo complica: la posibilidad de que varíe el tipo de cambio. Supongamos que los tipos de interés en México son altos y que por

---

tanto un inversor considera comprar bonos mexicanos. Imaginemos que el tipo de interés mexicano es del 12 % y el americano es del 5%. Parece que el inversor gana un 7% anual. Pero, que ocurre si entre tanto se ha devaluado el peso en un 20%. En este caso, un inversor que compre bonos mexicanos gana un 12% durante el año, pero pierde debido a la inflación. La devaluación del 20%, traducida en dólares, elimina todas las ganancias de intereses. Cuando los tipos de interés son bajos en el extranjero, no significa necesariamente que la inversión en el extranjero no sea atractiva. Si se aprecian las monedas extranjeras, el rendimiento total de invertir en el extranjero - los intereses más las ganancias derivadas de la variación del tipo de cambio- puede ser superior a lo que puede obtenerse en el país.

Siempre que se espera que varíe el tipo de cambio, resultan muy afectados los flujos de capitales. Estos huyen del país en el que se espera una depreciación y se trasladan a las monedas que se espera que se aprecien. De hecho si se espera una devaluación inminente, probablemente se registrara una enorme salida de capitales de ese país.. Si este tiene un déficit de balanza de pagos, habrá -si hay algún cambio- una devaluación; si tiene un superávit, habrá -si hay algún cambio- una apreciación.

Cuando hay grandes movimientos de capitales, es imposible mantener unos tipos de cambio fijos de desequilibrio. Todo el mundo tratara de vender los activos expresados en la moneda que atravesase problemas. El banco central, comprometido con el tipo de cambio, tiene que vender divisas para satisfacer las demandas que realizan los que están tratando de abandonar la moneda nacional. Pero como se ha visto en destacadas experiencias, las cantidades que pueden influir en respuesta a una devaluación o una apreciación son enormes.

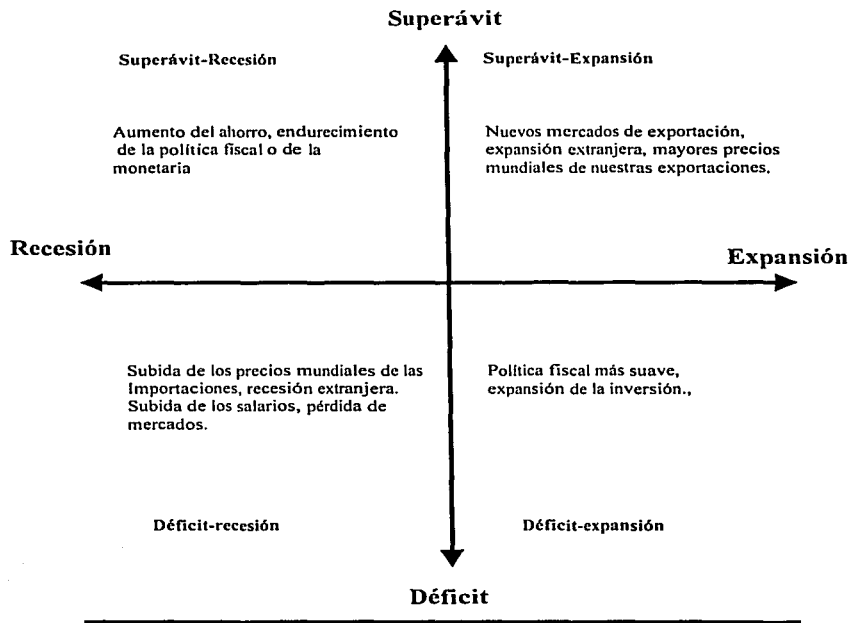
Si el banco central no puede satisfacer las demandas de dólares, se ve obligado a devaluar. Estos episodios en los que hay grandes flujos de capitales se denominan *crisis de la balanza de pagos, ataques especulativos o flujos de dinero caliente*.

Los flujos especulativos de capitales terminaron provocando el colapso del sistema de fijación ajustable en 1973. Por aquellos años Alemania estaba incurriendo en superávit, no podía devaluar, pero si revaluar; así que los especuladores tenían poco que perder y posiblemente mucho que ganar comprando marcos alemanes. Como la mayoría de la gente acepta estas apuestas, las entradas

---

especulativas en Alemania fueron tan grandes e incontrolables que los bancos centrales dejaron de fijar los tipos de cambio en 1973. El sistema financiero internacional sustituyo la fijación ajustable por un régimen de tipos flexibles.

Sin embargo, los especuladores no son en la mayoría de los casos el problema. Ya que estos son atraídos por los bancos centrales que intentan mantener unos tipos de cambio poco realistas.



---

## **1.8 Los principales determinantes de los tipos de cambio flexibles**

Los flujos internacionales de capitales constituyen el factor que más influye a corto plazo en los tipos de cambio. Los flujos internacionales de capitales están ligados a la influencia de la política monetaria en los tipos de interés. Si México endurece su política monetaria, los tipos de interés mexicanos tienden a subir en relación con los del resto del mundo. Los inversionistas quieren beneficiarse de estos elevados tipos sustituyendo sus carteras expresadas en moneda extranjera, por carteras expresadas en moneda nacional, pesos. Tiende a entrar capital a México, por lo que tiende a apreciarse el peso. En cambio, cuando la política monetaria se endurece en el extranjero, pero no en México, sale capital de México y va al extranjero a otros países, ya que los inversionistas venden bonos mexicanos para comprar títulos en el extranjero que prometen un mayor rendimiento. El peso se deprecia y las monedas extranjeras en las que se invierte se aprecian.

Supongamos ahora que México reduce el crecimiento del dinero y, por tanto eleva los tipos de interés. Los inversionistas de todo el mundo deciden adquirir activos en pesos, y por tanto aumenta la demanda de pesos.

La subida de los tipos de interés provoca, una apreciación del peso. En cambio la reducción de los tipos de interés provoca, una depreciación.

La apreciación del peso tiene importantes consecuencias para el comercio. Al apreciarse el peso, los ingresos por exportaciones disminuyen, mientras que el gasto en importaciones de México aumenta. Por lo tanto la entrada de capital al nuevo tipo de cambio provoca y financia un déficit comercial. La apreciación de la moneda mexicana eleva las importaciones no obstante que los bienes extranjeros experimentan un relativo encarecimiento. Las variaciones de los tipos de interés, al afectar a los flujos de capitales, alteran los tipos de cambio y, por lo tanto, los flujos de comercio.

La influencia de los tipos de interés en los tipos de cambio y en los flujos de comercio puede ser sumamente importante. *La influencia de la política monetaria y fiscal en los flujos de capitales*

---

*constituye una importante parte de la explicación de las grandes oscilaciones de los tipos de cambio.*

A veces se afirma que los flujos de capital son meramente especulativos en el sentido de que no tienen una base racional. No existe, desde luego, razón alguna para pensar que esto es así con todos los flujos de capitales, pero es posible que algunos no tengan una base racional. Los flujos especulativos, si existen, también alteran los tipos de cambio, influyendo así en las importaciones o en las exportaciones.

Si los tipos de cambio pueden variar sin ninguna base racional, es posible que los gobiernos quieran intervenir para contrarrestar sus efectos. Los bancos centrales han intervenido sistemáticamente para contrarrestar las oscilaciones de los tipos de cambio y suavizarlas cuando las consideran necesarias. Pero eso ha significado a menudo tratar de evitar apreciaciones (que reducirían la competitividad pero que estarían justificadas, de hecho por los superávits comerciales) o tratar de evitar las depreciaciones (que podrían desencadenar una inflación al elevar los precios de las importaciones) incluso aunque hubiera déficit comerciales.

### **1.9 Tipo de cambio fijos frente a tipos de cambio flexibles**

El debate sobre los tipos de cambio flexibles frente a los fijos empezó al menos a principios de los años cincuenta y prosigue en un entorno en el que el sistema de tipos flexibles ha sido bastante viable a pesar de las grandes fluctuaciones que han experimentado los tipos de cambio.

El sistema de fijación ajustable resultó, por el contrario, inviable al derrumbarse. Probablemente tenga que seguirse con los tipos flexibles hasta que los países decidan que quieren seguir políticas que garanticen que los tipos de cambio pueden mantenerse fijos en la práctica. Esto les obligaría a seguir más rigurosamente unas reglas de política parecidas a las del patrón oro. Por lo tanto, los tipos de cambio fijos no volverán a menos que cambien las preferencias por la política monetaria independiente.

La cuestión entonces sería saber si los países desean alterar su política macroeconómica para poder mantener fijos los tipos de cambio. En este sentido deben considerarse tres importantes

---

aspectos. En primer lugar, ¿provoca la flexibilidad variaciones de los tipos de cambio que se evitarían con un sistema de tipos fijos?. Las fluctuaciones afectan a las importaciones y las exportaciones de bienes y, por lo tanto, influyen en la producción y el empleo. La cuestión estriba en saber si esas fluctuaciones reflejan fuerzas reales que deberían alterar los tipos de cambio o si son meros cambios especulativos sin base racional alguna. Si son meramente especulativos, un sistema de tipos de cambio fijos los evitaría.

No existen pruebas concluyentes que convenzan a ninguna de las partes sobre la verdadera causa de estas fluctuaciones. Ciertamente, en los años sesenta hubo menos fluctuaciones, pero tampoco hubo grandes perturbaciones en la economía internacional, como en los años setenta como consecuencia de las variaciones en los precios del petróleo y en los años ochenta como consecuencia de los cambios de la política fiscal. La discusión sigue sin haber un claro acuerdo.

La segunda cuestión se refiere a la disciplina que impone a los bancos centrales otros sistemas. ¿Persiguen los bancos centrales políticas más estables cuando los tipos son fijos que cuando son flexibles? Y lo que es más importante, ¿se ven obligados a crear una inflación más estable o menor con un mayor empleo cuando los tipos son fijos o cuando son flexibles? En este caso no se disponen de datos suficientes.

La década de 1960 fue un período de baja inflación y elevado crecimiento en la mayoría de los países industrializados; la década de 1970, en que los tipos eran flexibles, fue un período de menor crecimiento económico y una inflación mayor y más variable. Pero también fue un período de grandes perturbaciones internacionales. Y la década de 1980, en que los tipos han sido flexibles, ha sido testigo de una vuelta a unos niveles bajos de inflación, aunque en éste caso más como consecuencia de políticas fiscales.

La última cuestión se refiere a cual es el régimen que proporciona más libertad al comercio y los pagos internacionales.

Se afirma que en el sistema de tipos fijos la necesidad de defender el tipo de cambio lleva a los países a restringir el comercio por medio de aranceles o a detener los flujos internacionales de capitales.



En el sistema de tipos flexibles, la depreciación se convierte en un fácil sustituto de las restricciones. En éste caso, la evidencia también es ambigua. El comercio internacional se mantuvo sorprendentemente libre en los años sesenta, pero en los años ochenta, al aumentar la competencia, han aumentado también las presiones proteccionistas. En conclusión, los grandes cambios de las exportaciones y las importaciones generan presiones proteccionistas tanto en el sistema de tipos fijos como en el de tipos flexibles.

Ahora bien por que si los tipos de cambio fijos son buenos al interior de un país, por que no lo son con los del resto del mundo. La respuesta se halla en que la política fiscal y monetaria de los distintos estados que componen a México es la misma, mientras que la del resto del mundo es diferente. Pero si un grupo de países sigue políticas muy parecidas -casi como si se tratara de un sólo país- los tipos de cambio fijos serian viables. Esto es lo que esta ocurriendo en Europa.

Aunque Europa esta integrada por muchos países que tienen bancos centrales diferentes e independientes, sus monedas están ligadas actualmente en el Sistema Monetario Europeo, SME. Sus tipos de cambio son fijos en un sistema de fijación ajustable. A veces experimentan ajustes pequeños dentro del sistema, pero los tipos de los miembros son esencialmente fijos. Este es el primer paso hacia la integración monetaria completa con un único banco central. Los tipos de cambio de todos los países miembros fluctúan conjuntamente en relación con el dólar. En la práctica, la política monetaria del SME ha estado dominada por el banco central alemán, al cual han ajustado su política los demás países.

Desde que se creó el SME, el mundo de las finanzas internacionales se ha reducido a tres grandes monedas solamente: el dólar, el yen y las monedas europeas.

### Tipos de Cambio

Intervención	Fijos	Flexibles
Ninguna ( el sistema funciona automáticamente)	Patrón oro (siglo XIX)	Fluctuación totalmente libre (¿nunca?)
Alguna	Fijación ajustable (década de 1960)	Fluctuación dirigida (actual)

---

## **CAPITULO 2: La Crisis del 94**

### **2.1 Entorno de la economía en 1994**

En 1994 se suscitaron acontecimientos desfavorables en varios órdenes de la vida nacional e internacional que incidieron marcadamente en la evolución de la economía del país. En cuanto al ámbito nacional, graves eventos políticos y delictivos generaron un ambiente de gran incertidumbre que influyó adversamente en las expectativas de los agentes económicos del país y del exterior. Esta situación afectó negativamente la evolución de los mercados financieros y, particularmente, la del cambiario. A su vez, una contracción de los flujos de recursos financieros provenientes del exterior jugó un papel muy importante en la determinación del desarrollo económico del país.

El uso simultáneo de los ajustes del tipo de cambio dentro de su banda de flotación, la elevación de las tasas de interés y la reducción de las reservas internacionales, junto con la sustitución de Cetes por Tesobonos, permitió amortiguar durante la mayor parte del año los efectos negativos de los trágicos hechos acaecidos y de las turbulencias de los mercados financieros del exterior. Sin embargo, la inusitada frecuencia y gravedad de los acontecimientos aludidos, dieron lugar a que las medidas adoptadas, no resultaran suficientes para preservar la estabilidad económica.

Para el primer mes de 1994, México iniciaba relaciones comerciales con Estados Unidos de Norteamérica y Canadá, a través del Tratado de Libre Comercio para América del Norte, así como también se manifestaba la declaración de guerra al gobierno federal por parte de una guerrilla, denominada Ejército de Liberación Nacional, EZLN, conflicto surgido en Chiapas, donde por primera vez se tiene conocimiento, después de muchos años de la existencia de una guerrilla.

La competencia electoral por la Presidencia de la República pasa a un segundo plano.

Las metas sobre las expectativas económicas empiezan a mostrar signos de inseguridad pese a los comentarios y a la política económica emprendida por el presidente Salinas. Dicha política se basaba en la estabilidad entre la moneda nacional respecto de la

---

divisa estadounidense que había sido el respaldo medular de la política económica del régimen del presidente Salinas, ya que había permitido reducir la tasa anual de inflación a un dígito, manejar los tipos de interés en función de las necesidades de la economía y acrecentar los activos financieros internacionales.

La solidez que mostraba el peso mexicano para 1994 se venía observando desde la inclusión de nuestro país al Plan Brady, pues para que el sector público pudiera renegociar su deuda externa con la comunidad financiera internacional -en particular con el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial-, se requería tener una política cambiaria estable.

Esos organismos mundiales sugirieron un ajuste estructural en la política económica interna, que incidiera en las variables centrales del sistema de precios, principalmente en la propia inflación de los bienes y servicios básicos, el tipo de cambio y las tasas de interés.

El desliz, que se mantuvo a principios de 1994, respondió a la necesidad de enfrentar a la especulación cambiaria que se daba como consecuencia de la incertidumbre por la aprobación del TLC por parte del congreso de E.U. y que amenazaba con devaluar abruptamente la paridad, medida que no era congruente con la línea de política económica, pues hubiese provocado un repunte de la inflación, una reducción de las tasas de interés reales, y un rápido crecimiento de la actividad productiva.

Sin embargo, el hábil manejo de la política cambiaria permitió que en 1989, 1990, 1991 y 1992 la variación del tipo de cambio se colocara por debajo de la inflación en 3.7, 13.3, 14.7 y 10.9, respectivamente.

Así la crisis que afrontaba el país a partir del conflicto en Chiapas mantendría a los mercados financieros y cambiarios sumidos en la volatilidad y la incertidumbre, pero se pensaba que en un plazo no mayor de 90 días podrían restablecerse las condiciones para que el déficit en la cuenta corriente se mantuviera en un nivel de 24 mil 500 millones de dólares, se pudiera consolidar el control inflacionario y la economía creciera a tasas de 3.0 y 3.5 por ciento al final del año.

La obtención del investment grade que resultaba de suma importancia para México (ya que podría acceder a líneas de crédito

---

a un costo menos oneroso), podría desfasarse hacia el segundo semestre de 1994, con lo que se reduciría el flujo de inversión extranjera.

Los pronósticos se orientaban a que de recrudescerse la crisis socio-política nacional, se estimaba que las autoridades hacendarias no dudarían en utilizar las reservas internacionales o, en su caso, recurrirían al endeudamiento externo mediante la colocación de papel en los mercados internacionales.

Por el carácter complejo y delicado, que se manifestaba en el estado de Chiapas los criterios políticos de la opinión nacional se modificaron significativamente a tal grado que la atención general en torno de las campañas políticas disminuyó, aunque para los analistas financieros esto no significaba que "el candidato priista a la Presidencia de la República logrará el triunfo", como tampoco que en ese año el país alcanzase la calificación investment grade.

Así de acuerdo a varios analistas financieros, "las principales repercusiones políticas y macroeconómicas del conflicto chiapaneco que se estimaba alcanzarían a impactar, en materia económica eran las siguientes:

1. El PIB crecería a una tasa del 3.5 por ciento, aunque como consecuencia de la escasa evolución de la inversión privada - tanto nacional como extranjera-, podría resultar "ligeramente inferior", del orden de 3.0 por ciento real.
2. La obtención de la calificación investment grade para México se obtendría hacia el segundo semestre del año.
3. El déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, pese a los disturbios que se registraban desde el inicio del año de 1994, se mantendrían bajo proporciones manejables -del orden de los 24 mil 500 millones de dólares-, y que su financiamiento podría exigir de un ligero endeudamiento o, en su caso, de un uso moderado de reservas.
4. En cuanto a la incertidumbre que se presentaba en el corto plazo, no se descartaba volatilidad coyuntural en los mercados cambiario y de dinero, aunque se preveía que se mantuviera una tendencia de réditos ligeramente decrecientes y en el mediano plazo, la estabilidad cambiaria.

