

## Capítulo III

### LA CRISIS MEXICANA

La crisis de diciembre de 1994 irrumpió en México y el mundo como un evento sorpresivo, que derrumbó en pocas horas una de las economías mas aparentemente exitosas **y seguras**<sup>1</sup> del mundo en desarrollo, que gozaba del mas amplio respaldos del gobierno norteamericano y la organización financieras internacional. Lo inesperado de la crisis tuvo que ver con el secreto conque la cúpula gubernamental mexicana manejó el deterioro acelerado de las cuentas externas del país a lo largo de 1994. Pero también, con la complejidad y novedad de la propia crisis, como colapso económico de nuevo tipo de naturaleza de mecánica poco estudiadas.

#### 3.1 Novedad y naturaleza de la crisis.

La crisis de 1994-1995 constituyó una ruptura del *proceso de reproducción normal* de la economía mexicana, determinada *originariamente* por la imposibilidad de responder a compromisos internacionales. En ese sentido, tuvo características comunes a anteriores crisis económicas y, en particular, a la de los ochentas. Pero se distinguió de ellas por responder a una nueva mecánica de gestación y

---

<sup>1</sup> *Esta esa la opinión de la revista Euromoney en diciembre de 1993. A fines de este año, las agencias calificadoras norteamericanas como Standard and Poor's y Moody consideraban la posibilidad de otorgar a México, como país, el grado de inversión (Vargas Mendoza, El reendeudamiento externo de México en Dabat A. "México y la Globalización" UNAM-CRIM 1995).*

desencadenamiento en condiciones internacionales y nacionales igualmente originales.

Como vimos en el capítulo primero, las condiciones internacionales **de la nueva década** fueron muy diferentes de las que determinaron la crisis de los ochentas, cuando existía una clara delimitación entre los mercados financieros internacional y nacionales, el financiamiento internacional adoptaba la forma de crédito bancario sindicado a largo plazo a Estados nacionales y la economía mundial entraba en una coyuntura de encarecimiento muy grande del dinero a partir de otra de tasas de interés negativas. La nueva crisis fue hija de la globalización, la apertura de los mercados financieros nacionales, la titularización y bursatilización del crédito, la primacía de inversión internacional de cartera, los fondos mutuales y los ataques especulativos masivos contra monedas nacionales vulnerables (generalmente sobrevaluadas), la carencia de instituciones multilaterales de auxilio a los países afectados y la conversión de México en el principal receptor de las nuevas y mas volátiles formas de inversión entre los países emergentes (tercera parte de la inversión de cartera dirigida a ese tipo de países)<sup>2</sup>.

La conjunción de esas condiciones internacionales con la nueva problemática interna de incorporación del país a la globalización y el TLCAN y de modernización económica excluyente sin modernización política y social, dio lugar a una combinación

---

<sup>2</sup> 64,00 millones de dólares reportados por el Banco de México (Balanza de pagos) contra algo menos de 190,000 millones en la totalidad de los países en desarrollo..

específica de factores cambiarios, financieros, productivos, sociales y políticos, que incidieron de distinta manera en la gestación y desencadenamiento de la crisis.

### 3.1.1 Los factores especulativo-cambiaros.

En términos de naturaleza inmediata (mecanismos de ruptura de los procesos normales de acumulación de capital e integración a la economía mundial), el colapso de diciembre de 1994 fue una crisis parecida a la europea de 1992 o a la que acaba de suceder (mediados de 1997) en Asia Oriental. Tuvo un carácter especulativo-cambiaro, resultante de la sobreexposición <sup>3</sup> de una economía nacional con moneda sobrevaluada a los movimientos especulativos de una enorme masa móvil de inversión externa de cartera. La salida masiva del país de este tipo de capitales, agotó las reservas internacionales de divisas, impuso una macrodevaluación descontrolada del peso traducida en un proceso inflacionario contenido por rígidas medidas de contracción monetaria y fiscal, que desencadenó una crisis financiera, productiva y social.

La sobreexposición de la economía mexicana a la inversión especulativa tuvo lugar a nivel del mercado cambiario y resultó de la gran desproporción entre el capital especulativo internacional localizado temporalmente en México y las reservas internacionales de divisas con que contaba el país para garantizar la convertibilidad y

---

<sup>3</sup> Ver A. Dabat, "La crisis mexicana y el nuevo entorno internacional" en Revista Comercio Exterior, Vol 45, No. 11, Noviembre 1995. Se utiliza el concepto "sobreexposición" en el sentido de rebasamiento de la capacidad de la economía nacional para asimilar el mencionado tipo de inversión externa sin quedar expuesta a una extremada vulnerabilidad. En ese sentido puede formularse, a la inversa (desde el punto de vista de la inversión), como "sobreinversión" de capital de cartera (exceso de inversión en relación a la capacidad de absorción de la economía mexicana).

libre reflujo de esos capitales en un contexto de moneda nacional fuertemente sobrevaluada. Ello se dio en momentos en que la economía nacional era extremadamente vulnerable a ataques especulativos en gran escala por la conjunción de otros factores financieros y monetarios adicionales, como: a) una alta deuda externa privada; b) un sistema bancario interno extremadamente vulnerable (baja capitalización y alto endeudamiento externo, aparición de un problema de cartera vencida); c) un entorno monetario extremadamente líquido resultado de la sobreexpansión del crédito; y d) un régimen legal excepcionalmente liberal, determinado por la carencia de instrumentos específicos de regulación de entradas y salidas de capital <sup>4</sup>.