- 
5. Respecto de la inflación se estimaba que la crisis no modificaría su expectativa de una tasa del orden de siete por ciento."<sup>1</sup>

Las advertencias sobre el capital golondrino en medio de un ambiente enrarecido no se hicieron esperar y para fines de enero de 1994 "la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) advertía que una proporción importante de las corrientes de capital extranjero que llegaban a la región eran de corto plazo o habían ingresado con intenciones especulativas, razón por la cual era deseable que se convirtieran en capitales más estables y se redujera la proporción de flujos volátiles".<sup>2</sup>

Así cada vez resultaba más evidente que la volatilidad del mercado para 1994 estaría en función de factores sociales y políticos más que económicos. La especulación política se dejaba sentir a partir del reacondo de puestos, lo que resultaba inevitable ante la importancia de los acontecimientos sociales, que no se habían dado en nuestro país por décadas. La situación económica para el corto plazo en 1994 manifestaba condiciones no muy favorables para el mercado, ya que no se esperaban mayores bajas en las tasas de interés. Los resultados de las compañías al cierre de 1993 resultaron muy pobres y el conflicto de Chiapas incidió en menores flujos e incluso salidas por parte de extranjeros. Los ajustes a la baja en el mercado técnicamente fueron los que se esperaban, pero se dieron con mayor rapidez.

En su análisis, la "CEPAL explicó que el ingreso de capitales externos en América Latina y el Caribe había permitido financiar la brecha de la balanza comercial -incluso de su ampliación-, pero que esta circunstancia comprometía el normal funcionamiento de numerosas economías de la región ante la posibilidad de nuevos impactos externos. Precisó que la afluencia de recursos externos, su magnitud y composición plantean difíciles dilemas a la política monetaria y cambiaria. En la medida que esos flujos responderían a las condiciones de la economía internacional o que su volatilidad los hacía esencialmente transitorios, se justificaba esterilizar su impacto sobre la oferta de dinero para ganar control de la política monetaria.

---

<sup>1</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 17 de enero de 1994; autor: Luis Acevedo; título: Intensa especulación bursátil

<sup>2</sup> Fuente: El financiero, periódico; fecha 24 de Enero de 1994; autor: Jesús Rangel; título: Gran parte del capital foráneo en Latinoamérica: CEPAL.

---

Sin embargo, esto podía dar origen a un mecanismo perverso en virtud del cual mayores tasas de interés podrían atraer más capital transitorio. Para reducir la proporción de flujos volátiles, se justifica una limitada y selectiva regulación del financiamiento externo".<sup>3</sup>

Al final del tercer trimestre se descartaba una devaluación, no así se empezaban a manifestar los primeros signos de descontento por la baja de en las tasas de interés nacionales y el mayor crecimiento en el ritmo del deslizamiento del peso.

Se advertía que mientras se mantuviera un bajo rendimiento en las tasas y el que el mercado de valores no fuera competitivo, crecería la demanda por el dólar en los estados fronterizos.

Las autoridades mexicanas y el sector privado, para ese momento hubieran tenido que inyectar recursos al mercado bursátil y buscar una mejoría en los rendimientos de las tasas de Cetes, para así evitar una fuga de divisas por parte de los inversionistas extranjeros.

"También a ello se añade, el crecimiento en las tasas de Estados Unidos, la recesión de la economía y la proximidad de la contienda electoral."<sup>4</sup>

Entre los motivos de esta desestabilización, para algunos analistas era la caída de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y la salida de capitales extranjeros así como la difícil situación económica y financiera que en general se vivía en el mundo.

Y por otra parte que nadie esperaba que las tasas de interés cayeran más rápido de lo que el mercado esperaba. Otra de las razones era que la banca mexicana tenía mucha liquidez.

Así los Certificados de la Tesorería (Cetes) se encontraban en su nivel más bajo desde que el gobierno mexicano había creado estas inversiones en 1982.

Por lo tanto la elevación de las tasas de interés de los Cetes a todos sus plazos hubiera resultado en ese momento en una medida

---

<sup>3</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 24 de Enero de 1994; autor: Jesús Rangel; título: Gran parte del capital foráneo en Latinoamérica; CEPAL.

<sup>4</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 7 de marzo de 1994; autor: Georgina Howard, título: Demanda de dólares mientras no suban réditos.

---

importante para atraer nuevamente las inversiones extranjeras y nacionales así como para recobrar la confianza de los capitales.

Por fin las tasas de los Cetes al 9 de marzo de 1994, aumentaron en todos sus plazos: 21 puntos para llegar a 9.71 a 28 días, 39 puntos para alcanzar 11.02 a 182 días y 22 puntos para llegar a 10.99 a un año. La política económica seguida por el Banco de México lo hacía estar oficialmente comprometido a mantener la parida en una banda de 3.30 a 3.3570 a la venta.

Después del asesinato del candidato del PRI a la presidencia de la República, Luis Donald Colosio Murrieta (DP), fue necesario la confirmación entre los diferentes sectores que componían el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico, Gobierno, Sector patronal y obrero, para que se mantuviera inalterable la banda de flotación del peso frente al dólar; y utilizar el superávit fiscal como motor del desarrollo social.

Para el empresariado extranjero persistía la idea de que el peso estaba sobrevaluado 20%, aunque no preveían una devaluación drástica del peso frente al dólar, si indicaron que el peso estaba sobrevaluado desde ya hacia algún tiempo, y confiaban en que se continuaría con el ritmo de comercio e inversión con México.

El 26 marzo era anunciada una línea crediticia extraordinaria por el gobierno estadounidense, para apoyar la estabilidad de los mercados financieros en México, y apaciguar el riesgo de una devaluación brusca del peso y darle un punto de apoyo para que retomará el rumbo económico.

En ese momento el mercado bursátil mexicano mantenía en dinero caliente más de 75 mil millones de dólares contra solo 45 mil de inversión directa, y reservas en el Banco Central de casi 26 mil millones, lo que implicaba una alta vulnerabilidad frente a los posibles desequilibrios en los mercado de dinero, bursátil y de divisas.

El problema, era recomponer la situación a la brevedad porque nuestra economía no podía darse el lujo de vaivenes en el mercado de dinero por estar conformado, en su gran mayoría, por inversiones volátiles.

---

Para el 22 de abril de 1994 resultaba claro que las autoridades mexicanas optaban por garantizar la estabilidad monetaria a costa del crecimiento de la economía en pleno año electoral sin garantías plenas de que pudieran mantener la paridad cambiaria.

En un intento por mantener la confianza de la comunidad financiera internacional, alrededor de 30 directivos de fondos de pensión e inversión estadounidenses se reunieron el 21 de abril con las autoridades de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), del Banco de México (Banxico) y cenaron con el candidato del PRI a la Presidencia, Ernesto Zedillo.

Los inversionistas del exterior querían compromisos a corto, mediano y largo plazos de que no habría devaluación del peso hasta diciembre de 1995 y se mantendría la continuidad económica, pues ya habían perdido cerca de dos mil 500 millones de dólares por el ajuste de 8.5 por ciento del peso frente al dólar y la caída del mercado accionario, a pesar del repunte registrado un día anterior por el peso.

En reuniones privadas, Pedro Aspe Armella, secretario de Hacienda y Crédito Público, garantizó a los directivos y operadores de fondos que las tasas de interés se utilizarían para mantener la estabilidad cambiaria aun a costa de un menor crecimiento de la economía.

Cómo consecuencia del manejo en las tasas de interés esto daría mayores márgenes de maniobra al gobierno mexicano para así enfrentar eventuales "burbujas especulativas" e incluso, se estimaba el alza en réditos internos sería "temporal" para tranquilizar a los inversionistas, retener el ahorro en pesos y evitar una mayor salida de capitales.

La Bolsa Mexicana de Valores (BMV) reaccionó muy positivamente, a esta medida pues el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC) habría subido 6.03 por ciento, la lectura que hicieron los inversionistas sobre la decisión gubernamental fue de mantener la estabilidad cambiaria aun a costa de menor crecimiento.

Sin embargo, en los medios oficiales se reconocía que si no se sostenía la estabilidad, el nerviosismo en los mercados financieros volvería a presentarse, seguiría la tendencia a la alza en los



---

rendimientos domésticos, a pesar de que impactaría en un menor crecimiento de la economía y un mayor déficit financiero respecto al producto interno bruto (PIB).

Los mayores réditos se elevaron casi una tercera parte de lo programado, así como también los costos financieros del servicio de la deuda pública interna y de las empresas privadas endeudadas y en consecuencia desestimuló el crecimiento de la economía, lo que a su vez redundó en un descenso en la recaudación del ISR y del IVA.

Aunque todavía se consideraba prematuro un escenario económico para ese año, se estimaba que las tasas de interés internas pudieran subir a 20 por ciento, se elevará a 2.5 por ciento el déficit financiero público respecto al PIB y que el crecimiento de la economía fuera de alrededor de 1.5 por ciento, siempre y cuando se siguiera manteniendo el nerviosismo en los mercados financieros y en un escenario negativo se ampliará la banda de flotación del peso o duplicará el ritmo de deslizamiento del peso frente al dólar.

De hecho, al más alto nivel gubernamental ya se había discutido la conveniencia o no de que se ampliará la banda de flotación del peso en el mercado cambiario y se decidió por mantenerla en el nivel convenido y que se ajustarán los réditos con tal de que se evitará una mayor devaluación del peso.

Para entonces Pedro Aspe, titular de Hacienda ante representantes de 16 operadores de fondos, nuevamente se comprometía a elevar las tasas de interés para retener el ahorro en pesos y evitar una mayor salida de capitales aunque esto significará un menor crecimiento como ya mencione.

Para fines de abril se reportaba el descenso en el ritmo de la actividad económica de Estados Unidos de Norteamérica a 2.6 por ciento entre enero y marzo de ese mismo año, no obstante el ritmo de las exportaciones de manufacturas mexicanas superó la tasa de 20 por ciento. Ya había quienes consideraban que este crecimiento se debía al 8 por ciento de devaluación acumulada para ese entonces y quienes opinaban que se debía al recién inaugurado TLC.

No obstante, luego de tres trimestres consecutivos de caídas, el déficit comercial de México crecía 19.5 por ciento durante el primer trimestre de 1994, respecto al del mismo período de 1993.

---

El drástico cambio en la tendencia de las importaciones, que había sido decreciente en los últimos dos años, era la causa principal del aumento del desbalance comercial.

De acuerdo con información de Hacienda, las importaciones sobrepasaron a las exportaciones por 4 mil 318 millones de dólares, durante los primeros tres meses del año.

Esto se dio como consecuencia de la apertura comercial que se inició con la ratificación del Tratado de Libre Comercio, lo cual significó menores restricciones para la entrada de productos extranjeros, así como la incipiente recuperación económica del País, lo que impulsó las compras en el exterior.

Para el segundo trimestre de 1993, el desbalance comercial había presentado tasas de crecimiento negativas, disminuyendo el déficit 31.3 por ciento, respecto al mismo período anterior.

Sin embargo, de enero a marzo de 1994 las importaciones aumentaron 17.3 por ciento anual, comparado con el aumento de 3.1 por ciento registrado en el último trimestre de 1993.

Las importaciones de bienes de capital registraron el mayor incremento al elevarse a 13.1 por ciento anual, luego de haber caído 11 por ciento en el último trimestre de 1993.

Las compras de bienes intermedios sumaron 12 mil 964 millones de dólares, y las de consumo llegaron a 2 mil 67 millones, con incrementos de 18.8 y 14.9 por ciento, respectivamente.

Las exportaciones totales alcanzaron en los primeros tres meses del año un monto de 13 mil 732 millones de dólares, lo que significó 16.7 por ciento, la tasa más alta desde el primer trimestre de 1992.

Pero mientras que las exportaciones petroleras disminuyeron por la caída de los precios del petróleo, las no petroleras aumentaron 23.5 por ciento sobretodo las del sector agropecuario, como del extractivo y manufacturero registraron alzas.

Las exportaciones manufactureras sumaban 11 mil 160 millones de dólares en los primeros tres meses del año, lo que equivale a un aumento de 26 por ciento anual, principalmente de artículos de tela,

---

de plástico y resinas sintéticas, automóviles, autopartes y máquinas de escribir, entre otros productos.

Como consecuencia de las condiciones internas del país que persistían en 1994, las empresas mexicanas impulsaron las exportaciones y aprovecharon la coyuntura del TLC, principalmente porque la depreciación de la paridad cambiaria hizo más atractivos los productos mexicanos.

Así algunos opinaban que "el déficit comercial de primer trimestre era anormalmente alto porque los importadores pospusieron sus compras hasta que el TLC entró en vigor, para aprovechar la desgravación. Por tanto, el "desequilibrio" registrado en este periodo no pudo extrapolarse a todo el año, ni en lo global, ni en lo que toca a Estados Unidos. A todo lo largo de 1993, las exportaciones crecieron más rápido que las importaciones. Al principio de 1994, aumentaron prácticamente al mismo ritmo. El mercado ya se había encargado de hacer algo acerca de la mencionada sobrevaluación del peso. De hecho, ya había ocurrido una devaluación importante, desde la parte final de febrero. Si las exportaciones de manufacturas estaban aumentando a una tasa anual de 26 por ciento, ¿dónde estaba la evidencia de la necesidad de hacer algo sobre la paridad? El déficit en la cuenta corriente implicaba una caída de reservas si, y sólo si, es inferior al superávit en la cuenta de capitales. Por lo cual, la reducción de las reservas fue consecuencia de la salida de capitales, por cierto, casi todo era propiedad de mexicanos".<sup>5</sup>

El 17 de junio en la ciudad Guadalajara en Jalisco; Rudiger Dornbusch, en una conferencia a la cual fue invitado exponía que "México no debía postergar por más tiempo su crecimiento económico; y para ello, el gobierno debía proceder en forma inmediata a devaluar el peso entre 20 y 25 por ciento.

Esto permitiría en un plazo máximo de dos meses, reducir las tasas de interés hasta en 50 por ciento y con ello elevar el Producto Interno Bruto a niveles de seis puntos porcentuales a partir de 1995.

Antes aclaro que previamente a la devaluación, las autoridades financieras deberían signar un nuevo pacto económico con el resto de los sectores, lo que permitiría minimizar el efecto adverso de una devaluación de tales magnitudes.

---

<sup>5</sup> Fuente: Reforma, periódico; fecha: 30 de mayo de 1994; Autor: Baz Thiat

---

Así mismo, reconoció que lo ideal habría sido devaluar el peso en 1993, ya que desde entonces la economía mostraba signos claros de su incapacidad para crecer a los niveles requeridos.

Y por otra parte reconoció que devaluar la moneda en un año electoral y con el entorno social complejo en que se encontraba el país, "no era lo más adecuado", pero era preferible a condenar a la economía mexicana a un año más de "crecimiento cero".

Advirtió al gobierno mexicano que actuara con celeridad, a fin de evitar lo ocurrido en 1982, cuando sobrevino un "ataque especulativo" al peso y la consecuente fuga masiva de capitales.

Desde su perspectiva, el gran error de la reforma económica emprendida por Carlos Salinas de Gortari había sido empeñarse en continuar reduciendo la inflación, toda vez que habría sido preferible que cuando se alcanzaría los 10 puntos porcentuales, procediera a reactivar la demanda, y con ésta impulsar mayores grados de crecimiento económico; pero desafortunadamente "no supo salirse a tiempo de esa etapa".<sup>6</sup>

Para la primera mitad del año, la renuncia de Manuel Camacho Solís, cómo intermediario para la paz entre el EZLN y el gobierno federal impacta negativamente. Los Mercados Financieros Nacionales habrían cerrado con un comportamiento volátil en el principal indicador de la bolsa, con movimientos alcistas en los Tesobonos y con un decremento inesperado en la tasa líder.

Los sectores de la construcción y servicios perdieron 4.19 y 3.14 por ciento, respectivamente. Asimismo, reportaban pérdidas de 2.67 por ciento los índices de la industria del comercio, el sector varios de 1.70 por ciento, comunicaciones de 1.62 por ciento y la industria extractiva tuvo un decremento de 0.62 por ciento.

La tasa líder (Cetes a 28 días) paradójicamente registró una disminución de 0.16 puntos porcentuales.

El Banco de México informaba que el Costo Promedio Porcentual se ubicaba en junio en 17.18 por ciento. El mercado de cambios mostraba una activa demanda a raíz de la renuncia de

---

<sup>6</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 18 de junio de 1994; autor: Connie Ochoa; página:4

---

Camacho y como efecto los rendimientos de los Tesobonos registraron un movimiento alcista por segunda semana consecutiva.

El dólar interbancario en su cotización mismo día se ubicaba a la venta en 3.361 nuevos pesos y a la compra en 3.3560 nuevos pesos.

Para la cúpula empresarial mexicana quedaba descartada la posibilidad de una devaluación del peso, a pesar de las presiones desatadas por el "nerviosismo político-electoral", toda vez que suponían, existían reservas internacionales suficientes y un acuerdo con EU y Canadá para respaldar la moneda.

Mencionaron que el nivel de reservas con que contaba el Banxico, así como la bolsa común con Estados Unidos y Canadá para proteger la política cambiaria, daría un amplio margen de maniobra para mantener el control de la banda de flotación en funcionamiento.

Por otra parte suponían que las turbulencias financieras y el peso seguirían sufriendo algunas presiones, pero estas pasarían después de las elecciones y que surgiría la estabilidad y el consenso generalizado.

Reconocían que era preferible un nuevo repunte de las tasas de interés y la utilización de reservas antes que devaluar el peso.

Nuevamente el gobierno saldría bien librado, al contener la ola de nerviosismo y especulación, al efectuarse las elecciones presidenciales.

Asimismo, manifestaron que no había signos que indicaran un incremento espectacular de las importaciones que constituyera un retorno al elevado déficit comercial y, consecuentemente, pusiera en peligro la política cambiaria.

Los momentos de mayor especulación ya para entonces ya habrían pasado; y por lo tanto no hallaban razón para esperar una devaluación del peso, o para que está se hiciera en esos momentos, ya que el compromiso del gobierno federal estaría de por medio, que prometía estabilidad en el tipo de cambio, manejo en las tasas de interés, baja inflación y crecimiento económico.

---

Sobre lo mismo había quienes opinaban que la paridad peso-dólar estaba viviendo una crisis de expectativas normal en cada final de sexenio, la cual se estaba viendo maximizada por la incertidumbre política; sin embargo, opinaban que antes de que el gobierno recurriera a una devaluación éste debería hacer uso de las reservas internacionales del Banco de México y hacer los ajustes monetarios vía tasas de interés.

Aunque para entonces ya se hablaba mucho sobre cantidades específicas acerca de la salida de capitales en los últimos meses, de hasta nueve mil millones de dólares, no dejaba de ser simple especulación, en cambio, era una realidad que las presiones sobre el tipo de cambio habían provenído mayoritariamente de inversionistas nacionales.

Así analistas de diferentes corredurías manifestaban: "Que el banco central tenía los medios para defender la paridad del peso antes de que se efectuasen las elecciones y que no esperaban un cambio en el régimen del tipo de cambio. Ya que las devaluaciones se traducen en pérdidas de prestigio en periodos electorales".<sup>7</sup>

Por otra parte, cabe anotar que aunque quizá era necesario un ajuste cambiario para beneficio de la balanza comercial, del margen de sobrevaluación del tipo de cambio y para corregir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, en términos de imagen política hubiera sido el peor momento debido a que esto se hubiera convertido en un fenómeno generador de mayor incertidumbre económico-financiera.

Por lo que respectaba a las tasas de interés, estas habían sido utilizadas como la variable de ajuste monetario. Por ello, no nos debe extrañar que en las semanas de mayor nerviosismo estas hayan subido, pero sin observarse variaciones bruscas. Esta situación sin duda responde a la necesidad de anclar la inversión extranjera vía mejores premios.

Asimismo, devaluar en esos momentos hubiera significado para muchos romper todo el esquema de estabilidad económica de los últimos siete años, por lo cual pensaban que si el tipo de cambio no se ajustó fuertemente luego del asesinato de Luis Donaldo Colosio,

---

<sup>7</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 27 de julio de 1994; autor: Ricardo Vázquez; título: Difícil una devaluación.

---

mucho menos se haría en esos momentos, es decir que lo peor ya habría pasado.

Sin embargo para algunos inversionistas interesados en traer capitales a México, resultaba conveniente que el contrato de futuros para el peso volviera a la pizarra de los mercados de futuros de Chicago.

Ya que había inversionistas que argumentaban que si México liberaba todos sus controles de capital, ya no tendrían por que preocuparse del precio del peso frente al dólar y de esta manera podrían cubrirse del riesgo cambiario, además de que una vez que se hiciera esto, las tasas de interés ya no estarían atadas al tipo de cambio y se podría promover el crecimiento económico.

Lo cual resultaba congruente ya que la presencia del peso mexicano en los mercados de futuros hubiera ayudado al banco central y a la política económica del país, porque cuando se tienen productos como forwards (que tienen un plazo más largo) y futuros, los participantes e inversionistas del mercado ya no necesitan preocuparse de lo que pase con la moneda porque pueden protegerse.

Esta propuesta resultaba de suma importancia para México y en particular para los bancos ya que el mercado de coberturas cambiarias, sumaba 25 mil millones de dólares y representaba riesgos por 40 mil millones de dólares.

Para mediados de agosto era evidente que al gobierno federal, mantener la estabilidad económica y principalmente el tipo de cambio, se dio en medio de un desgaste, porque la combinación de instrumentos que utilizó el sector público -altas tasas de interés, astringencia fiscal y mayor tipo de cambio en la banda- incluyeron perder reservas internacionales para hacer frente a dichas situaciones.

El Banco de México (Banxico) había perdido entre ocho y nueve mil millones de dólares en reservas respecto a su nivel más alto. En consecuencia, era posible que todavía para esos momentos contará con 18 a 19 mil millones de dólares más convenios de swaps por nueve mil millones más, era evidente que su posición se había erosionado.

---

Uno de los instrumentos más útiles para enfrentar la coyuntura, habían sido los Tesobonos porque permitieron a los inversionistas cubrirse ante una eventual devaluación, sin necesidad de sustraer sus recursos del país ni afectar las reservas internacionales.

De ahí que la recomposición del portafolios haya sido cuantiosa, ya que mientras en diciembre de 1993 las inversiones nacionales y extranjeras en instrumentos denominados en pesos sumaron el equivalente a 37.1 mil millones de dólares, dicho monto se redujo en más de 22.2 mil millones.

La pérdida correspondiente de 14.9 mil millones fue compensada parcialmente por un aumento de las inversiones en Tesobonos de 11.3 mil millones de dólares. Los nacionales retiraron 4.9 mil millones y los extranjeros agregaron 1.1 mil millones a sus inversiones.

Como consecuencia, los inversionistas mexicanos mantenían 2.5 mil millones de dólares de Tesobonos y los extranjeros 10.4 mil millones de dólares.

No hay que olvidar que más allá de la influencia política que imperaba en la determinación de las tasas de interés, existían otros factores exógenos -como el de las tasas de interés norteamericanas, la debilidad del dólar o la competencia por los capitales- que influirían, más temprano que tarde, en la determinación de tendencias una vez que pasaran las elecciones.

El fantasma del incremento en las tasas de interés norteamericanas apareció, en el momento menos oportuno para agregar una pizca de nerviosismo y una poca de volatilidad a los mercados de deuda del país y sus consecuentes efectos en el comportamiento del tipo de cambio y del precio de las acciones.

En los mercados financieros del vecino del norte existía coincidencia en que la FED anunciaría, tarde o temprano, mayores niveles de tasas de interés de corto plazo (hasta el 4.75 por ciento, mientras que las de largo plazo se colocarán alrededor del 7.3 por ciento). Estas expectativas estaban basadas en el explosivo dinamismo que la economía norteamericana venía presentando en el segundo trimestre y que creció 3.7 por ciento frente al 3.3 por ciento del primero y reforzado por la cifra de incremento del 0.2 por ciento durante julio en la producción industrial. Un segundo factor



---

que pesaba entre los analistas financieros era la poca credibilidad de la que gozaba el gobierno de Clinton para reducir el déficit público lo que alentaba las expectativas inflacionarias que hasta julio venían incrementándose.

El probable aumento en las tasas de interés norteamericanas impactaría -coyunturalmente- sobre todo la inversión en acciones tanto en los mercados estadounidenses como en los foráneos, especialmente en los mercados emergentes. Lo anterior porque al incrementarse la tasa de retorno del capital en instrumentos de deuda la hizo más atractiva y porque las grandes empresas de países emergentes, que mantenían altos pasivos en dólares, se verían afectadas en sus resultados financieros.

No sucedió así con los niveles de las tasas de interés internas que ya se encontraban en las nubes y con un diferencial muy amplio respecto a sus similares norteamericanas como para que les impactará un incremento de medio punto porcentual en los Treasury bills. Los factores políticos internos dominaron la escena de los mercados financieros nacionales y lo que ello significó en las elecciones presidenciales para el futuro inmediato de los flujos de capitales externos.

Un día antes de las elecciones la balanza comercial mexicana registraba un déficit de 8 mil 859 millones de dólares durante el primer semestre de 1994, lo que significaba un incremento del 27 por ciento respecto al mismo periodo del año anterior, cuando esta diferencia fue de 6 mil 977 millones de dólares resultado de la diferencia entre las importaciones, que sumaron 37 mil 691 millones de dólares, y las exportaciones de 28 mil 832 millones de dólares.

Las compras realizadas al exterior habían registrado un aumento de 18.9 por ciento frente al periodo enero-junio de 1993. De estos 37 mil 691 millones, 14 mil 762 millones de dólares correspondieron a la adquisiciones de mercancías asociadas a procesos de exportación, que crecieron 30.7 por ciento.

Las importaciones de bienes de consumo crecieron 20.1 por ciento, y alcanzaron un nivel de 4 mil 418 millones de dólares, el 20.7 por ciento de éstas fue de básicos.

---

Una vez que se declarara oficialmente ganador de las elecciones presidenciales, Ernesto Zedillo, descartó una brusca devaluación del peso y dijo "que el crecimiento de las inversiones extranjeras y de las exportaciones permitiría mantener la depreciación gradual de la moneda. Cuestiono la necesidad de una devaluación abrupta. El peso está mostrando gran fortaleza pese a las difíciles condiciones. Sería extraño pensar en una devaluación cuando las exportaciones están aumentando y existe una entrada significativa de capital para inversiones. Dijo que el peso se había depreciado un diez por ciento desde finales de 1993, lo cual había permitido ganar competitividad, que se reflejaba en un incremento de 25 por ciento en las exportaciones. Se manifestó "convencido" de que México experimentaría un gran crecimiento en los próximos años, pero dijo que para lograr esto se necesita una política económica cauta, cuyos objetivos serían la estabilidad financiera y de los precios. Zedillo afirmó que no esperaba que el Tratado de Libre Comercio para Norteamérica (TLC) tuviera un impacto drástico sobre la economía, ya que el proceso de reestructuración económica y liberalización del mercado ya estaba en marcha antes de firmar el acuerdo. Cuando entro en vigor el acuerdo, se había producido la apertura de 90 por ciento del mercado, tal como se requería. Lo que quedaba se realizaría en los próximos 15 años. Por tanto, no preveo un drástico impacto sobre la economía, dijo."<sup>8</sup>

Por otra parte el incremento registrado en la balanza de cuenta corriente de México había sorprendido a las principales corredurías de Nueva York al grado que, una vez concluido el proceso electoral, este factor sería de primordial importancia en el seguimiento de la economía mexicana.

Lo anterior se desprendía de un particular interés por parte de las principales firmas financieras que querían conocer los términos de la renegociación del pacto, los cuales sentarían las políticas a seguir para abatir el déficit que, de acuerdo a las estimaciones de dichas firmas, podría cerrar 1994 en 22 mil millones de dólares.

En este sentido se destacaba el hecho de que la mayoría de las firmas descartaron como solución una posible devaluación de la moneda, sin embargo, si advirtieron que no sería vía incrementos en réditos por donde se lograría financiar el déficit por el impacto inflacionario que ello representaría.

---

<sup>8</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 27 de agosto de 1994; página:3

---

Sobresalía la postura de Andres Oppenheimer, cuyos especialistas opinaban que la victoria de Ernesto Zedillo en la contienda presidencial había descartado la posibilidad de una "aguda devaluación" por el incremento que habían registrado las exportaciones en los últimos meses, al tiempo que la inversión extranjera se fortalecía, al afirmar que la política de depreciación del peso continuaría intentando fortalecer las ventas al exterior.

De hecho esperaban que una vez alcanzado el fin de la recesión el porcentaje de participación del déficit en el producto interno bruto (PIB) fuera del orden del uno o dos por ciento. Por lo que la demanda en México había rebasado la oferta por la apertura del mercado y se pensaban dos soluciones posibles para abatir este problema: por un lado, la depreciación de la moneda o bien fortalecer el crecimiento.

"Las estimaciones de Morgan para 1994 ubicaban al déficit en cuenta corriente en niveles de 22 mil millones de dólares y en 1995 en 25.3 mil millones, ello significaba un incremento de 10 por ciento, México estimaban tenía la capacidad de solventar este déficit. Para corredurías como J. P. Morgan, Nomura, Morgan Stanley, Smith & Barney y Lehman Brothers, el balance en la cuenta corriente dependería mucho de los capitales que ingresaran al país y en este sentido destacaron la importancia de obtener el grado de inversión por parte de las principales agencias calificadoras de Estados Unidos. En el caso de J. P. Morgan la solución además de los capitales frescos era necesario incentivar el crecimiento, pero esta vez manteniendo una participación moderada del presupuesto en el financiamiento del déficit. Las estimaciones de las firmas en términos de las tasas de interés variaban, pero coincidían en que no cerrarían el año por debajo del nivel de 13 por ciento, salvo Morgan Stanley, banca que estimaba un cierre de los Certificados de la Tesorería (Cetes) a 28 días de 12 por ciento en 1994 y de 10 por ciento para 1995. Morgan afirmaba que esta reducción de ninguna manera pone en peligro la inversión extranjera inyectada al mercado de dinero y por el contrario reducía "dramáticamente" los riesgos de inversión."<sup>9</sup>

En septiembre era recurrente leer y escuchar que la economía mexicana debía continuar con la disciplina financiera y las estrictas

---

<sup>9</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 31 de agosto de 1994; página: 5; título: Descartada una devaluación del peso.

---

políticas monetarias que había implementado durante los últimos cinco años para incrementar los flujos de capital hacia el país.

Así, México podría conseguir un mayor flujo de ahorros, tanto de inversionistas nacionales como extranjeros, poniendo énfasis en esa disciplina, por lo que el tipo de cambio debería mantenerse estable.

Una devaluación en esos momentos sentaría el precedente de que el Banco de México (Banxico) no era consistente con sus políticas y podría devaluar cuantas veces fuera, situación que ahuyentaría los flujos de capitales extranjeros que llegasen al país.

Según estimaciones de la correduría británica Baring Securities Limited de entre los 10 y 15 mil millones de dólares que se esperaba llegasen anualmente a los mercados de capitales latinoamericanos, el mercado mexicano captaría entre cinco y seis mil millones de dólares durante los próximos 15 años.

Con este monto más unos cinco mil millones de dólares que se esperaba llegaran vía inversión directa, México podría financiar su alto déficit en cuenta corriente.

El punto central, era que el potencial que tenían las tasas reales de interés en México para bajar debía ser en términos de acortar el diferencial entre las tasas de Estados Unidos y las de México. Eso sólo era posible en la medida en que más inversionistas extranjeros se dieran cuenta de que estarían participando en un mercado financiero esencialmente más disciplinado y más controlado, en el que hay una inflación moderada, una firme política de estabilidad cambiaria que no desembocaría en una devaluación apresurada y un sector público austero y controlado.

El 30 de septiembre el FMI a través de Michel Camdessus declaró lo siguiente: "el éxito alcanzado por la política económica mexicana cancela cualquier posibilidad de que las autoridades gubernamentales revisen o emprendan algún ajuste en el tipo de cambio. Afirmó que la situación cambiaria es excelente y explicó que esta aseveración se sustenta en el hecho de que México es una nación exitosa, que no requiere de ningún ajuste en particular. Porque especialmente su moneda se ha venido ajustando perfectamente. Más aún, agregó que la competitividad de los productos mexicanos es completamente satisfactoria en los

---

mercados internacionales, por lo que no existe ningún temor a la visita en el sistema financiero mexicano."<sup>10</sup>

De acuerdo a las estimaciones, el flujo de capital foráneo sería de 12 mil millones de dólares en el mejor de los casos, lo que se contraponía a lo estimado por la Secretaría de Comercio, que se esperaba niveles similares a los de 1993, o sea, de 15 mil millones de dólares. El asesinato de (José Francisco) Ruiz Massieu afectó más que el de (Luis Donaldo) Colosio. Ya que no estaban llegando capitales al país desde abril y en esos momentos existía mucha incertidumbre entre los inversionistas. Tal había sido el descenso de los flujos de captación de inversión extranjera, que SECOFI dejaría de reportar desde marzo, el desglose mensual que tradicionalmente daba y optó por dar sólo el acumulado en el año.

El 12 de octubre el rector del Instituto Tecnológico Autónomo de México (ITAM), Arturo Fernández, hizo un amplio análisis de las perspectivas económicas y políticas del país para el próximo sexenio, y "pronostico que para 1995 la inflación sería de entre 6 y 7.5 por ciento, mientras que la economía tendría un crecimiento de tres por ciento del PIB, lo cual resultaría favorable tomando en cuenta que la economía internacional lo haría en 0.5 por ciento."<sup>11</sup>

Nuevamente, el posible incremento en las tasas de interés de Estados Unidos, provoco que los mercados financieros mexicanos tuvieran una jornada "nerviosa".

En el mercado cambiario, se presentó una fuerte demanda del dólar norteamericano, lo que originó un disparo en la cotización del dólar interbancario, mismo que cerró para la segunda semana de noviembre en 3.4380 unidades a la compra y 3.4430 a la venta.

Analistas del Banco de México negaban que los movimientos cambiarios pusieran en riesgo la estabilidad del país, ya que la divisa se movía de acuerdo con la banda de flotación preestablecida en el Pacto, mientras tanto agentes cambistas aseguraban que el país había sufrido una devaluación "gradual y silenciosa" desde principios de año.

Prueba de ello, era que la depreciación del tipo de cambio superaba ya el 10 por ciento de enero a octubre. No descartaban,

---

<sup>10</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 1 de octubre de 1994; autor: Luis Acevedo

<sup>11</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 13 de octubre de 1994; autor: Miguel Badiño;

---

incluso, que esos movimientos "nerviosos" se acrecentaran ante la cercanía de la toma de posesión de Ernesto Zedillo, y la incertidumbre respecto a la política cambiaría que mantendría en su régimen.

No obstante "la Asociación Mexicana de Casas de Cambio comentó, a su vez, que no había peligro de una devaluación en puerta ni tampoco el riesgo de una "fuga masiva" de capitales. Los movimientos que se registraban en el mercado cambiario, explicó el organismo, son naturales en todo el mundo y responden tanto a situaciones internas como externas."<sup>12</sup>

A pesar de los movimientos registrados, la correduría neoyorquina Bear Stearns se declaró, en su último informe bursátil, como comprador inequívoco de México para los días que precedían a la toma de posesión de Ernesto Zedillo, y divulgó entre los inversionistas que México, era el sitio más idóneo para lograr ganancias antes de que concluyera 1994.

Sin embargo pese a estos comentarios favorables y optimistas México seguía enfrentando un gran déficit de cuenta corriente y una severa contracción de 17 mil millones de dólares en sus reservas internacionales.

Llegado el mes de diciembre la especulación y la volatilidad era la característica más predominante en los movimientos de los mercados financieros nacionales, derivados del anuncio del nuevo gabinete presidencial y la toma de posesión de Ernesto Zedillo.

En el mes de diciembre la Bolsa ya acumulaba una pérdida de 1.54 por ciento, mientras que en el año la caída era de 2.5 por ciento.

El mercado de dinero culminaba la primera semana de diciembre con presiones alcistas en las tasas de interés secundarias y falta de liquidez que propiciaban la intervención de Banxico por la falta de recursos.

Por su parte, en la subasta número 48 de valores gubernamentales, las tasas de interés primarias registraban retrocesos

---

<sup>12</sup> Fuente: El Financiero, periódico; página: 4; autor: Georgina Howard; título: Descarta la AMCC una devaluación

---

en tres de sus plazos, principalmente por el alejamiento del dólar de la banda de intervención extraoficial establecida por Banxico.

Los Cetes a 28 días se ubicaban así en 13.85 por ciento, al bajar en 0.10 puntos porcentuales. Las emisiones a 182 y 364 días finalizaban en 14.61 y 14.56 por ciento, con lo que retrocedían en 0.10 y 0.05 puntos porcentuales, respectivamente.

La Tasa de Interés Interbancaria Promedio (TIIP), se ubicaba en 20.3447 por ciento con lo que descendió 1.3545 puntos porcentuales.

Una semana después en la subasta semanal de valores gubernamentales, las emisiones a 28 y 91 días experimentaban reducciones de 55 y 18 centésimas, con lo que ubicaban su rendimiento anualizado en 13.30 y 14.58 por ciento. El plazo de 182 días retrocedía cinco centésimas para colocarse en 14.56 por ciento, mientras que el de un año permanecía en 14.56 por ciento. La subasta tuvo como característica la acentuada caída en el plazo de 28 días, toda vez que el nerviosismo y la incertidumbre entre los intermediarios financieros permanecía como un factor de volatilidad en el mercado de dinero desde la última semana de septiembre.

La baja de 55 y 18 centésimas en los rendimientos a 28 y 91 días, se derivó de la insuficiencia de títulos gubernamentales en el mercado, la liquidez generada por los gastos de gobierno y la sistemática descolocación semanal de Cetes, Bondes y Ajustabonos por Banco de México.