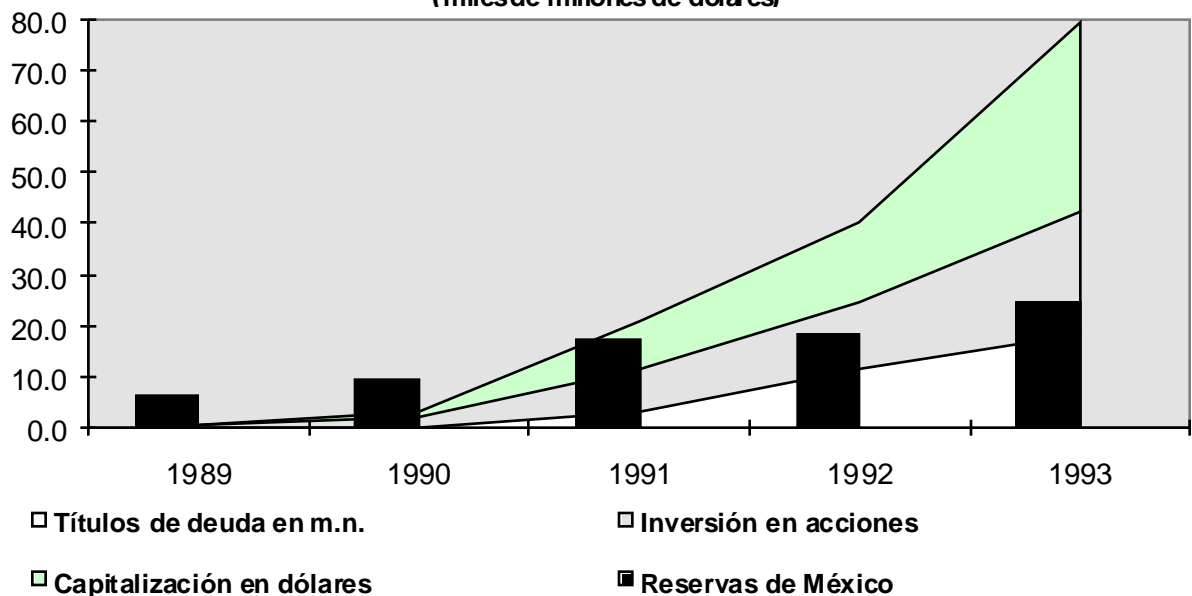
La creciente desproporción entre capital especulativo externo y reservas de divisas fue el resultado de cuatro años de ascenso mucho más rápido del primero que el segundo (Gráfica 3.1), como parte fundamental de un proceso de crecimiento explosivo del índice de precios de la Bolsa Mexicana de Valores y la capitalización bursátil (cerca del 100 % real entre 1990 y 1993), que en conjunción con la sobrevaluación del peso permitió una valorización en dólares del capital accionario externo del orden del 150 % en relación al monto originario de inversión. En lo que hace a las tenencias en títulos de deuda pública nominados en pesos, el 84 % de los mismos estaba formado por instrumentos a corto plazo (reporte de OECD), que eran básicamente Certificados de la Tesorería (Cetes) hasta 1993 y Bonos del Tesoro (Tesobonos) en 1994, cuando estos últimos emergieron como el principal instrumento

---

<sup>4</sup> Países como Chile, Colombia, Brasil, Malasia, Tailandia, Indonesia o Filipinas contaban con disposiciones más restrictivas que México. FMI, International Capital Markets, 1995, págs. 14-15.

utilizado por el gobierno para contener en abril de 1994 el primer estallido de la crisis especulativa-cambiaria. El Tesobono agregaría a la volatilidad del Cete el peligro adicional de su indexación al dólar, que contenía la posibilidad en caso de devaluación de una multiplicación muy grande de su valor de rescate en pesos, como efectivamente sucedería a fines de 1994.

**Gráfica 3.1**  
**Inversión externa acumulada en valores mexicanos v reservas**  
**internacionales 1988-1993**  
 (miles de millones de dólares)



Fuentes: Banco de México y Embajada de los EE.UU.

A comienzos de 1994, en vísperas del desencadenamiento del proceso especulativo que llevaría a la crisis, el capital externo acumulado en México en acciones y títulos de deuda en moneda nacional alcanzaba un monto mínimo de 83,000 mil millones de dólares que triplicaba en exceso a las reservas internacionales del Banco de México, como puede verse en el cuadro 3.1.

Cuadro 3.1

Inversión externa de cartera en pesos y reservas internacionales (enero de 1994)

(Miles de millones de dólares y porcentos)

Concepto	Valores en el mercado (mmd u\$s)	Propiedad externa (mmd u\$s)	Propiedad externa (%)
Acciones (capitalizadas en dólares) *	200.3	60.9	30.3
Títulos gubernamentales	38.7	21.9	56.5
Inversión total capitalizada	239.0	82.8	34.6
Reservas internacionales	28.0	-----	-----

\* Valores de mercado, incluyendo capitalización bursatil y revaluación del peso.

FUENTES: Banco de México y Embajada de Estados Unidos en México.

*Pasando de las condiciones inmediatas de la crisis al del contexto financiero mas amplio que amplificó su magnitud, cabe comenzar con el gran incremento del endeudamiento externo privado. Entre 1989 y noviembre de 1994 el total del mismo se elevó de 13 mil a 51 mil millones de dólares (OECD, Estudio), correspondiendo la gran mayoría a emisiones de títulos de renta fija a largo plazo (promedio de vencimiento*

*cercano a los cinco años) nominados en dólares* <sup>5</sup>. Esta deuda estuvo dividida en partes casi iguales entre el crédito directo concedido a unas sesenta grandes grupos y empresas privadas nacionales y el indirecto (canalizado a través de la mediación de la banca mexicana) que llegó por este medio a una nmauyor cantidad de empresas. Si bien este tipo de inversión de cartera careció de la volatilidad de las formas de inversión consideradas anteriormente (instrumentos en pesos a corto plazo en particular y acciones), actuó en el sentido de agravar considerablemente la vulnerabilidad global del núcleo mas concentrado y competitivo del sector empresarial mexicano.