La constante compra de papel por el Banxico para dotar de recursos al mercado, explicaba la notable falta de estos títulos en el sistema, por lo que aquellos intermediarios que buscaban nivelar sus posiciones de fin de año, tuvieron que proponer tasas suficientemente bajas como para alcanzar asignación.

A escasos 20 días de haber entrado en funciones, la administración de Ernesto Zedillo incrementaba en 0.53 nuevos pesos el techo de la banda de flotación cambiaria, con el fin de ampliar el margen de maniobra de las autoridades para responder a la incertidumbre económica y alcanzar las metas del programa de 1995, en particular de crecimiento del producto interno bruto estimado en cuatro por ciento real anual.

---

Lo anterior cobra relevancia, pues apenas un mes antes el plan de estabilización había sido ratificado incluso por Zedillo, aún como presidente electo, con lo cual prácticamente quedaba descartada una eventual depreciación del peso.

Pero la especulación y nerviosismo que se manifestaban en los mercados financieros obligaron al gobierno federal a alterar su política cambiaria.

De esta manera, por primera vez desde que se había implantado el régimen cambiario basado en una banda de fluctuación (11 de noviembre de 1991) fue modificado el tope máximo de ésta, mismo que determinaba el precio de venta del dólar libre bancario, el cual pasó de 3.4712 a 4.0016 nuevos pesos por unidad.

La nueva medida de las autoridades gubernamentales, que se aprobaría con la segunda firma de renovación del Pacto para el Bienestar, la Estabilidad y el Crecimiento (Pabec), consideraba que el tipo de cambio continuaría con su ritmo de deslizamiento premeditado de cuatro diezmilésimas de nuevos pesos por día. Con ello, la devaluación anunciada del peso se ubicará en 3.6 por ciento, en términos anualizados. Al mismo tiempo, el precio mínimo de compra de la divisa de la Unión Americana se mantendría en los niveles de 3.0512 nuevos pesos por unidad en billete y de 3.0562 en documento; con esto, la amplitud de la banda de flotación cambiaria en relación con la cotización de compra del dólar en billete ascendió a 31.1 por ciento.

En reacción al ajuste del techo cambiario, el dólar interbancario al valor mismo día se disparó 13.4 por ciento, al pasar de 3.4655 a 3.9300 nuevos pesos por unidad.

Dicha variación se colocaría en 1.9 puntos por encima de la devaluación que había acumulado hasta un lunes anterior. Así, la pérdida de valor de la moneda nacional frente al dólar libre estadounidense llegaba a 26.5 por ciento en lo que iba de 1994.

Cabe recordar que, desde noviembre de 1991, las autoridades del país habían diseñado un esquema cambiario regido por una banda de fluctuación, la cual hiciera lo posible por mantener en beneficio de quienes realizasen inversiones en pesos un mejor rendimiento que el obtenible de inversiones en otras divisas.



---

A ello se sumaría el propósito de lograr una creciente flexibilidad para hacer frente a fluctuaciones en la balanza de pagos, derivadas de irregularidades en los flujos de inversión extranjera.

A partir del 11 de noviembre de 1991, el tipo mínimo de compra del dólar se había mantenido en 3.0512 nuevos pesos, mientras que su precio máximo de venta límite superior de la banda de flotación tenía un deslizamiento preanunciado de dos diezmilésimas de nuevos pesos por día, el cual aumentó a cuatro diezmilésimas desde el 20 de octubre de 1992.

Por otra parte, para la comunidad financiera internacional, México daba marcha atrás a una antigua política y permitía que su moneda perdiera un 12.7% de valor, en una enorme apuesta a que los inversionistas extranjeros no perderían la confianza en los recién liberalizados mercados financieros. El nuevo gobierno del presidente Zedillo culpó de la devaluación, y de otros problemas económicos, al resurgimiento de una revuelta indígena en el estado de Chiapas. Al culpar a los rebeldes de Chiapas de ahuyentar a los inversionistas extranjeros y limitar el crecimiento económico, el gobierno podría así tener la esperanza de socavar el apoyo del público hacia los rebeldes y permitir al gobierno controlar la disidencia de Chiapas con más efectividad.

Pero sea cual fuere la causa o los efectos políticos, la devaluación asombró y preocupó a los inversionistas de Estados Unidos, que poseían unos US\$ 75.000 millones en valores mexicanos. La medida, restaría un 14,6% al valor de esas posiciones medidas en dólares, afectaría tanto la confianza de los inversionistas que sería difícil volver a ganarla.

El gobierno mexicano aún así apostaba a que, a pesar de todo, era posible convencer a los inversionistas de EE.UU. de que se olvidaran de 1994 como si hubiera sido una pesadilla y miraran de manera positiva hacia 1995. La apuesta pudo haber funcionado. Ya que el gobierno tenía la esperanza de que el año de 1995 sería posible reducir las tasas de interés porque el gobierno ya no necesitaría mantenerlas altas para financiar las obras de infraestructura.

---

Según este razonamiento, las tasas de interés más bajas podrían impulsar la economía mexicana a un crecimiento del 4% o superior. De igual manera, el peso devaluado podría estimular las exportaciones y expandir la economía. Los inversionistas de EE.UU. son gente racional, así que querían volver a invertir en una robusta economía mexicana.

El problema es que no era seguro que las tasas de interés fueran a bajar, especialmente en el corto plazo. Temían que pudiera volver a encenderse la llama de la inflación. Y un peso devaluado no garantizaba un aumento de las exportaciones.

Además, pensaban que el nuevo gobierno, que asumió el poder el primero de diciembre, manejó la devaluación de una manera que los inversionistas describirían como de "amateur", así que concluían el plan se iniciaba con el pie izquierdo.

Uno de los problemas fue que hasta el último día de la primera semana de diciembre el secretario de Hacienda, Jaime Serra Puche, manifestó en forma oficial que no habría cambios en la política monetaria. A pesar de que a los mercados de divisas les preocupaba que hubiera que devaluar el peso, los inversionistas le tomaron la palabra a Serra Puche y mantuvieron sus valores mexicanos.

Así que la devaluación propinó una derrota a los inversionistas. Muchas casas de corretaje habían pronosticado que para "1994 el valor de la bolsa mexicana registraría un incremento del 40%. En su lugar, los inversionistas ya habían experimentado una caída del 34,5% en el valor de sus inversiones medidas en dólares, en parte porque en 1994 el peso ya se había devaluado casi un 21,7% ante el dólar. Ahora los inversionistas estaban amedrentados y se preguntaban cuál sería la política monetaria mexicana a largo plazo y dudaban de la fortaleza del denominado pacto para la estabilidad económica. México perdía credibilidad ante los inversores extranjeros, dice Ashwin Vasan, gestor de cartera de Oppenheimer Management Corp. El ancla del sistema era la estabilidad del peso. Acaban de quitar eso".<sup>13</sup>

Por otra parte los inversionistas extranjeros se quejaban de que no habían recibido el tipo de explicación y garantías que habían tenido durante las crisis financieras del gobierno de Salinas.

---

<sup>13</sup> Fuente: Reforma, periódico; fecha: 21 de diciembre de 1994; autor: Craig Torres; título: La devaluación del peso pone en jaque a la comunidad internacional.

---

Manifestaban que de haber sucedido bajo su supervisión, Pedro Aspe, secretario de Hacienda de la administración anterior, habría llamado por teléfono a los principales inversionistas a cualquier hora de la madrugada para explicar la devaluación. En su lugar, Serra Puche -que fijaba la política comercial en su cargo de secretario de Comercio durante el gobierno anterior pero que no tenía que lidiar con el alborotado mundo de los inversionistas extranjeros- explicaba la situación por la televisión nacional y concedía por lo menos una entrevista radial.

Para los inversionistas extranjeros y nacionales, Serra Puche y su equipo ni siquiera habían comenzado a hablar con los inversionistas hasta varias horas después de comenzar a funcionar las bolsas, e incluso así las conversaciones tuvieron un contencioso silencio. Los inversionistas manifestaban que no sólo se sentían dejados de lado sino que les preocupaba lo que indicaba la experiencia un día antes sobre la capacidad del nuevo equipo para manejar una crisis.

Sin embargo, un nuevo temor se presentaba entre la comunidad financiera nacional e internacional: el nivel de las reservas internacionales.

En este sentido las versiones más optimistas calculaban un nivel menor a los 10 mil millones de dólares, mientras que otros economistas de corredurías con presencia en México informaban de cálculos estimados en cinco mil millones de dólares.

La pregunta ahora era: "por que, no se habían utilizado las líneas de crédito antes de que se hiciera uso de las reservas y se permitió ese desplome?, se cuestionaban los especialistas de Lehman Brothers. Para muchas corredurías su visión de corto plazo había cambiado con respecto a México, pero aun así no habían recomendado venta, al tiempo que expresaban su descontento por la medida adoptada por las autoridades financieras de modificar en 15 por ciento la banda de fluctuación del peso.

La devaluación no era necesaria, el único impacto es que reduce la confianza de los inversionistas. Además, el momento no era el adecuado para anunciar una noticia como esta, es diciembre, el conflicto en Chiapas había despertado mucha tensión y los mercados estaban nerviosos."<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 22 de diciembre de 1994; autor: Rosa Elba Arroyo

---

La idea que prevalecía era que México estaba capacitado para financiar el déficit en cuenta corriente de ese año, a pesar de la pérdida en reservas. Sin embargo, la preocupación por la continua incertidumbre política y la capacidad del país para financiar el déficit externo en 1995 contribuiría claramente al aceleramiento de la salida de capitales en las últimas semanas. Las reservas podrían haber caído como consecuencia de lo anterior hasta los 12 mil millones de dólares, lo que equivale a menos de las importaciones de bienes y servicios en un mes.

Mientras tanto en WASHINGTON DC, el 21 de diciembre en una reunión a puerta cerrada en la sede de la cancillería estadounidense se previó que la devaluación podría darse como alternativa de último recurso, para prevenir el descontrol de los problemas financieros; no hubo consenso respecto al impacto que tendría la medida sobre una situación calificada de precaria y delicada.

Según "analistas de inteligencia del gobierno estadounidense y mexicanólogos concluían que el conflicto en Chiapas y el ascenso de un nuevo gobierno con capacidad no probada habían hecho resurgir el espectro de una devaluación e incrementado las dudas de si México recibiría los flujos de capital externo, que necesitaría en 1995 para financiar el déficit de cuenta corriente. Así mismo continuaba, cuando se da una transición de un sistema relativamente cerrado a uno más abierto, siempre surgen tensiones que hacen dudar a los inversionistas, y cuando además hay puntos débiles en los fundamentos como el déficit de cuenta corriente, y bajísimos niveles de ahorro interno, pues las dudas son mayores. En dicha reunión se dijo que había inversionistas que no sabían quien era Jaime Serra Puche, el titular de Hacienda, pues se le conocía más en Ottawa y Washington, que en Wall Street."<sup>15</sup>

¿Por que habían salido tantos capitales? Para mi esto sin duda de debía a que los factores que habían influido eran tanto externos cómo internos.

Entre los factores externos estaba la subida de las tasas de interés en EU que había renovado el atractivo de invertir en ese país y por otra el nuevo gobierno reformista de Brasil, el gigante sudamericano súbitamente se había convertido en una opción muy atractiva.

---

<sup>15</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 22 de diciembre de 1994; autor: Dolía Estévez; título: Devaluación, opción de último recurso; página: 6

---

Los factores internos se encontraban el momento que vivía Chiapas y, en relación con esto, surgieron las dudas sobre Zedillo.

Como consecuencia de esto México se vio embarcado en una nueva y agresiva agenda económica, dejando a un lado la búsqueda del crecimiento económico más fuerte para atacar su problema más preocupante: el cada vez mayor déficit comercial. Las reverberaciones de la medida ya para entonces se hacían sentir en toda América Latina y en la abrumada comunidad inversionista de Estados Unidos.

Durante los últimos seis años del gobierno de Salinas, México había logrado atraer a inversionistas de todo el mundo con promesas de una tasa monetaria de cambio y un crecimiento económico estables. Esta, después de todo, fue una de las luces más brillantes de la nueva panoplia de mercados emergentes, que se hizo más evidente ante el gran efecto estimulante de nuevos acuerdos comerciales, como el Tratado de Libre Comercio. Recién asumido el cambio de administración federal el secretario de Hacienda, Jaime Serra Pucho, cantaba la misma canción alentadora: un crecimiento del 4%, poca inflación y una moneda estable. Pero el martes 22 de diciembre, Serra Pucho aprobó una asombrosa devaluación del peso, un 12.7%, que había estado bajo presión desde hace meses. Y el 22 de diciembre de 1994, el gobierno dejó en claro que había cambiado por completo su enfoque económico y ahora apuntaba a corregir el preocupante déficit comercial, que en estos momentos alcanzaba unos US\$17.000 millones y amenazaba con frenar el crecimiento futuro.

El súbito cambio de política monetaria de México, y sus igualmente rápidas y violentas repercusiones son un sobrio recordatorio de la volatilidad y peligro de los mercados emergentes, tanto para los inversionistas extranjeros como para los mismos mexicanos.

El déficit de México era como ya dijimos particularmente problemático porque requería enormes inyecciones diarias de inversión extranjera a corto plazo. Dado que las exportaciones mexicanas y los ahorros nacionales no generaban el dinero necesario para pagar la enorme demanda de todo lo estadounidense, desde computadoras hasta calzado deportivo, el país se veía forzado a tomar prestados esos dólares. La mayor parte de ese dinero procedía

---

de los mercados financieros, y en su mayor parte a través del mercado de deuda.

El problema era que las tasas de interés estaban en aumento en EE.UU. y el resto del mundo. Para competir por los dólares extranjeros, México tenía que aumentar tanto sus propias tasas de interés que hubiera perjudicado nuestra economía (y que al final de cuentas, así fue) . Por lo cual los inversionistas se apresuraron a escapar, con lo que drenaron de dólares el banco central.

Al devaluar, México intentó reducir la especulación sobre el peso y aumentar el atractivo de sus exportaciones. Pero para reducir el efecto del potencial inflacionario de la devaluación, México iba a reducir de forma aguda los gastos del gobierno y aumentaría por los cielos las tasas de interés. Esto empujó al país a una recesión en 1995, trastornando miles de planes de inversión y proyecciones económicas basadas en una economía en recuperación.

De hecho las tasas de interés un día después de la devaluación subieron al 30%, asegurando a los inversores de que la operación de ajuste del banco central ya estaba en camino. En señal de la incertidumbre que todavía sentían los inversionistas extranjeros, el peso se devaluó un poco más, a 3,97 pesos por dólar.

"De acuerdo con una evaluación del área de análisis económico de EL FINANCIERO, basada en datos del Banco de México (Banxico), dicha variación representa casi tres cuartas partes de la devaluación nominal que presentó la moneda nacional durante el sexenio de Carlos Salinas de Gortari: 50.5 por ciento.

La fuerte especulación que se desató en el mercado local de divisas, que -extraoficialmente- derivó en una fuga de capitales cercana a siete mil 500 millones de dólares en lo que iba de diciembre, obligó a las autoridades financieras del país a decretar la libre fluctuación del peso frente al dólar."<sup>16</sup>

Ello significa que a lo largo de 1994 el dólar privado había acumulado una ganancia de 52.9 por ciento con relación al peso, pues a finales de diciembre de 1993 se cotizaba en N\$ 3.1070.

---

<sup>16</sup> Fuente: El Financiero; fecha: 23 de diciembre de 1994; autor: Víctor Felipe; título: De 37.1% la devaluación en cuatro días

---

Los continuos descalabros sufridos por los mercados cambiario y accionario, provocaron que en el transcurso de 50 días, el banco emisor hiciera uso de poco más de 11 mil 200 millones de dólares de las reservas internacionales.

Sin embargo, para no mermar más los activos financieros de México, que estimados en un nivel de seis mil millones de dólares, Banxico optó por abandonar las operaciones cambiarias, al reducirse su margen de maniobra para respaldar la depreciación del peso y atemperar las caídas de la bolsa de valores nacional.

De hecho, para procurar la estabilidad financiera del país, el gobierno federal acordó activar las líneas de apoyos recíprocos que le extendieron la Reserva Federal y el Tesoro estadounidense por seis mil millones de dólares, y las autoridades de Canadá por mil millones de dólares canadienses -unos 716.9 millones de dólares de la Unión Americana.

La alteración de las cotizaciones cambiarias propició que la economía mexicana dejara de lado uno de los puntos medulares del ajuste estructural sugerido por el Fondo Monetario Internacional a partir de la renegociación de la deuda externa, en el sentido de mantener la estabilidad de la paridad peso/dólar, necesaria para reducir la inflación y las tasas de interés internas.

Así la devaluación del peso en casi 60 por ciento y la imposición sorpresiva de un nuevo programa económico emergente, marcaban un cambio de rumbo en la política económica.

La justificación de tales medidas estaba como ya lo mencionamos anteriormente en el fuerte déficit en la cuenta corriente y falta de margen de maniobra ante la caída de las reservas internacionales.

Nuevamente el 27 de diciembre Estados Unidos salía en defensa de México y sostenía que el "desplome del peso no guardaba relación con los fundamentos de la economía de su principal socio comercial en América Latina. Los recientes movimientos en el valor del peso mexicano han ido considerablemente más allá de lo justificable por la situación

---

macroeconómica mexicana, declaró en un breve comunicado el subsecretario del Tesoro, Larry Summers."<sup>17</sup>

Mientras tanto el gobierno del presidente Bill Clinton reiteraba la fe de Estados Unidos en la solidez de la política económica mexicana, los mercados nuevamente daban una nueva muestra de desconfianza hacia la otrora estrella de los países emergentes.

La paridad del peso continuaba cuesta abajo tras el feriado navideño, arrastrando a su paso a los títulos públicos y privados de México y de otros países de América Latina.

El peso, que cerraba en 4.60 por dólar, caía a 5.60. Una semana antes de que el presidente Ernesto Zedillo liberase el tipo de cambio, el peso estaba a 3.45 por dólar.

De esta manera fue necesario que junto al programa emergente de estabilización, también fue imprescindible que el gobierno pusiera en marcha un amplio plan de mejora del horizonte político-social, sin lo cual sería más difícil aún superar el grave deterioro de la credibilidad institucional mexicana.

Ya que el tema de la credibilidad siempre resulta imprescindible dada la dependencia existente del capital foráneo. Para los economistas cualquier resultado del programa económico emergente se empezaría a apreciar a partir de 1996 en adelante es decir en el mediano plazo, aunque el primer año de gestión del nuevo gobierno se caracterizó por el derrumbe definitivo de los objetivos de crecimiento con bienestar social.

Por cuanto al tipo de cambio, se preveía que el dólar pudiera estabilizarse entre 4.50 y 4.80 nuevos pesos por dólar ( estimación que no ocurrió así), dentro de una nueva banda cambiaría cuyo piso y techo sería del orden de 15 por ciento de la paridad resultante. De ser eficiente el programa emergente en lo inmediato, la devaluación finalmente quedaría en 40 por ciento.

Pero como tal, el pacto resultaba un arma de doble filo ya que si en medio de la crisis uno de los firmantes incumplía, subiendo su precio, los otros podrían, en justicia, hacer otro tanto. El pacto era, por tanto, un serio obstáculo para lograr una devaluación real, que

---

<sup>17</sup> Fuente: El Financiero; fecha: 28 de diciembre de 1994; página: 4; título: Reitera Clinton fe en la solidez de la economía mexicana.



---

era lo que requería la economía nacional para poder aumentar el precio del dólar, sin que suban los otros dos y así evitar la espiral inflacionaria.

Al tratar de mantener el pacto, la nueva administración estaría precisamente intentando que se le concediera una excepción, una devaluación real. Esta intención es clara tanto en el texto del 20 de diciembre, cuando se dieron a conocer las revisiones al Pacto, como en el del día 21, donde se anunciaron la flotación cambiaría y la congelación de precios y salarios por 60 días.

La devaluación real, es indispensable para evitar el reinicio de la espiral inflacionaria, y lograr un cierre efectivo de la brecha externa (déficit en cuenta corriente) al abaratar las exportaciones y encarecer las importaciones.

Como parte integral de la estructura antiinflacionaria, el pacto se añadió a la contracción fiscal y monetaria como para abatir el componente inercial de la inflación. El compromiso tripartita de gobierno, trabajadores y empresarios buscaría reducir sucesiva y simultáneamente los ritmos de expansión de los tres precios-anchas: El del dólar (tipo de cambio), el del trabajo (salarios) y el de la canasta básica (precios al consumidor).

Así, se establecían dos escenarios. En el pesimista se vislumbraba un caso en el que el abrupto y sorpresivo salto cambiario llevara a trabajadores y empresarios a desoir a sus representantes en el seno del Pacto, y a subir sus precios en el mismo porcentaje en que aumentó el dólar, como ya sucedió en febrero de 1982 y noviembre de 1987.

El escenario optimista suponía que la transmisión inflacionaria a precios y salarios lograra reducir el porcentaje que representaban las importaciones en la producción, dada la competencia externa y la conciencia de minimizar la pérdida de competitividad.

Así dadas las condiciones en las que se daba la devaluación muchos pospondrían o cancelarían sus proyectos de inversión, dado el triple abatimiento de sus utilidades, de su capacidad de obtener financiamiento y de su valoración bursátil.

---

Este problema, que se sumo al efecto contraccionista de la cancelación de flujos extranjeros, le podía costar fácilmente una pérdida de uno a 1.5 por ciento al crecimiento estimado del PIB 1995.

Por lo cual se hacía necesario la implementación de un nuevo Fitorca que ayudaría a atenuar el impacto negativo de las empresas, lo mismo que los paquetes de apoyo financiero de EU, del FMI y del Banco Mundial que se estarían negociando.

En el mediano plazo y bajo la existencia de tres supuestos de (1) estabilización y mejora del horizonte político-social, (2) de logro de una devaluación real, y (3) de absorción del doble impacto inflacionario-necesario durante 1995, los beneficios de un dólar justipreciado o caro predominarían.

El presidente Ernesto Zedillo admitiría el jueves 30 de diciembre de 1994 que el país se encontraba en una emergencia económica, luego de que una semana anterior había devaluado al peso en alrededor de 15 por ciento para, menos de dos días después, dejar que su cotización frente al dólar se determinara por la oferta y la demanda.

La continuada debilidad del peso derivaba no de fundamentales económicos, sino de la preocupación de que el gobierno estaba imprimiendo pesos en lugar de pedirlos prestados.

El ingreso per cápita en México descendería según estimaciones "a dos mil 700 dólares por persona a diferencia de los tres mil 600 dólares de 1993. Lo que colocará al PIB de México por abajo del de Chile y el de Brasil. La deuda nacional del gobierno mexicano, como porcentaje del PIB, aumentará de 26 por ciento a 40 por ciento, más lo correspondiente a los cargos por servicio de la deuda. Las cuentas fiscales de México probablemente serían, por primera vez desde 1990, deficitarias a principios de 1995. Esto como resultado del repentino incremento en los pagos por servicio de la deuda. La calificación de grado de inversión esperada para principios de 1995 se pospondrá indefinidamente, lo que implicará un aumento de entre dos y cuatro por ciento en el costo de los créditos a las compañías mexicanas y al gobierno."<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Fuente: El Financiero, periódico; fecha: 31 de diciembre de 1994; página: 5; título: la devaluación causa un inmenso daño: Bear Stearns

---

Así lejos de que el ajuste cambiario en 15.3 por ciento hubiera sido la medida adecuada para tranquilizar a los mercados financieros, preservar las reservas internacionales, recuperar la confianza de los inversionistas y mantener intocadas las metas económicas fijadas para 1995, la decisión trajo consigo los efectos perversos asociados a toda devaluación y que pudieron haber culminado en una recesión.

Entre estos últimos efectos destacan: el pánico inmediato entre los inversionistas que se trasladaron hacia el mercado de cambios, afectando el nivel de las reservas internacionales. El alza en los réditos locales para tratar de evitar la estampida de recursos hacia el exterior y restablecer el equilibrio de los circuitos financieros.

Aumento que, sin embargo, elevó el costo del dinero y el servicio de la deuda pública y privada interna, lo que agravó los problemas de pagos de los usuarios del crédito y las carteras vencidas de la banca.

También exigió erogar una mayor cantidad de pesos por cada dólar que se pagará por concepto de los servicios de la deuda externa total, e incrementó el costo del fondeo externo.

Además, encareció el precio de las importaciones de bienes y servicios, que si bien pudo atemperar el ritmo del déficit comercial, también afectó en la tasa de precios vía la inflación importada, la compra de bienes intermedios y de capital requeridos para el crecimiento económico, en la creación de empleos y en el poder de compra de los salarios.

En esta tónica, el ajuste cambiario prácticamente alteró los supuestos y los objetivos de la política económica propuesta de 1995. Aun antes de aplicarse. Pero lo que es más grave es que la medida devaluatoria fue tardía e insuficiente para eliminar las causas que la originaron y que se ubican en tres perspectivas: las consecuencias del aumento en los réditos en Estados Unidos; el creciente desequilibrio en las cuentas externas; y la inestabilidad política interna, donde el gobierno zedillista no había ofrecido las respuestas necesarias para eliminarla y recobrar la confianza en su régimen y el futuro del proyecto económico que proponía.

Una interrogante flotaba en los mercados financieros: Hasta cuando aguantará el Banco de México las presiones cambiarias,

---

hasta que punto quemará las reservas internacionales y subirán las tasas de interés?

El escenario, no era halagador hasta la segunda semana de diciembre: entre el regreso de papeles y el crédito otorgado a los intermediarios nacionales por Banxico, se tenían faltantes de dinero o de liquidez por casi ocho mil millones de pesos nuevos para diciembre, 12 mil 885 millones para enero, ocho mil 214 millones para febrero y cinco mil 500 millones para marzo de 1995. En los últimos meses de 1995, el faltante de dinero ascendería a 27 mil millones de pesos.

Para regular la liquidez, las presiones cambiarias y sobre los réditos, el banco central había intervenido en los mercados de dinero con un monto promedio estimado en cinco mil millones de nuevos pesos diarios, con el objeto de sostener al tipo de cambio y el nivel de las tasas de interés. Situación complicada por el menor ingreso de capitales en noviembre y la primera semana de diciembre, por ejemplo, la compra de valores públicos por agentes externos cayó en ocho mil 207 millones de pesos, mientras que la compra de tesobonos fue de cinco mil 276 millones, las salidas de divisas y el creciente déficit corriente aumentaba.

Al cierre de 1993, las reservas internacionales ascendían a 24.6 mil millones de dólares. A principios de febrero de 1994 a 28.7 mil millones. Antes de la devaluación, se estimaban en 11-12 mil millones dólares. Un día después un funcionario de Hacienda mencionó que eran de alrededor de 8-9 mil millones. Al finalizar 1994 estarían cerca de los siete mil millones de dólares.

El diagnóstico oficial de culpar a los zapatistas de la devaluación era parcial, ya que también influyeron las pugnas por el poder, la debilidad mostrada por el nuevo gobierno; los aumentos en los réditos en Estados Unidos, que aún en ese momento se estimaba podrían elevarse otra vez en febrero de 1995; y los recelos de los inversionistas externos sobre el programa económico y los desajustes en las cuentas externas.

Datos oficiales y privados indican que hasta septiembre de 1994 la cuenta de capitales registró ingresos por 17.2 millones de dólares, un déficit corriente de 22 mil millones y fugas de capital por poco más de 10 mil millones, lo que implicaba un desajuste en la brecha de divisas de 15 mil millones que se cubrieron con las reservas.

---

Para 1995 se estimaba un déficit externo de casi 31 mil millones de dólares, despertando una duda: ¿cómo se financiaría ante un contexto externo desfavorable?

El ajuste cambiario en lugar de aclarar las expectativas, sólo las agravó y descuadró la política económica y las proyecciones empresariales.

La medida era de encarecer las importaciones al elevar sus precios y, supuestamente, estimular las exportaciones. Pero las ventas externas se componen de bienes intermedios y de capital importados que afectaron los costos de producción y, por tanto, la inflación.

Sumando el costo del crédito a la alza, los precios para 1995 se estimaba podían crecer en un mínimo de siete por ciento, contra el cuatro por ciento programado.

Si el gobierno había programado para 1995 un costo financiero de la deuda interna por 11.9 mil millones de pesos nuevos y otro para la externa de 18.3 mil millones, en consecuencia tuvo que destinar un mayor monto de su presupuesto en el caso de la segunda, siempre y cuando no subieran los réditos foráneos.

La devaluación afectó a una parte de los especuladores. Pero no a lo grandes, que se beneficiaron con las variaciones bursátiles, cambiarias y los altos réditos.

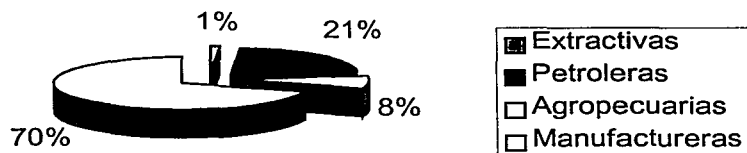
## **2.2 Sector Externo**

Durante 1994, los resultados más relevantes del sector externo fueron los siguientes: a) aumento significativo en el ritmo de crecimiento de las exportaciones manufactureras, proveniente tanto de las ventas de las maquiladoras como de las no maquiladoras; b) mayor crecimiento de las importaciones de bienes intermedios, de capital y de consumo, debido a la reactivación del crecimiento económico así como a la entrada en vigor del Tratado Trilateral de Libre Comercio; c) niveles más elevados en los déficit de la balanza comercial y de la cuenta corriente de la balanza de pagos; y d)

reversión, durante ciertos lapsos, de los flujos de capital hacia México principalmente como consecuencia de los eventos políticos y delictivos de marcado impacto negativo.

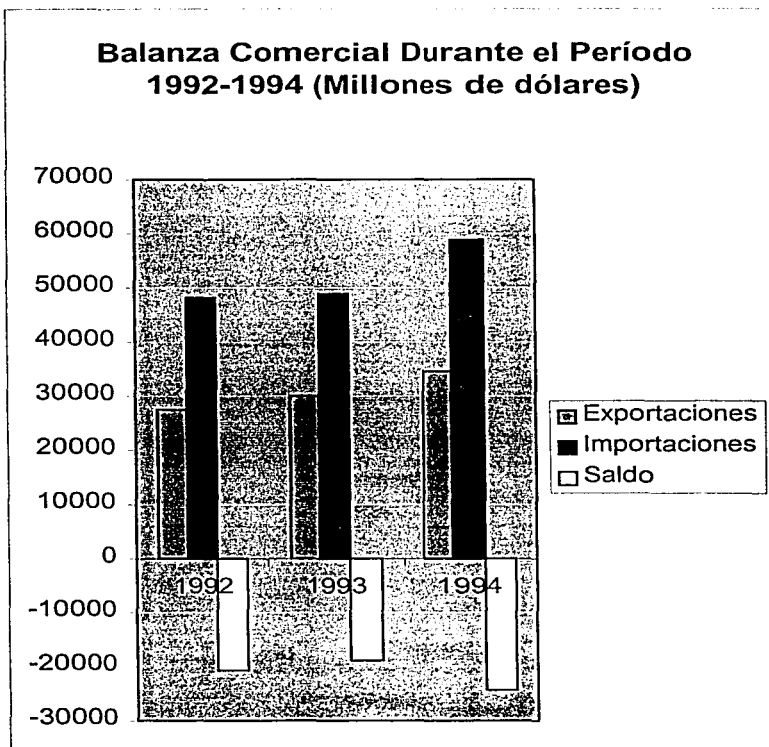
### 2.3 Exportaciones durante 1994

#### Composición de las Exportaciones Enero/Diciembre 1994

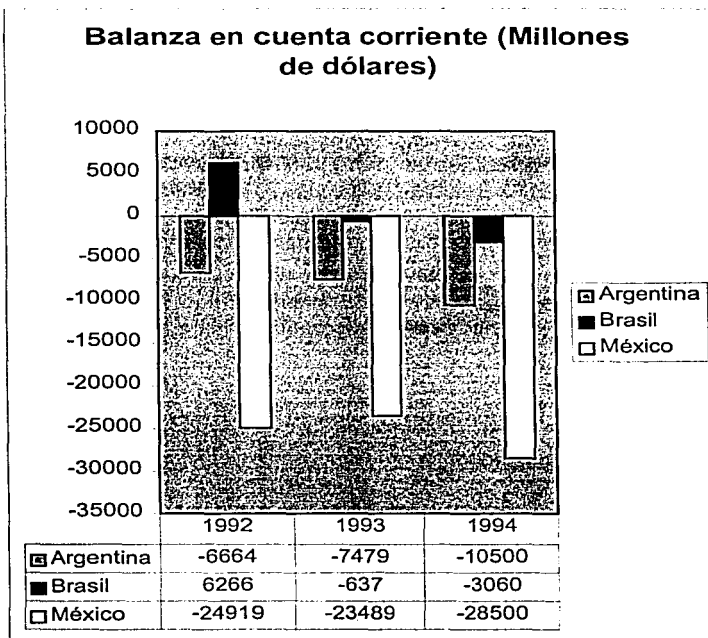


En 1994 la balanza comercial registró un déficit de 18,464 millones de dólares, producto de un saldo total de exportaciones por 60,882 millones de dólares e importaciones por 79,346 millones de dólares. Por su parte, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos resultó de 28,786 millones de dólares.

## 2.4 Balanza Comercial de México período 1992-1994



## 2.5 Comparativo de las Balanzas Comerciales de México, Brasil Y Argentina previos al período de crisis



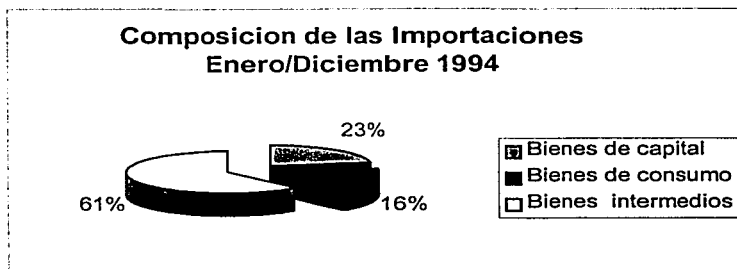
Durante 1994 se redujeron de manera muy importante las entradas netas de capital del exterior. Ello, como consecuencia de actos delictivos y de los acontecimientos políticos que se presentaron en el año y debido a que de manera exógena se redujo la oferta de ahorro proveniente del exterior. Así, el superávit de la cuenta de capital resultó de 11,549 millones de dólares, nivel que significó una disminución de 21,033 millones de dólares con respecto al observado en 1993.

En 1994 la inversión extranjera directa fué de 7,980 millones de dólares, lo que representó un incremento de 82 por ciento con



relación al monto de 1993. Este flujo de recursos fue continuo durante todos los meses del año. Dicha evolución sugiere que la inversión extranjera directa en México está fundamentalmente determinada por las perspectivas de rendimiento a mediano y largo plazos de los proyectos de inversión.

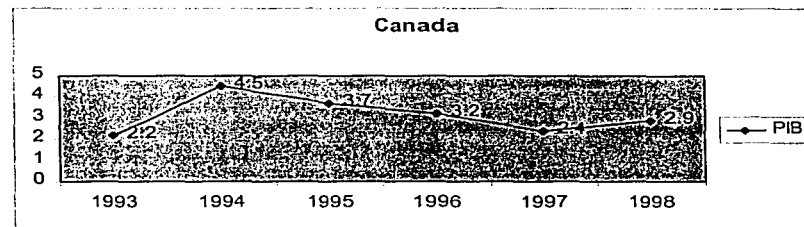
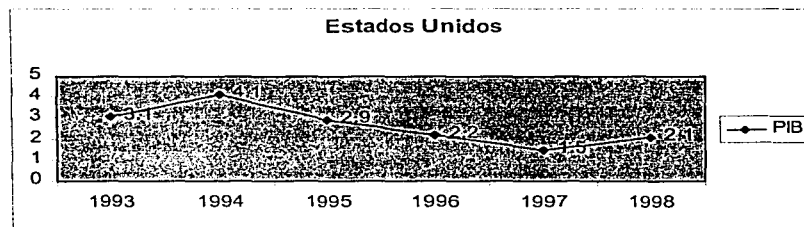
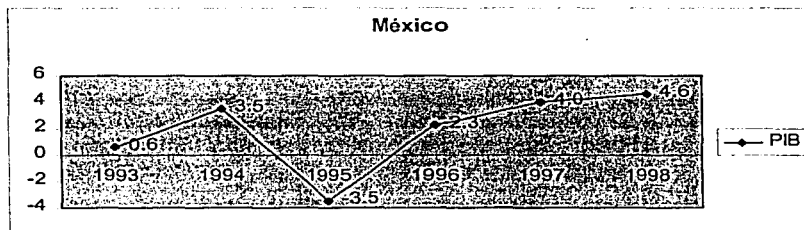
## 2.6 Composición de las Importaciones en 1994



## 2.7 Política Cambiaria, Monetaria y Mercados Financieros

La estrategia económica seguida por México a partir de finales de 1987, ha puesto énfasis en el abatimiento de la inflación. Esta es condición indispensable, aunque no suficiente, para la consecución exitosa de objetivos más trascendentes, como el crecimiento económico. El Banco de México tiene como objetivo prioritario procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional. Para cumplir con este mandato, el Banco cuenta con la facultad de manejar autónomamente su propio crédito, lo cual puede definirse como la capacidad para determinar la política monetaria. Sin embargo, existe una amplia gama de factores que inciden sobre el proceso inflacionario y que el Banco de México no puede afectar directamente. De ahí la importancia de analizar el entorno en que se aplica la política monetaria. En particular, es indispensable considerar al régimen cambiario en vigor, pues, como sucedió en México en 1994, éste puede condicionar fuertemente a la política monetaria.