En lo que hace a la liquidez del sistema monetario interno, esta surgió, como se vio en el capítulo anterior, del elevado y creciente nivel de expansión del credito y sobreendeudamiento del conjunto de los sujetos económicos (empresas, familias y la propia banca), en una coyuntura cambiaria y fiandciera que requería mas bien de medidas monetarias restrictivas para elevar el costo de salida del capital <sup>6</sup>. La relación entre el endeudamiento y el PIB había pasado entre 1993 y 1994 desde un nivel ya alto de 43.3% en el primer año (había sido de 20 % en 1989) al 55.3 % en el segundo, mientras comenzaban a aparecer los primeros síntomas de la crisis posterior de

---

<sup>5</sup> Para una presentación amplia y adecuada del problema, veáse J. Vargas, El reendeudamiento externo de México 1988-1994, obra citada.

<sup>6</sup> Para autores como Guillermo Calvo, esta habría sido la principal causa de la crisis. Se trata de un factor, que aunque incongruente con un manejo adecuado de la coyuntura cambiaria y financiera, se explica por necesidades políticas en un año de elección presidencial o la precaria situación del sector bancario situado ya en el umbral de la crisis de cartera vencida (que muy probablemente hubiera colapsado anticipadamente dentro de un medio monetario restrictivo).

cartera vencida <sup>7</sup>. Este, al elevar la volatilidad general del sistema financiero, favoreció la posibilidad de que el propio capital nacional abandonara rápidamente el país en diciembre sin mayores costos financieros.

La situación cambiaria y financiera *expuesta* pudo ser mantenida bajo control mientras los inversores externos creyeron en la estabilidad del país y la rentabilidad a corto plazo de la inversión en el marco de euforia generalizada provocado por la entrada en vigor del TLACN en enero de 1994. Pero la situación comenzó a cambiar rápidamente a partir de marzo de ese año, como resultado de una rápida modificación en las expectativas de los inversionistas resultante de la conjunción de, por lo menos, cuatro tipo de eventos de diferente índole: el cambio en la coyuntura financiera internacional considerada en el capítulo uno, el crecimiento del desequilibrio comercial visto en el capítulo dos, el agravamiento de la crisis política y social (conjunción de los asesinados de Colosio y Ruiz Massieu con la rebelión armada zapatista) y la reducción de la rentabilidad en dólares de los títulos mexicanos poseídos por tenedores extranjeros <sup>8</sup>. Esto dio un giro a la situación, que se tradujo las grandes salidas de capital y drenaje incontenible de divisas que condujeron a la macrodevaluación del peso

---

<sup>7</sup> Antes de la crisis de diciembre, la cartera vencida de la banca comercial alcanzaba ya al 100 % del capital de la misma, y sus reservas para atender a eventuales pérdidas sobre préstamos cubría solo la mitad de estas últimas (Estudios económicos de la OECD, México, 1995)

<sup>8</sup> Uno de los principales factores que redujo la rentabilidad de la inversión extranjera de corto plazo (medida en dólares) en 1994, fue la devaluación implícita de la moneda mexicana a partir de marzo de ese año, cuando el Banco de México dejó de sostener la cotización artificial del nuevo peso de 3.1 por dólar, y permitió que se acercara a la banda superior de flotación establecida por el régimen cambiario (3.37 en abril y 3.47 antes del 19 de diciembre). Esto implicó una devaluación de hecho del 12 % nominal y 8 % real (descontadas las tasas de inflación mexicana y norteamericana) que afectó en esa proporción a la inversión externa en valores de moneda nacional.



<sup>9</sup> que tuvo lugar entre diciembre de 1994 y marzo de 1995, y el proceso inflacionario que le siguió.

### 3.1.2 Devaluación y tipo de crisis.

La crisis especulativa-cambiaria se convirtió en crisis financiera como resultado de la macrodevaluación del peso y el proceso inflacionario resultante. La crisis financiera comenzó siendo inicialmente un problema externo (de amortización de Tesobonos y dificultades privadas y públicas para afrontar el servicio acrecentado de la deuda externa) para convertirse rápidamente en un evento interna como resultado del colapso del sistema bancario y la crisis de las finanzas públicas. Finalmente, ya en el contexto de la crisis financiera, devaluación e inflación interna se tradujeron en una recesión muy aguda del aparato productiva y en crisis social muy profunda y de proyección temporal mucho mas prolongada centrada, sobre todo, en una gran caída del salario real, la contracción brutal del crédito y un apreciable aumento del desempleo abierto.

Esa sucesión de secuencias fue desencadenada principalmente por la devaluación, a partir de la drástica modificación de la relación de precios tanto entre la economía nacional y la internacional, como, internamente, de los precios de la fuerza de trabajo, del dinero (ver Cuadro 3.2) y de las demás magnitudes económicas fundamentales. Incluyendo el último mes de 1994, la caída del valor internacional del

---

<sup>9</sup> Se utiliza el concepto “macrodevaluación” como sinónimo de sobredevaluación, en el sentido de nivel exagerada e innecesariamente alto de depreciación del peso mexicano, que podría haber sido reducido a términos mucho mas controlables por medio de un mejor manejo de las políticas internas y una llegada mas expedita del paquete internacional de rescate.

peso hasta fines de 1995 superó al 110 %, del cual la gran mayoría (90 %) tuvo lugar entre diciembre de 1994 y marzo de 1995. Como puede verse en el cuadro mencionado, los precios internos de bienes y servicios fueron contenidos por el ajuste monetaria y fiscal del primer trimestre de 1995 y se situaron bastante por debajo del nivel devaluatorio (52 %) aunque muy por encima del incremento nominal de salarios inferior al 20 %. En lo que hace al precio del uso del dinero, mientras la tasa interbancaria se alineó con la inflación, las tasas activas al público y la empresa se situaron inicialmente por encima del 100 %, para caer al nivel del 60-70 % a mediados de 1995 y promediar 69 % en el año. Los cambios en la relación internacional y nacional de precios aceleraron la quiebra del sistema bancario, provocaron un drástico traslado de valor desde el trabajo al capital, arruinaron temporalmente a la endeudada clase media, indujeron otra profunda reestructuración de la empresa y el capital nacional y llevaron al drástico cambio en la dinámica comercial y financiera del sector externo de la economía mexicana.