**2.8 Comparativa del Producto Interno Bruto entre México, Canadá y Estados Unidos; período 1993-1998**



---

## 2.9 El Mercado de Cambios

El régimen cambiario adoptado desde noviembre de 1991 se mantuvo vigente durante casi la totalidad de 1994. El esquema consistía en dejar que el tipo de cambio flotara dentro de una banda que se ensanchaba diariamente. Este régimen se conservó hasta el 19 de diciembre de 1994, cuando se decidió que el día siguiente se elevase el techo de la banda 15.3 por ciento y se continuase con el ritmo de desliz hasta entonces vigente. Como se sabe, dicha fórmula no resultó sostenible, por lo que el esquema de banda se abandonó pasándose a un régimen de flotación que empezó a operar a partir del 22 de diciembre de ese año.

Desde la segunda mitad de febrero de 1994, el mercado cambiario estuvo sujeto de tiempo en tiempo a presiones. Las tasas de interés en los Estados Unidos, se empezaron a elevar, lo cual desalentó la canalización de recursos a México e, incluso, provocó ajustes de cartera que redundaron en salidas de capitales del país. Lo anterior, aunado a acontecimientos de orden político y delictivo, así como a otros factores, provocó una rápida depreciación del tipo de cambio dentro de su banda de flotación.

En el propio febrero de 1994 y durante algunos períodos posteriores, los acontecimientos referidos impactaron muy negativamente a los mercados. Los secuestros de empresarios prominentes, así como el giro que tomó el conflicto de Chiapas causaron gran inquietud. Ello determinó que el tipo de cambio alcanzara niveles cercanos al techo de la banda y que surgieran presiones alcistas en las tasas de interés adicionales a las procedentes del exterior. La elevación del tipo de cambio a niveles cercanos al techo de la banda permitió equilibrar el mercado de divisas hasta que sobrevino el asesinato del Lic. Luis Donaldo Colosio a finales de marzo. Las inquietudes surgidas en cuanto a su autoría y al curso de las investigaciones, desataron gran intranquilidad. La reserva internacional del Banco de México, que en la fecha del asesinato sumaba 28,321 millones de dólares, cayó casi 11,000 millones en los siguientes treinta días, en tanto que las tasas de interés se incrementaron aún más. Esto último permitió que en el tercio final del mes de abril la situación se volviese a estabilizar.

---

Desde finales de abril hasta el 11 de noviembre de 1994, fecha en que las reservas ascendían a 16,221 millones de dólares, no hubo merma en el saldo de la reserva, excepción hecha de la que se produjo con motivo de la renuncia del Secretario de Gobernación. Sin embargo, esta disminución se recuperó gracias a la venta de divisas que el Gobierno Federal hizo al Banco de México provenientes de algunas privatizaciones. La estabilidad mostrada por el saldo de las reservas, excepción hecha de las caídas sufridas como resultado de hechos políticos o delictivos, era indicio de que: a los tipos de cambio y tasas de interés vigentes de finales de abril a mediados de noviembre, la balanza de pagos se mantenía en equilibrio, no obstante la inquietud subyacente. Asimismo, cabe destacar que a pesar de la caída de las reservas internacionales causada por los acontecimientos mencionados, hasta mediados de noviembre su saldo permaneció en niveles ampliamente superiores a la base monetaria.

Sin embargo, en noviembre las acusaciones del Subprocurador Mario Ruiz Massieu despertaron graves preocupaciones respecto a la estabilidad del sistema político y causaron una pérdida de reservas de cerca de 3,500 millones. Agravando aún más la situación, la reanudación de la actitud beligerante del EZLN a principios de diciembre desencadenó mayor nerviosismo. Como consecuencia, las reservas bajaron a 10,457 millones de dólares. Estos factores, aunados a una renovada volatilidad en los mercados financieros internacionales y a la percepción de algunos inversionistas sobre la dificultad de que en ese contexto se pudiese financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, provocaron un ataque especulativo de gran escala en contra de la moneda nacional.

En consecuencia, el 19 de diciembre de 1994 la Comisión de Cambios acordó abandonar el régimen cambiario entonces vigente, comunicando en el seno del "Pacto" la decisión de pasar a un régimen de flotación. Sin embargo, en ese foro se encontró una opinión muy extendida en el sentido de que, antes de ir a una flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda. La Comisión de Cambios aceptó esta fórmula, la cual no tuvo éxito, por lo que se acordó pasar al régimen de flotación con efectos a partir del 22 de diciembre.

El deterioro sufrido por los mercados financieros de México a partir de mediados de noviembre de 1994, se vio influido por otros factores que se han desarrollado en los años recientes en la

---

economía internacional y que han debilitado la posibilidad de sostener un régimen cambiario ante ataques especulativos masivos que se puedan generar por causas exógenas (por ejemplo, por razones políticas). Ello, aún contando con un monto razonable de reservas internacionales y fundamentos económicos sólidos.

Entre los factores aludidos destacan los siguientes:

- (1) El incremento sustancial, a partir de 1990, de la canalización masiva de recursos de unos cuantos fondos de pensiones y de inversión de países industrializados, a instrumentos financieros líquidos emitidos en los llamados países emergentes -entre los que destaca México-. Esto da lugar a que un ataque especulativo en contra de la moneda nacional, pueda gestarse más fácilmente que en el pasado.
- (2) La facilidad de "potenciar" posiciones cortas en moneda nacional mediante operaciones con derivados y oportunidades de apalancamiento ofrecidas por intermediarios financieros del exterior.
- (3) Los cambios tecnológicos en los sistemas financieros y de información, que han aumentado sustancialmente el grado de movilidad internacional de los capitales.

## **2.10 Política Monetaria**

Durante 1994, la política monetaria se orientó en todo momento a evitar una expansión excesiva de la base monetaria, con la finalidad de evitar presiones cambiarias e inflacionarias indeseables.

En 1994, el mercado de cambios estuvo sujeto a múltiples perturbaciones, las cuales, en las etapas más álgidas, redundaron en pérdidas de reservas internacionales. Durante esos episodios, el Banco de México se vio obligado a reponer la liquidez que se perdía en el mercado de dinero, para lo cual amplió su crédito interno neto. Sin embargo, esta aportación de liquidez del Banco de México nunca representó una inyección monetaria neta, pues simplemente restituía aquella que se retiraba a consecuencia de la disminución de las reservas internacionales. De ahí que la causalidad y la secuencia de los acontecimientos sea clara: fue el abatimiento de las reservas

---

lo que produjo el incremento en el crédito interno neto del Banco Central, y no al revés.

De hecho, cuando ocurrieron los desfavorables sucesos políticos y delictivos ya citados, los inversionistas del interior y del exterior procedieron a retirar depósitos de la banca y liquidar posiciones de valores, convirtiendo los recursos respectivos a moneda extranjera. En consecuencia, los bancos adquirirían dólares del Banco de México para poder satisfacer la demanda de moneda extranjera proveniente de sus clientes, operación que daba lugar a sobregiro en las cuentas corrientes en moneda nacional que a los mismos les lleva el Instituto Central. A su vez, dicho sobregiro provocaba una contracción momentánea de la liquidez. En esas circunstancias, el Banco de México tenía que aportar liquidez a la banca para que ésta pudiese cubrir sus sobregiros. De haberse procedido de otra manera, la banca hubiese tenido que realizar una reducción súbita de su cartera de crédito, cosa imposible de lograr. De ahí que en 1994 el Banco de México haya tenido que reponer las pérdidas de base monetaria causadas por las disminuciones de reservas internacionales asociadas a los acontecimientos referidos.

La aplicación de la anterior política no implicó que el Banco de México no ajustase la política monetaria en respuesta a las circunstancias álgidas que se presentaron en el mercado de cambios. Durante las etapas de disminución de reservas internacionales que se produjeron en 1994, el Banco de México hizo más onerosas las condiciones de otorgamiento de su crédito interno, precisamente a fin de contener las presiones en el mercado cambiario. Como es sabido, el aumento de las tasas de interés tiende a provocar la contracción del crédito bancario. Eventualmente, con ello se genera una mayor oferta o una menor demanda de moneda extranjera y el mercado cambiario tiende a estabilizarse.

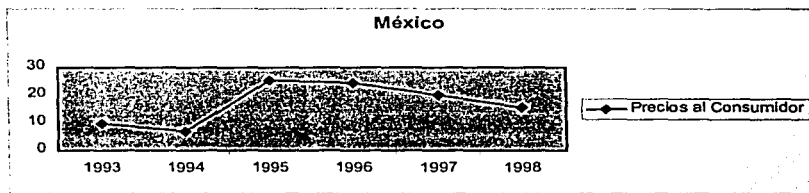
Se podría pensar que si en 1994 el crédito del Instituto Emisor se hubiese otorgado a tasas de interés todavía más elevadas, se hubiese podido evitar la devaluación de diciembre. A este respecto debe considerarse que un aumento adicional de las tasas de interés en condiciones de presiones intensas en el mercado cambiario, podría haber provocado mayor nerviosismo. Además, habiéndose mantenido los activos internacionales estables y a niveles relativamente altos hasta mediados de noviembre, encarecer más el crédito del Banco Central y, por consiguiente el resto del crédito en la economía, parecía imponer a ésta un costo elevado e innecesario. Más aún considerando que las tasas de interés se

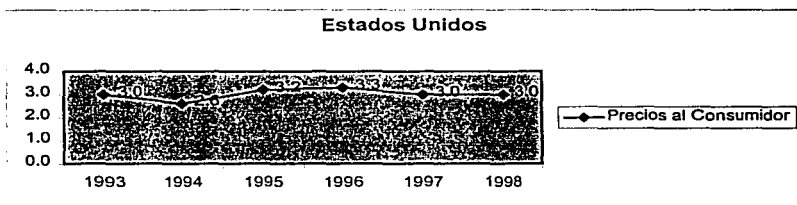
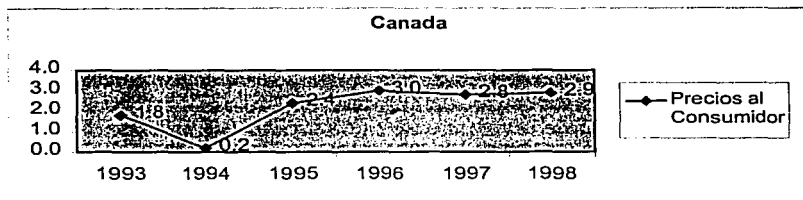
encontraban ya a niveles muy altos y estaban causando dificultades considerables a deudores e intermediarios financieros.

Así, a fin de evitar mayores problemas a deudores y a intermediarios financieros a la vez que para reforzar la defensa del régimen cambiario entonces en vigor, a partir de abril de 1994 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México hicieron posible una activa sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bondes y Ajustabonos) por Tesobonos, instrumento cuyo valor en dólares no se ve afectado por las variaciones del tipo de cambio y que se encontraba en circulación desde 1991. En otras palabras, la emisión de Tesobonos se llevó a cabo con el objeto de disminuir las presiones sobre el mercado cambiario, sin tener que aumentar las tasas de interés en moneda nacional a niveles que hubiesen causado graves perjuicios. Si el gobierno se hubiera negado a satisfacer la demanda por estos instrumentos, es altamente probable que el público hubiera demandado moneda extranjera con el importe proveniente de la amortización de Cetes y de otros instrumentos denominados en moneda nacional. Ello, con el resultado de crear presiones adicionales sobre las reservas internacionales, el tipo de cambio y las tasas de interés.

En resumen, durante 1994 la política monetaria estuvo en muy buena medida condicionada por el comportamiento del mercado cambiario. Este comportamiento exigió del Banco Central la aplicación de una política crediticia astringente. Dicha política se implantó fundamentalmente mediante el establecimiento de términos más onerosos para la atención de la demanda de base monetaria.

### **2.11 Comparativo de Precios al Consumidor de México, Canadá y Estados Unidos, período 1993-1998**





Para los analistas financieros todo iba relativamente bien hasta que el gobierno mexicano devaluó injustificadamente la moneda. Lo cierto es que no veían razón alguna para devaluar, pensaron que el momento en que ocurrió fue totalmente desafortunada. Si bien México fue uno de los cinco países favoritos para invertir, durante 1993, en el '95 había por lo menos 40 países con mejor posición económica que México.

La receta misma que dejó entrever el gobierno norteamericano —apoyar a la economía mexicana mediante una nueva línea de crédito— para intentar resolver la crisis monetaria de México y poner fin a la conmoción que se vivía aquí, levantó dudas en sectores académicos locales.



---

En la madrugada del jueves 22 de diciembre los teléfonos de la Secretaría de Hacienda no dejaron de recibir llamadas de inversionistas e intermediarios financieros, que demandaban conocer el rumbo que súbitamente había tomado la economía mexicana. Y es que una semana antes el Secretario de Hacienda, Jaime Serra Puche, había rechazado en dos declaraciones que alcanzaron las páginas del Wall Street Journal, que el peso fuera a devaluarse. El 20 de diciembre, explico la ampliación de la banda de flotación de la moneda, acordada en la reunión del Pacto, el funcionario reiteró que el gobierno defendería el peso.

Serra voló a Nueva York se reunió con un centenar de inversionistas buscando convencerlos de que el gobierno mexicano tenía una estrategia coherente para enfrentar la situación. El secretario fue maltratado por sus interlocutores, quienes expresaron incredulidad en el éxito de las medidas y hasta se quejaron de traición.

Además de acuerdo con el diario canadiense The Globe and Mail, Serra fue a suplicar la intervención de la Reserva de los Estados Unidos. Por la tarde, esa dependencia, en coordinación con el Departamento del Tesoro, puso en efecto su red de seguridad financiera y activó la línea de crédito de contingencia por 6,000 millones de dólares, que se negociaron el 26 de abril un mes después del asesinato de Luis Donaldo Colosio. El gobierno Canadiense hizo lo propio y anunció que tenía listos 1,000 millones de dólares canadienses para comprar moneda mexicana en los mercados internacionales.

Mientras tanto, en Wall Street, los inversionistas se deshicieron masivamente de títulos de empresas mexicanas e hicieron caer drásticamente su precio.

La firma Baring Securities hizo un análisis casi diario del drama monetario mexicano. Para esa fecha, el 22 de diciembre, los analistas de Baring, Timothy Heyman y Damián Fraser, estimaban que, en su decisión de devaluar, el gobierno mexicano, se movió proactivamente, con reservas aún a niveles adecuados ( estimaban 11 000 millones de dólares al 19 de diciembre) . La decisión de empujar por una ampliación de 15 % en la banda (en lugar de por ejemplo menos de un 10 % ) significa que el peso se

---

depreció un total de 27 % en el año y que después de esa medida y de cualquier otra quedo subvaluado.

El 23 de diciembre, los medios financieros acogieron con cautela la recuperación del peso de un día antes. "Es una estabilidad frágil afirmaban varias corredurías entre ella Golden Sachs & Company. Además varias corredurías revisaron sus recomendaciones a partir de la devaluación; por ejemplo, los analistas de Baring Securities sugirieron a sus clientes que evitaran la compra de acciones de compañías del giro alimenticio -como Bimbo y Valle- y de tiendas departamentales como Soriana y Liverpool, por que esperaban que los salarios reales y el poder de compra de los mexicanos cayeran<sup>19</sup>". Ese mismo día, último en que funcionó el mercado de valores antes de la pausa navideña, las acciones mexicanas en Wall Street tuvieron una leve recuperación, propiciada, sobre todo, por el anuncio del Departamento del Tesoro y la Reserva Federal.

El lunes 26 de diciembre, la prensa estadounidense dio cuenta de que los inversionistas norteamericanos propietarios de acciones de empresas mexicanas habían tenido pérdidas por 6,500 millones de dólares, mientras que los poseedores en bonos cotizados en pesos habrían perdido otros 3,000 millones de dólares. Analistas de Wall Street, calcularon que entre 61% y 68% de los 73,000 millones de dólares de inversión extranjera en México corresponde a empresas estadounidenses; éstas tendrían 15,000 millones de dólares invertidos en fábricas, maquinaria e inmuebles, y entre 30,000 millones y 35,000 millones en bolsa, así como en bonos y certificados gubernamentales.

Algunos inversionistas comenzaron a extremar preocupación por las versiones de que el gobierno pudiera decretar el control de cambios y dijeron que, de darse, esto sería totalmente injustificado.

"John Luigi, de la correduría Weston, afirmó que funcionarios de la Secretaría de Hacienda de México tenían en su poder información en el sentido de que las fugas de capital que más debilitaron al peso tuvieron como principales protagonistas a los más grandes consorcios mexicanos. Según Luigi, de los 12,000 millones de dólares que dejaron al país entre marzo y agosto de

---

<sup>19</sup> Fuente Revista Proceso, año: 1995, mes: Febrero

---

1994, 80% corresponde a los cinco consorcios más grandes de México"<sup>20</sup>.

Diferentes analistas detectaron puntos débiles en la estructura económica del país, hecho que hizo que aumentara la incertidumbre. Por ejemplo, Baring Securities advirtió en un reporte que 752 millones de dólares en Tesobonos vencerían el jueves 29 de diciembre; en otras fuentes se divulgó que otros 3,500 millones, por el mismo concepto, tendrían que ser liquidados por el gobierno a finales de enero, y que entre febrero y junio de 1995, 13,000 más deberían ser liberados. Otros periódicos como el Financial Times y Journal of Commerce publicaron que, en el semestre del 95, vencerían más de 5,000 millones de dólares en certificados tasados en moneda estadounidense y en yenes japoneses.

El peso no resistió. Dejada a su suerte, la moneda se desplomó a un tipo de cambio record de 5.7 pesos por dólar.

En plenas vacaciones para los funcionarios estadounidenses, el subsecretario del Tesoro, Larry Summers, boletínó un texto de 59 palabras, cuidadosamente escogidas, en el que si bien expresó confianza en la política económica de México, también dijo que los movimientos en el valor del peso mexicano iban más allá de lo que puede justificarse. Y dejó entrever que el Tesoro podría intervenir, ya que una excesiva depreciación no está en el interés de nadie.

Baring Securities observó en su análisis del 27 de diciembre que por quinto día consecutivo no hubo un anuncio público por parte del gobierno sobre cómo responder a la crisis, contribuyendo a la incertidumbre de los inversionistas. La confusión fue alimentada por reportes confiables de que el presidente Ernesto Zedillo había decidido dar un mensaje televisado el martes por la noche y después lo había cancelado. Entendiendo que el anuncio se reprogramó para el lunes 2 de enero de 1995, presumiblemente después de que se haya dado a conocer un plan de estabilización completo.