### Cuadro 3.2

#### Cambios de la estructura mexicana de precios relativos 1994-1995

Concepto	Precios relativos 1993	Precios relativos 1994
<b>1 Devaluación del peso frente al dólar</b> (Promedio anual)	100	189
<b>2. Inflación interna</b> ( $\Delta$ anual de precios al consumidor)	100	152

<b>3. Aumento salarial industrial medio</b> (Promedio manufactura y construcción)	100	114
<b>4a <math>\Delta</math> tasas de interés Interbancarias<sup>a</sup></b> (Promedio anual TTIP)	100	228
<b>4b <math>\Delta</math> tasas de interés activas<sup>b</sup></b> (Promedio anual tarjeta de Crédito)	100	298

FUENTE: Línea 1 a 4a: P.E.F., Tercer Informe de Gobierno 1997, Anexo Estadístico . Línea 4b: Cálculo propio.

El papel central de la devaluación en el desencadenamiento de la crisis no implica considerarla como causa original de la misma, como afirmaron los que la atribuyeron al “error de diciembre” (versión salinista del colapso), confundiendo devaluación con crisis y consecuencia con causa. La idea de que pudo sortearse la crisis evitando la devaluación carece de sustento, como vimos. Lo que sí pudo hacerse fue desencadenar un tipo algo diferente de crisis, sustituyendo el expediente devaluatorio-contractivo-inflacionario por otro contractivo-no devaluatorio y deflacionario, sustentado en el elevamiento de la tasa real de interés a un nivel tan elevado como fuese necesario para desincentivar y frenar la salida de capital<sup>10</sup>. Pero la crisis deflacionaria resultante no habría sido menos recesiva, habría favorecido más a los sectores financieros que al sector exportador y hubiera dado lugar a una crisis social más centrada en el desempleo abierto que en la caída del salario real. En las condiciones particulares del México ya situado en el umbral de la crisis, además, la

<sup>10</sup> Este fue el sentido de la crítica a la devaluación mexicana formulada por economistas vinculados al Banco Mundial y el FMI como Jeffrey Sachs (ver The Financial Times, 30-01-95) o por Guillermo Calvo en varios trabajos. Para la posición original de Calvo antes de la crisis, véase comentario

alternativa deflacionaria hubiera demandado la imposición de tasas exorbitantemente altas de interés que por su propia magnitud podrían haber provocado consecuencias opuestas a las que pretendían lograr (mayor fuga de capital que hubiera terminado por imponer muy poco después una devaluación aún mayor y en condiciones todavía más desfavorables) <sup>11</sup>.

Los efectos diferentes del tipo de recesiones alternativas señaladas, pueden encontrarse en experiencias históricas recientes, como fue el caso de la crisis europea de 1992 <sup>12</sup> o de la generada en América del Sur por el “efecto tequila” en 1995, igualmente derivadas de crisis especulativo-cambiarías como la mexicana. Las experiencias señaladas, demuestran que los países que lograron evitar la devaluación utilizando expedientes contractivo-deflacionarios como fue el caso de Francia o Argentina <sup>13</sup>, cayeron en procesos recesivos tan o más perniciosos económica y

---

crítico a Dornbusch y Werner “México: Stabilization, Reform and No Growth”, en *Brookings Paper Economic Activity*, 1994, Vol.1.

<sup>11</sup> Según la teoría de la racionalización del crédito de Stiglitz y Weiss (“Credit rationing in markets with imperfect information”, los prestamistas tienden a eludir situaciones que ofrecen tasas de interés exorbitantes en la medida en que evidencian por sí mismas la desesperación del prestatario.

<sup>12</sup> La crisis especulativa-cambiaría europea de 1992 afectó a por lo menos ocho países, de los cuales siete devaluaron sus monedas nacionales, mientras Francia evitaba hacerlo recurriendo a una política contraccionista muy dura que no lo libró de la recesión. El caso contrario fue el Reino Unido, que devaluó en un 20 %, salió más rápidamente de la crisis y pasó a ser el país de más rápido crecimiento de Europa Occidental después de Irlanda, favorecido por el incremento de la competitividad de sus exportaciones. (Para los datos macroeconómicos, FMI, [Perspectivas de la economía mundial](#)).

<sup>13</sup> La crisis argentina fue el resultado de la difusión del efecto tequila en una economía latinoamericana que atravesaba por problemas similares a los mexicanos (sobreevaluación de la moneda nacional, sobreexposición a las modalidades más volátiles de la inversión de cartera, creciente déficit comercial, inexistencia de un régimen regulatorio adecuado etc). También fue desencadenada por el reflujo de la inversión de corto plazo. Pero su mecanismo de transmisión, no fue la devaluación, sino una brutal contracción monetaria y fiscal que provocó una recesión casi tan

socialmente, con el agravante de que no eliminaron los desequilibrios generados por el precio artificialmente alto de la moneda nacional.

Lo expuesto anteriormente, plantea la necesidad de distinguir entre lo que debió ser el proceso devaluatorio ordenado, gradual y requerido desde bastante antes por las necesidades comerciales, productivas y de regulación de los flujos de capital externo, de la macrodevaluación tardía y exagerada que desencadenó la crisis. La primera resultaba de las necesidades de la economía mexicana de revertir ordenadamente la sobrevaluación del peso para reestablecer una relación cambiaria equilibrada con la economía internacional. La macrodevaluación de diciembre resultó, por el contrario, de las urgencias de una crisis declarada que había escapado completamente de las manos de los operadores gubernamentales, que se limitaron a sancionar formalmente lo inevitable. Tal tipo de devaluación torpe y exagerada solo podía generar una crisis productiva y social tan profunda y costosa como la que provocó. Pero a pesar de ello, el proceso devaluatorio operó en buena medida como un factor muy importante de recuperación de competitividad del aparato productivo.

### 3.1.3 **El papel del endeudamiento externo.**

Otra cuestión muy importante en la mecánica de la crisis, fue la reaparición de problemas agudos de deuda externa, como los planteados por el reembolso de

---

profunda como la mexicana y de mucho mayores efectos sobre el nivel de empleo, sin contar con las ventajas de la devaluación para el sector exportador y la mayor parte del aparato productivo.

Tesobonos en el primer trimestre de 1995, el incremento del servicio de la deuda pública y privada o los nuevos problemas planteados por el paquete de rescate. Pero la causa de la crisis no estuvo en estos o los anteriores problemas de la deuda externa, como tienden a plantear los que consideran a la caída de 1994-1995 como una crisis de deuda externa similar (o parecida) a la de los ochentas. En realidad, como sucedió con la devaluación, el reavivamiento de la problemática del endeudamiento externo también fue una consecuencia de la crisis, así como de su modalidad devaluatoria.

El nuevo problema de deuda adquirió su verdadera importancia después de la devaluación, cuando ésta multiplicó el costo externo e interno de las obligaciones internacionales sin que el país contara con un mínimo de reservas de divisas para afrontarlos. Pero aún así, el problema más agudo planteado por los Tesobonos fue principalmente cambiario, y fue menos de reembolso de los mismos (que era en pesos) que de insuficiencia de reservas de divisas para atender a la demanda de dólares de inversores externos que abandonaban el país tras liquidar los Tesobonos. En términos de su origen, tanto la emisión masiva de Tesobonos como la recepción del posterior paquete de rescate, no tuvieron lugar para afrontar el servicio normal de la deuda, como fue caso del recurrente endeudamiento de los ochentas, sino para sustituir un tipo de deuda por otra <sup>14</sup> o para recomponer divisas.

---

<sup>14</sup> Como se vio en el capítulo segundo, el crecimiento explosivo de la emisión de Tesobonos no implicó un crecimiento significativo de la deuda pública interna, porque no hizo otra cosa que sustituir unos instrumentos de deuda por otros. De fines de marzo de 1994 a fines de agosto del mismo año su emisión se elevó de 3,000 mil millones de dólares a 18,000, mientras que los Cetes en circulación caían en 15,000 mil millones de dólares. Lo mismo sucedería en el salto final de octubre-diciembre (suba adicional de unos 7,000 de los primeros y caída equivalente de los segundos

En realidad, el problema del servicio de la deuda externa nunca llegó a tener dimensiones parecidas a las de los ochentas (ver gráfica 3.2) y, salvo en la coyuntura del primer trimestre de 1995 dominada por la problemática de los Tesobonos bajo el sesgo cambiario ya señalado, siempre fue un problema relativamente secundario, que no planteo problemas serios de pago <sup>15</sup>, y que tendió a ser superado por la propia dinámica de la crisis y la ulterior recuperación, como veremos. Esto puede verse claramente considerando por separado las cuestiones de deuda pública y privada.

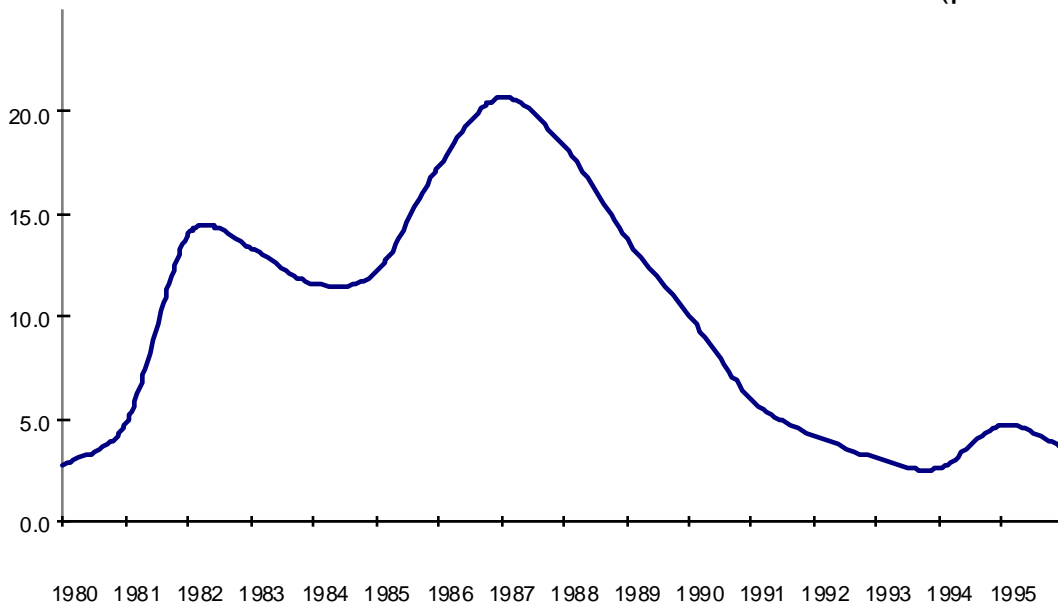
---

(Banco de México, Informe Anual 1994). Pero también, básicamente, en la sustitución ulterior de Tesobonos por los créditos en dólares del gobierno norteamericano y el FMI incluidos en el Paquete de Rescate.