Se esperaba que básicamente esté plan estuviera integrado por tres puntos esenciales. De acuerdo con el análisis, el plan gubernamental incluiría la asistencia internacional, recortes presupuestales, mayor privatización y prevención de una crisis bancaria. Paralelamente, se especuló que funcionarios mexicanos

---

<sup>20</sup> Fuente Revista Proceso, año:1995, mes: Febrero

---

se encontraban en Washington negociando con el Departamento del Tesoro sobre un crédito de emergencia. Que era posible que países (incluyendo a Canadá) y otros organismos internacionales (como el FMI) estén involucrados en el rescate. Sé rumoraba pero sin confirmarse que el paquete podía exceder lo 10,000 millones de dólares, quizá lo mínimo para restaurar la confianza. Baring también estimó un recorte presupuestal de 44,000 millones de nuevos pesos o 16% de los egresos programados para 1995.

Así el 29 de diciembre el expresidente Ernesto Zedillo daba cuenta, de las presiones en las que se encontraba la economía mexicana. El tamaño del déficit de la cuenta corriente y la volatilidad de los flujos de capital con que se financió, hicieron muy vulnerable la economía.

La inestabilidad de los mercados financieros, la huida de capitales, la desconfianza y el descrédito nacional e internacional hacia la gestión del expresidente Ernesto Zedillo, que se agudizó a un más al anunciar la ampliación de la banda de flotación del tipo de cambio y a la posterior salida del Banco de México del mercado de cambios, hicieron que el expresidente adelantara un mensaje que tenía programado para el 2 de enero.

La noche del miércoles 28 de diciembre, hubo una reunión urgente, en Los Pinos, del gabinete económico. El acuerdo fue unánime: las cosas no podían esperar más y había que dar la cara ante la nación, y el mundo. El expresidente reconoció la gravedad de la crisis, anunció un Programa de Emergencia Económica, acusó al gobierno anterior y aceptó la renuncia del Lic. Jaime Serra Puche, Secretario de Hacienda. De esta manera reconoció que se equivocó, el Secretario de Hacienda; falló en la instrumentación de una medida -la ampliación de la banda- que al gobierno le pareció técnicamente correcta.

La justificación ante una crisis de tal magnitud, fue una acusación directa al anterior gobierno y la explicación de que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos llegó a ser tan grande durante los últimos años, que dadas las circunstancias internas y externas, era insostenible. Reconoció que hubo una subestimación del problema, y esta subestimación fue sumamente grave.

El propio expresidente Ernesto Zedillo detalló la magnitud del déficit, es decir, del saldo negativo entre las importaciones y las exportaciones de mercancías y servicios, que fue de casi 25,000

---

millones dólares en 1992, de 23,000 millones de dólares en 1993 y de casi 28,000 millones de dólares en 1994.

En el año de 1994 el déficit significó un 8% del producto interno producto, mientras que en los tres sexenios anteriores nunca rebasó el 4%

Demasiado grande, dijo tanto que, que el Banco de México, con reservas que fueron menguando a lo largo del año —como efecto de la fuga de capitales, la demanda explosiva de dólares y la creciente reticencia de capitales externos a venir, derivada sobretodo de factores políticos— ya no pudo financiarlo más y tuvo que salir del mercado cambiario para que el precio del dólar se ajustara libremente.

Explicaba el expresidente Zedillo: Normalmente el saldo negativo en la cuenta corriente se compensa con entradas de capital hacia nuestro país; hubo entradas de capital privado para inversiones directas, pero principalmente flujos de capital invertidos en instrumentos financieros líquidos de corto plazo. Se refería el expresidente a los capitales que se dirigían sobre todo a la bolsa de valores y que podían salir con la misma facilidad con la que entraban. El que hayan venido capitales a México —continuo explicando— y que eso nos haya ayudado a pagar las importaciones de materias primas y de bienes de capital, no es en si mismo malo, lo malo fue el exceso

Alguna vez el Lic. Carlos Salinas de Gortari respondería a la pregunta de ¿Por qué tenemos déficit? Y respondió de esta manera: Por que éste proviene de las entradas masivas de capital, y nosotros queremos que siga entrando capital foráneo a México, y mientras se den estas entradas masivas de capital, vamos a seguir teniendo déficit comercial. Pero eso nos está permitiendo, con las entradas de capital, crear una infraestructura productiva mejor, ser más eficientes.

Y ejemplificó: Japón tuvo déficit comercial durante cincuenta años, y hoy es el principal exportador del mundo.

Pero los flujos de capital externo nunca estuvieron garantizados, se fueron cayendo durante el año, y el expresidente Salinas no actuó. Para compensar las menores entradas de nuevo capital y los retiros de capitales, durante 1994 el Banco de México

---

utilizó montos importantes de las reservas internacionales. Esto se hizo en mayor intensidad cuando, frente a sucesos que conmocionaron al país, los inversionistas decidieron retirar sumas importantes de sus inversiones. Así ocurrió al estallar el conflicto en Chiapas, y ante la inquietud política que prevaleció a fines de febrero y principios de marzo; así ocurrió también ante los asesinatos de Luis Donaldo Colosio y José Francisco Ruíz Massieu.

Guillermo Ortiz Martínez, entonces subsecretario de Hacienda y funcionarios del Banco de México le recomendaron al expresidente Salinas en agosto y luego en octubre, que modificara la política cambiaria para no vaciar las reservas.

Analistas calificaban de irresponsable el manejo económico de los años (93-94): Mantener de manera rígida el tipo de cambio generó la pérdida de competitividad de la economía mexicana, una reducción del ahorro privado y una desacomulación de reservas internacionales.

Agregan que el déficit en la cuenta corriente se debió a una falta de disciplina de la política fiscal, por una exorbitante inyección de recursos por parte de la banca de desarrollo y por la sobrevaluación premeditada de la moneda nacional. A ello se suma una incorrecta interpretación de los aumentos registrados por las tasas de interés en Estados Unidos, los cuales redujeron la disponibilidad de capitales externos en nuestro país.

Hubo quienes señalaron la existencia de un componente escondido del déficit público, producto de la intermediación financiera —el financiamiento de los bancos gubernamentales al sector privado, que alcanzó la suma de 15,000 millones de dólares-, que las autoridades no incluían en las cuentas fiscales.

Contra lo dicho por el expresidente Salinas y su Secretario de Hacienda, analistas consideraban que sí existía un importantísimo déficit del sector público que estaba siendo financiado por la banca de desarrollo (Nacional Financiera y Banco Nacional de Comercio Exterior) .

El expresidente Zedillo ante el problema heredado, reconoce fallas a la hora de enfrentarlo, pero pretendió eximirse de culpas. Dijo que su gobierno se propuso reducir paulatinamente esta vulnerabilidad ajustando de manera gradual el déficit en la cuenta

---

corriente y restituyendo la confianza para dar mayor permanencia a los flujos de capital del exterior.

Pero dicha estrategia no pudo sostenerse, en virtud del tamaño del desequilibrio acumulado y de acontecimientos políticos que precipitaron la salida de capitales. El margen de acción para desactivar lenta y progresivamente el problema se agotó.

En la lógica del expresidente Zedillo, el gran culpable siempre fue el gobierno de su antecesor. Sin embargo tanto él como el Lic Serra fueron parte de ese gobierno. El Lic. Serra participaba en las reuniones del gabinete económico, y el tema recurrente en ellas eran las continuas presiones al peso. En su trato frecuente con exportadores, el entonces Secretario de Comercio supo de la exigencia, de modificar la política cambiaria. Nada dijo. Ya como Secretario de Hacienda, sostuvo siempre que no había necesidad de modificar el tipo de cambio. Así lo dijo a la prensa nacional y extranjera y ante legisladores nacionales.

El Dr. Zedillo estuvo de acuerdo, al menos públicamente, con las políticas seguidas por las autoridades económicas. Inclusive siendo candidato presidencial, nunca hizo referencia a lo que posteriormente reconoció como abultado déficit en la cuenta corriente. Más aún al dar a conocer su programa económico, señaló que mantendría la política cambiaria del gobierno antecesor.

### ***¿Qué fue entonces lo que pasó?***

↓ Errores al instrumentar la ampliación de la banda de flotación

↓ No se supo difundir con claridad, ya que se prometió un tipo de cambio fijo y un día después era de flotación.

↓ Les falto rapidez a las autoridades económicas para enfrentar los primeros efectos de la medida

↓ Y lo peor no dieron la cara sino después de ocho días

---

El miércoles 28 y jueves 29 de diciembre, los hombres de negocio del dinero mexicanos y la comunidad financiera internacional, respectivamente, fueron informados de la nueva política económica que seguiría el gobierno del Lic. Zedillo, que sería en el marco de experiencias ya padecidas.

En efecto, el gobierno del Lic. Zedillo debió de sujetarse a las condiciones del FMI, para poder hacer uso del fondo de apoyo financiero que se constituiría con recursos tanto de los gobiernos de los principales socios comerciales, como de la banca privada internacional y de los organismos multilaterales.

Fue el propio expresidente Zedillo quien dio a conocer, la integración de ese fondo, como parte de los instrumentos con que se pudo cumplir los objetivos del Programa de Emergencia Económica, y así salir de la crisis :

- 1) Reducir el déficit en la cuenta corriente
- 2) Crear condiciones para la pronta recuperación económica
- 3) Y evitar que los efectos de la devaluación deriven en una espiral inflacionaria sin control.

Los otros elementos de la estrategia anunciada eran el regreso a las políticas del expresidente Miguel de la Madrid, cuando se anunciaba un drástico ajuste al gasto público.

En su turno el expresidente Zedillo aplicaría un ajuste fiscal que complementaría el efecto de la devaluación sobre la reducción del déficit en cuenta corriente, es decir el ajuste fiscal comprendería una reducción en el gasto público respecto de lo programado para el año 1995.

Los acontecimientos, que se iniciaron con el anuncio, el 20 de diciembre, de que el peso tendría otro techo en su deslizamiento en su paridad frente al dólar, erosionaron gravemente la confianza de quienes habían derramado miles de millones de dólares en los mercados del peso esperando jugosas ganancias. El nerviosismo, los reclamos brotaron desde Washington y Nueva York, pusieron en



---

zigzag a la divisa mexicana mientras que la ira de los inversionistas neoyorquinos hizo dar traspies al gobierno mexicano y obligó a viajar intempestivamente al entonces Secretario de Hacienda, Jaime Serra Puche, para tratar de calmar los ánimos.

En su mensaje televisado del jueves 29 de diciembre, el presidente Ernesto Zedillo dijo exactamente lo que habían predicho Baring y otros medios financieros y periodísticos. De hecho en esos tres puntos consiste el denominado Programa de Emergencia Económica delineado por el expresidente Zedillo:

- Ajuste fiscal que comprendía una necesaria reducción del gasto público respecto de lo programado en aquel momento al año de 1995.
- Un conjunto de medidas para profundizar el cambio estructural y estimular el concurso de la iniciativa privada en la modernización de la infraestructura para el desarrollo.
- Integración de un fondo de apoyo financiero con recursos internacionales en un monto que permita la estabilización.

Este plan de estabilización incorpora recortes presupuestales de tal modo que el gobierno pueda balancear el presupuesto, la realización de nuevas privatizaciones y reformas pro-mercado. La combinación de altas tasas de interés y cortes en el gasto público podrían conducir a una reducción en el pronóstico oficial de crecimiento para el próximo año, de un originalmente 4%, a uno estimado de 1.5% -2%. Se estimaba que el gobierno tendría un déficit en cuenta corriente de 20,000 millones de dólares o menos.

---

## CAPÍTULO 3: Consideraciones Finales

Durante la mayor parte de 1994, continuó avanzándose en el proceso de estabilización de los precios, modernización de la planta productiva, integración de ésta a los mercados internacionales y restablecimiento del crecimiento económico sobre bases permanentes. Desafortunadamente, el esfuerzo realizado durante varios años por la población y las autoridades se vio en 1994 perturbado por hechos de gran gravedad. El impacto de esos acontecimientos sobre los mercados financieros condujo a la devaluación y a una sustancial reducción de los flujos de ahorro externo hacia nuestro país. La imposibilidad de prever la ocurrencia de esos hechos y su intensidad, determinaron que las medidas adoptadas en su momento no hayan resultado suficientes para preservar la estabilidad de la economía.

La profundidad y rapidez con que en 1994 se presentaron los ataques especulativos que sufrió la moneda nacional así como la experiencia de otros países en esta materia durante los últimos años, confirman que el avance tecnológico y la internacionalización del gran público inversionista, dan lugar a que grandes volúmenes de recursos pueden moverse instantáneamente de un país a otro. Esto, por sí mismo, plantea la necesidad de que las políticas monetaria y cambiaria cuenten con la flexibilidad suficiente para responder con oportunidad a las fluctuaciones que se presenten en los mercados financieros. Este fue precisamente el propósito que se persiguió desde noviembre de 1991, al establecerse el incremento gradual de la amplitud de la banda de flotación del tipo de cambio.

Con la aparición del EZLN empezaron a ponerse aflileres para sostener el mapa económico de México. La situación se agravó a partir de marzo de 1994, cuando las reservas monetarias empezaron a disminuir en forma constante y las presiones en el tipo de cambio eran notorias ante el creciente déficit de cuenta corriente y la serie de acontecimientos políticos que pusieron en alerta a los inversionistas.

Así, del primero de enero al último día del gobierno de Carlos Salinas, se utilizaron 17 mil 851.3 millones de dólares de la reserva para mantener el régimen cambiario basado en una banda de flotación que se ensanchó paulatinamente. Los famosos Tesobonos empezaron a emitirse en forma masiva e indexados al dólar para que los inversionistas, cubrieran su riesgo cambiario.

---

De acuerdo con cifras de la Bolsa Mexicana de Valores, durante 1993 se emitieron en Tesobonos 16 mil 454 millones de dólares y se amortizaron en ese año ocho mil 917 millones. En 1994 la emisión de esos títulos alcanzó 125 mil 482 millones de dólares y se amortizaron 52 mil 987 millones de dólares.

El Banco de México, en ese fatídico 1994, vendió dólares al mercado para frenar el nerviosismo y la especulación en 47 ocasiones, lo que provocó que al concluir el gobierno salinista, las reservas monetarias que habían alcanzado su máximo el 15 de febrero con un monto de 29 mil 228 millones de dólares, disminuyeran a 12 mil 484 millones de dólares.

Por el contrario, sólo en 15 ocasiones (del 5 de enero al 11 de febrero) compró dólares para inyectarlos a la reserva internacional, por un total de cuatro mil 180 millones de dólares.

El déficit en cuenta corriente en el primer semestre del año era de 14 mil 200 millones de dólares, y existía el temor de que llegara a 24 mil millones al concluir el año. La preocupación era que el flujo de capitales foráneos había disminuido drásticamente en el segundo trimestre de ese año: mil 13 millones de dólares, frente a 11 mil 434 millones del trimestre previo. Por eso las reservas financiaron el déficit de cuenta corriente.

A pesar de esos elementos negativos, la Comisión de Cambios del Banco de México, presidida por Pedro Aspe, secretario de Hacienda, decide no devaluar en la sesión del 19 de noviembre en la casa de expresidente Carlos Salinas.

El nuevo gobierno de Ernesto Zedillo, inicia con presiones de los zapatistas, lo que reduce las reservas en mil 556 millones de dólares. Al 16 de diciembre estas reservas sumaban 11 mil 146 millones de dólares.

Tres días después la Comisión de Cambios, presidida por Jaime Serra Puche como secretario de Hacienda, acuerda abandonar el régimen cambiario y pasar a un régimen de libre cambio, aunque dentro del seno del Pacto se extiende la opinión de que antes de ir a una flotación, era conveniente intentar la estabilización del mercado cambiario mediante la elevación del techo de la banda.

---

Se decide por este último camino lo que provocó mayor especulación. Para Salinas de Gortari, ese fue el pitazo de Ernesto Zedillo para que los empresarios especularan contra el peso.

El Banco de México, al observar que no tiene éxito la ampliación de un 15.26 por ciento en la banda de flotación, acuerda el 21 de diciembre liberar el tipo de cambio, y el peso se deprecia aproximadamente 71 por ciento en 1994.

El día 22 de diciembre, Serra Puche viaja a Nueva York para explicar los ajustes; de manera casi simultánea el gobierno de Estados Unidos activó líneas de crédito de corto plazo hasta por 6 mil millones de dólares.

La caída de reservas no se frenó y la especulación contra el peso continuó. El día 29 de diciembre el presidente Zedillo presenta las líneas generales de un programa de urgencia económica para enfrentar el ataque especulativo y la crisis, mientras que Serra Puche renuncia y Guillermo Ortiz lo releva.

En un mes, en diciembre, se habían perdido seis mil 583 millones de dólares, en medio de una desconfianza generalizada y una exigencia constante del pago inmediato de los Tesobonos.

El error de diciembre inició en noviembre, por lo que la culpa de la crisis económica y financiera más grave en la historia de México, la de 1994-1995, corresponde tanto a Carlos Salinas como Ernesto Zedillo desde mi muy personal punto de vista.

En el documento intitulado "Los riesgos y las implicaciones de shocks financieros externos: lecciones de México", revela que el periodo de precrisis en esa época duró cerca de un mes, "de mediados de noviembre a mediados de diciembre"<sup>21</sup>.

En el análisis se comenta que "las autoridades mexicanas fueron más transparentes de lo que algunos críticos han argumentado en materia financiera, pero no fueron tan transparentes como debieron haber sido".

Era inapropiado que hasta principios de 1995 un país tan importante como México anunciara su posición de reservas

---

<sup>21</sup> Revista Proceso; mes de febrero de 1995.

---

monetarias internacionales sólo tres veces al año, o sólo cuando les era conveniente a las autoridades monetarias y económicas.

La situación de México en 1992 y 1993 enfrentó al país a decisiones difíciles.

Por un lado se debió apretar más la política fiscal, aun bajo el riesgo de generar un sustancial superávit fiscal, o bien, se debió permitir la libre apreciación del tipo de cambio o esterilizar los flujos de capital e incrementar las reservas monetarias internacionales, lo que generalmente tiene consecuencias fiscales negativas, ya que los pagos de intereses de las reservas externas son menores que los pagos de intereses en obligaciones domésticas. Otro camino era la oportunidad de establecer controles en los flujos de capital, o aplicar algunas combinaciones.

Es necesario recordar que en esa época se iniciaron y concluyeron las negociaciones del Tratado de Libre Comercio entre México, Canadá y los Estados Unidos, y que fue un factor explosivo para la atracción de inversión extranjera directa y en portafolios. 1993 es el año histórico de la Bolsa Mexicana de Valores porque alcanzó el nivel más alto de valor de mercado de las empresas que cotizan en éste.

Cuando un país devalúa es forzado a cambiar su régimen cambiario, hay una fuerte presunción de que debería complementar la acción con otras políticas macroeconómicas.

En el caso de México esto no pasó inmediatamente, ya sea porque las autoridades estaban paralizadas por la transición gubernamental, porque no entendieron el tema fundamental. Apoyando el hecho de la negación, está el hecho de que México no pidió apoyo al FMI hasta la primera semana de enero de 1995.

Luego del error de diciembre de 1994, contundente fue el argumento de los funcionarios: "La economía estaba sostenida de alfileres". Y la réplica de los especialistas también: "Para que los quitaste".

A lo largo de la administración de Carlos Salinas fue un factor nodal en el proceso de modernización y de apertura comercial, la confianza. Su secretario de Hacienda, Pedro Aspe, gozaba y goza de

---

una de las mejores reputaciones en el medio financiero nacional e internacional y al igual que Miguel Mancera.

En la época de Salinas , las autoridades financieras decidían hacer cambios en materia de política cambiaria y monetaria, Pedro Aspe llegaba antes de las 7:00 horas y comenzaba a marcar a los banqueros centrales de Europa, y a la Reserva Federal de Estados Unidos para explicar la intención de las medidas. Luego telefoneaba a los empresarios de tal forma que cuando los mercados financieros abrían los agentes del mercado reaccionaban de manera suave a los cambios<sup>22</sup>.

A partir del 1 de diciembre de 1994, la administración de Zedillo comenzó a perder confianza. El anuncio de su gabinete no convenció y ese día la Bolsa de Valores comenzó su descenso. Luego, el 13 de diciembre, Jaime Serra, secretario de Hacienda, presentó a los legisladores los Criterios Generales de Política Económica, en ningún lado explicó como el gobierno federal pensaba refinanciar sus pasivos, el déficit de cuenta corriente y los Tesobonos.

Curiosamente, en diciembre de 1994, Ernesto Zedillo recibió un gobierno con el doble de las reservas que había recibido Carlos Salinas, con un TLC en vigor y un marco macroeconómico favorable. La inflación de 3 por ciento, y sin déficit fiscal.

En tan sólo dos meses —diciembre de 1994 y enero del 95— las reservas cayeron 9 mil 026.7 millones de dólares, la pérdida mas alta para dos meses.

Francisco Gil Díaz, hace poco tiempo en una conferencia internacional afirmó:

"Las decisiones de Zedillo fueron la puntilla final a la confianza del mercado en México para precipitar la crisis de 1995".

Aunque está no es la primera crisis en América Latina, la última ocurrió en 1982 cuando el secretario de Hacienda de México viajó a Nuevo York para revelar que el país no podría pagar la deuda y pronto la mayoría de los países de América Latina siguieron el ejemplo. La crisis que vivió México a finales de 1994 y cuyas consecuencias se vivieron en el siguiente año tubo casi los mismos

---

<sup>22</sup> Revista Proceso, mes de febrero de 1995.

---

orígenes que los anteriores: préstamos irresponsables otorgados por acreedores demasiado confiados y ansiosos y, en lo que respecta a México una moneda sobrevaluada junto con un manejo inadecuado de la deuda.

Las ansias por ofrecer capitales a los países en vías de desarrollo no son novedad. Vale la pena recordar algunos hechos históricos para no perder la perspectiva sobre la fragilidad del financiamiento de los grandes déficit en la cuenta corriente. El afamado economista de Harvard Frank Taussig describía en 1928 la secuencia más común de acontecimientos.

" Los préstamos del país acreedor comienzan con una cantidad modesta y van en aumento. Lo más probable es que alcancen montos excepcionalmente grandes hacia la etapa culminante del período de actividad y alza especulativa. Durante esta etapa van creciendo mes con mes mientras continúa el alza. Cuando llega la crisis los préstamos se reducen drásticamente e incluso cesan por completo y súbitamente ocurre un trastocamiento en el balance internacional del país deudor; este siente las consecuencias de manera abrupta a través de una necesidad inmediata de remesas aún mayores del país acreedor, presiones en sus bancos, elevadas tasas de descuento, y una caída en los precios. Y esta cadena de acontecimientos puede ocurrir más de una vez. "

Los mismos inversionistas a quienes se les aseguro que esto jamás sucedería, se convirtieron en los mejores propagandistas de México. Los inversionistas poco hábiles que, como ocurrió en crisis anteriores en América Latina, pensaron que había otra mina de oro con ganancias extraordinarias en dólares año tras año, se desilusionaron por completo.

En los tres últimos años que antecedieron la crisis los precios en dólares en México se habían incrementado a tal grado que se percibía una sobrevaluación de por lo menos 25 por ciento. Había una desaceleración en el crecimiento ( a excepción de los gastos en 1994, que fue un año electoral), las tasas de interés reales eran sumamente altas en comparación con las tasas de los préstamos de la banca comercial y la balanza de pagos cambió hacia un superávit masivo. Todos los síntomas de una situación financiera en problemas estaban presentes.

---

Sin embargo, el gobierno tenía prioridades políticas que chocaban con la realidad, y tal vez hasta se engañó a sí mismo pensando que los problemas desaparecerían o que el financiamiento llegaría fácilmente. El resto ya es historia, las reservas cayeron a niveles tan bajos que eran difíciles de manejar, las deudas se habían dolarizado, los vencimientos estaban en puerta y la música seguía tocando para que nadie se diera cuenta que el emperador no tenía ropas. Por supuesto estas medidas para tratar de exprimirle un año extra de vida a una estrategia moribunda explican la gravedad extrema de la crisis que siguió.

## Conclusión

Al inicio del gobierno de Carlos Salinas, los bancos contaban con una gran holgura crediticia porque el gobierno empezaba a generar superávits, a pagar deudas, y a prestar, sin tener los elementos de calificación del crédito. Cuando son privatizados, con la afluencia de recursos adicionales que tenían gracias a la confianza que despertaba el hecho de que la economía se estaba estabilizando, de que se renegociaba la deuda externa y de que fluían recursos del exterior directamente a la banca, aumentaba su capacidad de préstamo, a su vez la banca de desarrollo también prestaba cantidades importantes, lo que se combinaba para una expansión del crédito, sin un sustento sólido de garantías ni de valuación de los proyectos que se estaban financiando.

La expansión del crédito en México de diciembre de 1988 a noviembre de 1994 por parte de la banca comercial al sector privado creció en términos reales un 277% (25% anual), las tarjetas de crédito aumentaron 31% por año y el crédito para bienes durables fue de 67% anual. El crédito externo para el sector privado pasó de 193 millones de dólares en 1988 a mil 200 millones en 1993.

Frente a esta situación tarde o temprano se iba a presentar una crisis. Si a eso sumamos todos los impactos de política que resintieron las reservas internacionales durante 1994, no es difícil suponer cual es el origen de la crisis. Que haya habido un gatillo, un detonador por algunos conflictos entre determinadas personas y que haya habido algunas decisiones erróneas, yo creo eso es circunstancial. No es el elemento causal último de la crisis.



---

El llamado error de diciembre que condujo a México a la peor crisis económica del siglo pasado, tiene una connotación eminentemente política, aunque sus causas y efectos son económicos.

¿Qué aporta un Actuario? Actualmente hay una gran cantidad de Actuarios desarrollándose profesionalmente en diferentes sectores del gobierno federal, aportando su capacidad de análisis en la búsqueda de soluciones óptimas por medio de modelos matemáticos, estudios estadísticos, desarrollo de programas en diversos lenguajes aplicados a distintas áreas de la economía, todo esto orientado a generar información confiable y a tiempo, de tal forma que se pueda contar con opciones que puedan ser útiles, para una toma de decisiones correcta.

El fuerte proceso de cambio por el que atravesó nuestra economía permitió transformar un sistema proteccionista frente al comercio exterior, y con un marco regulatorio que restringía la competencia y la eficiencia, en una economía que se caracteriza por ser una de las más abiertas al comercio exterior y cuya competitividad en algunos sectores le permite acceder ventajosamente a los mercados internacionales. La profundidad y amplitud del proceso de cambio estructural de nuestra economía se reflejó en sus etapas iniciales de cambio en un menor dinamismo de la tasa de crecimiento. Esta situación fue la que condicionó a la economía durante 1993, así como la debilidad del entorno internacional.

A lo largo de 1993, la captación bancaria registró un crecimiento real promedio anual de 15.5 por ciento, equivalente a 61.3 miles de millones de nuevos pesos. La colocación de títulos de deuda privada en el mercado ha contribuido al arraigo e incremento del ahorro nacional, permitiendo, contar con cuantiosos recursos susceptibles de canalizarse a la modernización de las empresas mexicanas.

Como consecuencia de los cambios estructurales en nuestra economía se dio una entrada de capitales que se destinó tanto a la inversión física como financiera; este flujo se reflejó como un superávit en la cuenta de capitales en la balanza de pagos, constituyéndose como ahorro externo que complementó en su momento al ahorro interno, en el financiamiento de la modernización de la planta

---

productiva nacional. La contrapartida al saldo superavitario de la balanza de capitales lo constituyo, por una parte la acumulación de activos internacionales en poder del Banco de México y, por otra, el flujo neto de bienes y servicios que se internaron al país y que se registraron como un déficit en la cuenta corriente. De este modo se justificaba, dados los momentos por los que atravesaba el país en un proceso de transformación industrial, la existencia de un déficit en la cuenta corriente, en especial, en la balanza comercial.

Hasta 1993 los ingresos totales derivados de l proceso de privatización ascendieron a 61 mil 431.3 millones de nuevos pesos. De este monto, 38 mil 961.4 millones de nuevos pesos correspondieron a la desincorporación bancaria, 17 mil 553.4 millones de nuevos pesos a la venta de Teléfonos de México y 4 mil 916.6 millones de nuevos pesos a la venta del resto de la empresas, los intereses alcanzaron un monto de 2 mil 19.3 millones de nuevos pesos. Así los ingresos totales se contabilizaban en 63 mil 450.6 millones de nuevos pesos (aproximadamente 18 000 millones de dólares).

En el informe presentado por la Secretaria de Hacienda, para el trimestre abril-junio de 1994, registra lo siguiente: el comportamiento de la economía en el período enero-marzo de 1994 continúa mostrando señales que coinciden con las primeras fases de la etapa expansiva de los ciclos económicos. Los mercados financieros estuvieron expuestos a factores internos y a una exarcebada inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Este último fenómeno tuvo su origen en el cambio de orientación de la política monetaria de los Estados Unidos, donde se elevaron las tasa de interés de corto plazo para enfrentar potenciales presiones inflacionarias. El incremento de las tasas de interés de corto plazo también se reflejo en las tasas de interés de largo plazo, provocando serias pérdidas a inversionistas e intermediarios, lo que, a su vez, dio lugar a importantes ajustes de cartera a nivel internacional, pero con un impacto más que proporcional en los mercados financieros emergentes, como es el caso de México.

Para el tercer trimestre la Secretaria de Hacienda informaba: En el primer semestre de 1994 la actividad económica registró una moderada aceleración en su crecimiento. La inflación anualizada en el primer semestre de 1994 se situó en 6.85 por ciento, 3.02 puntos porcentuales inferior a la observada en el mismo lapso de 1993. La permanencia de bajos niveles de inflación se apoya en la autonomía del Banco de México que entró en vigor el 1 de abril de

---

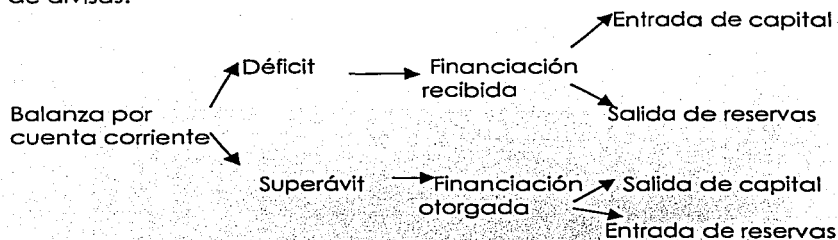
1994. Bajo este nuevo esquema la autoridad monetaria tiene la tarea fundamental de garantizar el mantenimiento del poder adquisitivo de la moneda. Durante el primer semestre de 1994 los mercados financieros se vieron afectados, tanto por la incertidumbre interna como por la inestabilidad en los mercados financieros internacionales. En el ámbito interno, el proceso electoral se reflejó en el comportamiento de los agentes económicos. En lo que se refiere al ámbito externo, el alza en las tasas de interés de corto plazo por parte de la Reserva Federal estadounidense afectó negativamente en los mercados de valores internacionales, generando una marcada especulación en los mercados de divisas y afectando de manera significativa los mercados financieros emergentes, entre los cuales está México. En este contexto, a partir de marzo, las tasas de interés domésticas se incrementaron y el tipo de cambio del peso respecto al dólar tuvo un alza dentro de la banda de flotación de 9.2 por ciento al cierre del primer semestre de 1994. Al primer semestre del año, la participación porcentual de los tesobonos en el total de valores gubernamentales se situó en 36.5 por ciento, en comparación con el 0.3 por ciento registrado en junio de 1993. Al cierre de mayo de 1994 el saldo en la balanza comercial presentó un déficit de 7 mil 241.7 millones de dólares, cifra superior en 1 mil 492.6 millones de dólares con relación a igual período del año anterior. Durante el segundo trimestre de 1994 las variaciones cambiarias influyeron negativamente, aumentando el saldo en dólares de la deuda ante los acreedores externos. Debido a la variación en los tipos de cambio del dólar norteamericano respecto a otras monedas, el saldo de la deuda externa se incrementó en 961.3 millones de dólares entre el cierre de marzo y el 30 de junio de 1994.

## Glosario

**Ataque especulativo.** Se da un ataque especulativo cuando las políticas económicas implementadas por ya sea por el banco central o las entidades responsables del manejo estas políticas no dan señales de certidumbre, o no son bien recibidas por la comunidad financiera nacional e internacional dichas políticas económicas. El ataque especulativo se ve reflejado en la depreciación de la moneda como consecuencia, de la venta de instrumentos en moneda nacional, así como el cambio de inversiones de la bolsa de valores nacional hacia otra bolsa que pueda dar certidumbre y mejores rendimientos reales.

**Balanza de Pagos.** Es un documento contable que registra las operaciones comerciales y financieras ocurridas durante un período de entre residentes y no residentes.

**Balanza por cuenta corriente.** Agrupa las importaciones y exportaciones de bienes y servicios y las transferencias de renta. El desequilibrio de la balanza por cuenta corriente que no se salde con movimientos de capital debe saldarse con movimientos de reservas de divisas.



**Balanza de capitales.** Refleja los movimientos de crédito a corto y largo plazo.

**Cuenta de capital.** La cuenta de capital muestra todas las transacciones de activos financieros.

**Cuenta corriente.** La cuenta corriente de la balanza de pagos es la diferencia entre las exportaciones y las importaciones.

---

## Cuenta

Corriente = Exportaciones - Importaciones

Donde exportaciones = renta procedente del trabajo, el pluriempleo, los dividendos y los intereses

Y las importaciones = alquiler, alimentos, conservación, entretenimiento, gastos médicos, pintura del automóvil, seguro, vacaciones.

*Déficit de la balanza de pagos.* El déficit de la balanza de pagos es la disminución de las posesiones de activos extranjeros por parte del banco central.

*Déficit por cuenta corriente.* Hay un déficit por cuenta corriente cuando el gasto es superior a la renta. El déficit se financia mediante una reducción neta de los activos (aumentando los créditos o vendiendo activos) o un superávit por cuenta de capital.

*Demanda agregada.* La demanda agregada está constituida por la demanda interna más el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente.

*Devaluación.* Es un aumento de la paridad oficial.

*Equilibrio externo.* Se denomina equilibrio externo a una situación de equilibrio en la balanza de pagos por cuenta corriente. El equilibrio de esta balanza depende del precio relativo de nuestros bienes y servicios y de los niveles externo e interno de renta.

*Esterilización.* Se produce una esterilización de las pérdidas de oro o de las reservas cuando el banco central de un país deficitario contrarresta la reducción automática del dinero mediante una compra de bonos de mercado abierto. La pérdida de reservas reduce automáticamente la oferta monetaria, pero la compra de mercado abierto reintroduce el dinero. Por tanto al no variar la cantidad de dinero ni corregirse otras políticas, los déficit pueden persistir hasta que el banco central se quede sin reservas.

*Patrón dólar.* Fue un sistema de tipos de cambio en el que las monedas fijaban su paridad a través del dólar.

---

**Patrón oro.** Fue un sistema bajo el cual las monedas encontraban sus tipo de cambio al estar todas relacionadas con el oro. Al tipo de cambio establecido a través del oro se le denomina paridad-oro. El patrón oro es un régimen de tipos de cambio fijos. El valor de la moneda se define con respecto al oro y el banco central compra o vende oro en cantidades ilimitadas a ese precio.

**Reservas internacionales.** Es la cantidad de dinero (frecuentemente en moneda extranjera) o Derechos Especiales de Giro (DEG) que un país mantiene en las entidades internacionales como pueden ser el FMI, BM o bancos privados internacionales, y que sirven como parámetro de confianza y certidumbre.

**Revaluación.** Es una disminución de la paridad oficial.

**Superávit de la balanza de pagos.** El superávit de la balanza de pagos es igual al aumento de las posesiones de activos extranjeros por parte del banco central.

$$\begin{array}{l} \text{Superávit} \\ \text{de la balanza} \\ \text{de pagos} \end{array} = \begin{array}{l} \text{superávit} \\ \text{por cuenta} \\ \text{corriente} \end{array} + \begin{array}{l} \text{superávit} \\ \text{de la balanza} \\ \text{de pagos} \end{array}$$

**Superávit por cuenta corriente.** Ocurre cuando la diferencia entre exportaciones e importaciones da un saldo positivo para las exportaciones, es decir que las exportaciones son mayores que la importaciones.

$$\begin{array}{l} \text{Superávit} \\ \text{Por cuenta} \\ \text{Corriente} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Déficit} \\ \text{por cuenta} \\ \text{de capital} \end{array} + \begin{array}{l} \text{superávit} \\ \text{de la balanza} \\ \text{de pagos} \end{array}$$

**Tipo de cambio.** El tipo de cambio de la moneda nacional respecto a una moneda extranjera es el número de unidades de la moneda nacional que hay que entregar a cambio de una unidad de moneda extranjera.

---

## **Bibliografía**

- **Economía, segunda edición, Stanley Fisher, Rudiger Dornbusch.**
- **El Financiero, año de 1994.**
- **Reforma, año de 1994.**
- **Informes trimestrales, año de 1994 de la Secretaria de Hacienda.**
- **Informe anual, año de 1994, del Banco de México.**
- **Revista de Comercio Exterior, año de 1994, Banco Nacional de Comercio Exterior.**
- **Revista Proceso, año de 1994, mes febrero.**