<sup>15</sup> La diferencia con lo sucedido a este respecto en la crisis de 1981-1982 es muy grande. Mientras que el pago de intereses pasó en ese entonces desde 3.7 millones de dólares en 1979 a 6.1 en 1980, 9.5 en 1981 y 10.2 millones en 1982, con un crecimiento de cerca del 300 % en tres años, en la crisis reciente el pago pasó de 9.6 % en 1992, a 10.9 % en 1993, 11.8 % en 1994 y 13.5 % en 1995, con un incremento del 42 % en los cuatro años, que se acerca a la mitad del aumento de las exportaciones de bienes (Banco de México, Balanza de Pagos).

Gráfica 3.2

Intereses de la deuda externa en relación al PIB 1981-1996 (porcientos)



Fuente: INEGI y SHCP.

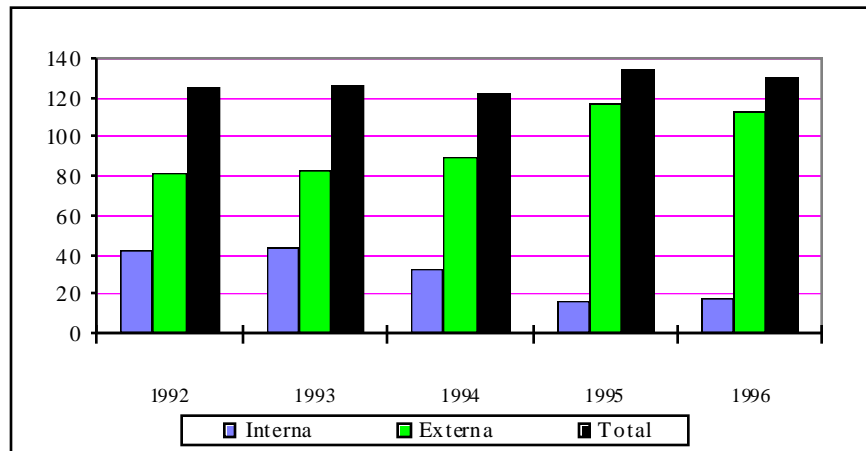
Para la deuda pública, el impacto de la crisis se tradujo en 1995 en un incremento del 30 % de la parte externa de la misma (27 mil millones de dólares incluyendo los compromisos del Banco de México con el FMI), y de aún mas en términos internos reales por efecto de la devaluación. Pero ese gran aumento tendió a ser compensado en gran parte por el reembolso de los Tesobonos, por lo que la suma de las dos, no se tradujo en un cambio demasiado grande en el monto de endeudamiento total (ver gráfica 3.3), que volvería a reducirse en 1996 como resultado del comienzo del reembolso del paquete de rescate. Ello tiene su correlato con el resultado de las



comparaciones internacionales, que indican que la magnitud del endeudamiento público de México alcanzó un nivel relativamente moderado <sup>16</sup> aún en 1995, el peor año.

Gráfico 3.3

Deuda pública de México 1992-1996. Composición y totales.  
(Miles de millones de pesos)



Fuente: Banco de México y OECD.

En lo que hace a la deuda privada (incluida la bancaria), que había constituido la parte principal del reendeudamiento externo de los noventa, 1995 fue un año de reducción de 6 % del adeudo como resultado de la paralización de las corrientes internacionales de financiamiento y refinanciamiento. Para el sector privado mexicano ello significó el fin del crédito barato, la hora de pagar y el drástico incremento del costo

<sup>16</sup> Gran parte de la ampliación de la base de Salinas debe atribuirse al impacto de los logros iniciales de su gobierno, especialmente en lo referente al control de la inflación, la renegociación de la deuda externa y el restablecimiento del crecimiento económico. Otro aspecto muy importante fue el amplio respaldo que recibió de la televisión privada y otros medios de comunicación, resultante del acuerdo con los grupos empresariales. Según cifras del FMI, la deuda pública neta en relación al PIB de Estados Unidos (57 %), Canadá (98 %), Alemania (48 %), Italia (114 %) o la mayoría de los países industriales excepto Japón y el Reino

en pesos del servicio de la deuda en coincidencia con el derrumbe y encarecimiento explosivo del crédito interno. Ello planteo efectivamente un gravísimo problema de deuda externa. Pero el problema tendió a resolverse, no tanto por quiebra o contracción de giro comercial como tendió a suceder en los ochentas, sino por un nuevo salto en su proceso de internacionalización de la gran empresa nacional a partir un diversidad de procesos como ventas de activos y derechos de propiedad al capital trasnacional (bancos, empresas de comunicaciones como lusacell o Univisión o cadenas comerciales como Cifra), asociaciones estratégicas con el mismo (telefonía, televisión directa, afores, ferrocarriles) o reingreso bastante antes de los esperado a los mercados internacionales de capital (colocaciones de Cemex, IMSA, Gruma, Desc, Comerci, Corvi etc) <sup>17</sup>. Procesos estos que operaron conjuntamente con lo que en los ochentas fue el principal mecanismo financiero de salvataje, la reestructuración de pasivos con apoyo gubernamental, que se dio entonces por la vía del FICORCA y recientemente por el rescate de la banca y los concesionarios de carreteras.

### 3. 2 Las condiciones estructurales de la crisis.

En el apartado anterior se priorizó el estudio de los determinantes cambiarios y financieros de la gestación y el desencadenamiento de la crisis. Pero por debajo de

---

Unido, era en 1995 superior a la de México (45.5 % del PIB). Perspectivas de la economía mundial, octubre de 1995.

<sup>17</sup> Ver S. Valner y A. Rodriguez, "Las principales operaciones financieras de 1996"; G. Cervantes Sanchez y J. Vargas Mendoza, El reendeudamiento externo de las empresas privadas en México" en Rivera, M.A y Toledo A "La Ecnomía Mexicana Después del Peso" Para un planteamiento mas amplio, J. Basave Kunhardt, Jorge, Los grupos de capital financiero en México. El Caballito, México, 1996.

ellos, operaron otro tipo de factores estructurales mas profundos referidos a las condiciones mas generales de la reproducción del capital y la inserción internacional de México. Tales factores de fondo pueden sintetizarse en dos cuestiones principales que aparecen permanentemente entrelazadas en los diferentes momentos del proceso: a) La tendencia al desequilibrio comercial y sus raíces en la estructura productiva; b) La tendencia a la sobrevaluación cambiaria y su relación con el conjunto de los determinantes de la crisis.

### 3.2.1 La tendencia al desequilibrio comercial.

El crecimiento del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos de 1994 hasta alcanzar un 7.7 % del PIB (ver capítulo dos) fue uno de las principales causas de cambio de las expectativas de inversión que provocó la desbandada especulativa de ese año. Pero también constituyó uno de los principales factores indirectos de la generación del principal desequilibrio financiero-cambiario que condujo a la crisis (desproporción entre el monto de la inversión especulativa y la reservas internacionales de divisas) al convertir a la entrada entradas masiva capitales de corto plazo en un mecanismo compensatorio de recuperación de los equilibrios básicos de la balanza de pagos.

El incremento del déficit de la cuenta corriente de 1994 coincidió prácticamente (cinco mil millones de dólares en ambos casos) con el de la balanza comercial, como resultado de un crecimiento muy grande grande de este último que excedió en 37 % al de 1993 y que superó en veinticinco veces al leve incremento de doscientos millones de

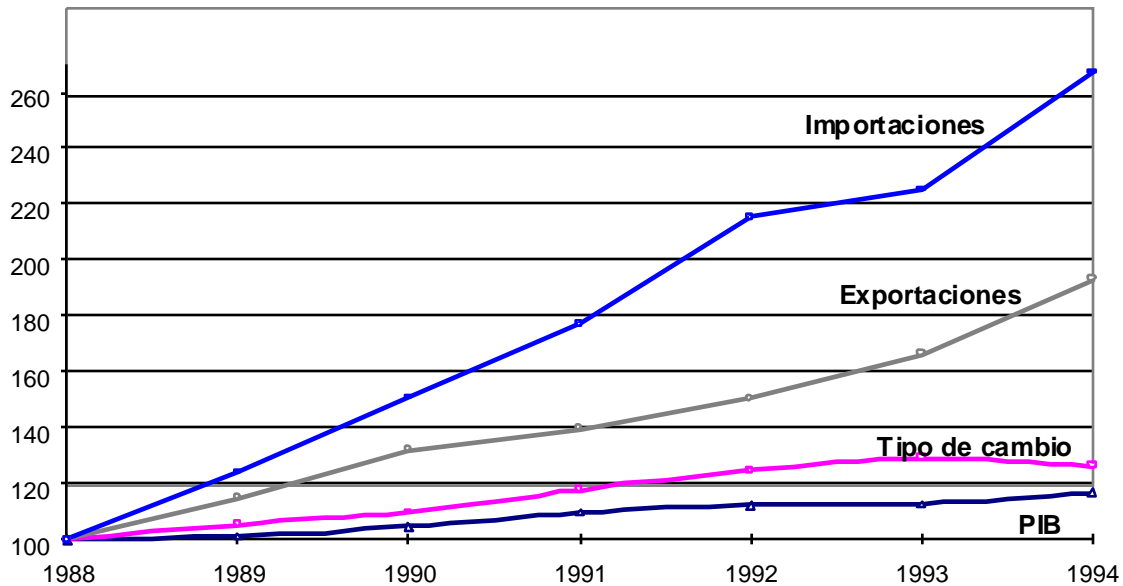
dólares del pago de intereses de la deuda externa <sup>18</sup>. El incremento del déficit comercial no puede desvincularse de la reactivación económica que siguió a la recesión de 1993, con su consiguiente reducción de la demanda de importaciones. Pero excedió completamente a lo esperado por el comportamiento record de las exportaciones de mercancías en el primer año de vigencia del TLCAN y la paralela depreciación relativa del peso (descenso de aproximadamente 8 % de la sobrevaluación cambiaria). Las tendencias expuestas pueden observarse en la gráfica 3.4.

#### Gráfica 3.4

Importaciones, exportaciones, PIB y tipo de cambio 1988-1994 (1988=100)

---

<sup>18</sup> El incremento de los egresos netos por pagos de intereses, resultó de la diferencia entre un incremento de egresos netos de 900 millones y un incremento de ingresos brutos del 700 millones (Banco de México, Balanzas de Pagos de 1993 y 1994). Al respecto cabe señalar que los ingresos percibidos por el país por inversiones mexicanas en el extranjero continuaron creciendo el año de la crisis ritmos mas rápidos que los salidos del país en pago a inversores extranjeros.



FUENTE: Información del capítulo dos.

Como puede verse, el desequilibrio comercial fue un fenómeno característico del conjunto del período 1988-1994, acentuado a partir de 1990 en el contexto de la sobrevaluación del peso. Tras el breve paréntesis generado por la recesión de 1993, el déficit alcanzó su máxima expresión en 1994, a pesar de que este año se dieron condiciones que en teoría debieron atenuarlo, como el crecimiento muy fuerte de las exportaciones y el papel moderador que debió jugar el comportamiento del tipo de cambio. Lo que sucedió en 1994 fue una aceleración del crecimiento de las importaciones de mercancías a tasas muy superiores a las de la media de los cuatro años anteriores años (21 % contra 14 %), que excedió ligeramente al de las exportaciones manufactureras (20 %) y en tres puntos más a las exportaciones totales (17 %). El mayor déficit resultante, así como su origen sectorial son mostrados en el Cuadro 3.3.

Cuadro 3.3

## Monto y origen sectorial del incremento del déficit comercial 1993-1994

(miles de millones de dólares)

Sector productivo	Saldo 1993	Saldo 1994	Incremento 93-94
Total	-13480.5	-18463.7	-4983.2
Agropecuarias	-128.8	-643.0	-514.2
Extractivas	6373.6	6556.3	182.7
Petróleo	6485.3	6624.0	138.7
Otras	-111.7	-67.7	44.0
Manufactura	-19069.5	-23349.6	-4280.1
Maquiladora	5995.9	6687.4	691.5
No Maquilador	-25065.4	-30037.0	-4971.6
Otras	-655.9	-977.5	-321.6

FUENTE: Banco de México, Balanza de pagos, 1993 y 1994.

Como puede verse, el incremento del déficit comercial de 1994 estuvo centrado en el intercambio de productos manufactureros (no maquilador en particular) y agropecuarios, con déficits sectoriales crecientes para cada sector de cinco mil y quinientos millones de dólares respectivamente. Pero probablemente mas importante (dado la relación estructural existente entre el sector manufacturero no-maquilador deficitario y los sectores maquilador y petrolero superavitarios) fue el debilitamiento en ese mismo año del papel compensatorio cumplido por estos últimos sectores en relación al primero. El sector padeció una reducción absoluta del superávit sectorial de 51.3 millones de dólares menos que en ya declinante saldo de 1993)<sup>19</sup>. El maquilador,

<sup>19</sup> Las exportaciones petroleras de 1994 permanecen prácticamente al mismo nivel de 1993, que a su vez habían sido un 10 % inferiores a las de 1992. El monto de las exportaciones de 1994 son el resultado de un incremento del 2 % en las ventas de petróleo crudo, una caída del 24 % (175

una caída de la tendencia al crecimiento del excedente comercial del sector originado en el menor incremento de las exportaciones (20.2 %) en relación a las importaciones (23.5 %), que implicó una reversión de la tendencia predominante contraria de años anteriores <sup>20</sup>, en un sector caracterizado por un bajísimo nivel de integración nacional.

Pasando al comportamiento particular del sector manufacturero, pueden advertirse patrones diferentes en lo que hace a incremento de importaciones y de déficit comercial. En lo que se refiere al primero, el 61 % del incremento absoluto de las compras manufactureras al exterior (7,815 miles de millones de dólares) se da en el grupo más transnacionalizado y de mayor capacidad exportadora (maquinaria y equipo metalmeccánico y eléctrico-electrónico) <sup>21</sup> que es el que también concentra el grueso de las importaciones del sector (58 % en 1994), como ha venido sucediendo desde mucho antes. En cambio, en lo referente al incremento del déficit, el aumento exhibido por el principal grupo exportador-importador fue relativamente moderado: 11.5 %, contra una media manufacturera de casi el doble. Esta situación se explica por la dinámica más

---

millones de dólares) de las de productos derivados y un nivel de ventas externas del sector petroquímico similar al de 1992 (263 millones de dólares). INEGI, Estadísticas del Comercio Exterior de México.

<sup>20</sup> Entre 1988 y 1993, la dinámica media de crecimiento de exportaciones e importaciones maquiladoras había sido de 22 y 20 % respectivamente.

<sup>21</sup> Tanto la producción metalmeccánica como la eléctrica y la electrónica de equipo, son incluidas en un mismo grupo por la presentación más general que efectúa el INEGI de la estadística comercial mexicana, sin desagregar la categoría de un dígito (numeral 7) de la Clasificación Unificada del Comercio Internacional (CUCI). El nuevo contexto tecnológico-industrial requiere que la presentación estadística sea más desagregada, para poder seguir

exportadora que importadora del grupo (24.6 contra 21.9 % respectivamente) traducida en la tendencia relativa hacia la reducción del tamaño del déficit <sup>22</sup>.

Cuadro 3.4

Montos y porcentajes de crecimiento de importaciones, exportaciones y saldos comerciales negativos de grupos manufactureros:1993-1994 (millones de dólares y porcentos)

Grupos manufactureros	Part. %	ΔM	%	ΔX	%	ΔSN	%
<b>Sector manufacturero (total)</b>	<b>69.4</b>	<b>12,855</b>	<b>20.9</b>	<b>8,575</b>	<b>20.2</b>	<b>4,280</b>	<b>22.4</b>
<b>A. Altamente exportador-importadores</b>	<b>69.0</b>	<b>9,090</b>	<b>21.4</b>	<b>8,575</b>	<b>24.0</b>	<b>1,326</b>	<b>13.5</b>
Prod. metálicos, maquinaria y equipo	58.4	7,815	21.9	6,972	24.6	843	11.5
Alimentos, bebidas y tabaco	5.4	633	18.9	306	19.2	327	18.5
Textiles, vestido y cuero	5.6	642	18.2	1,644	17.5	156	20.8
<b>B. Mas altamente importadores</b>	<b>19.7</b>	<b>2,747</b>	<b>23.1</b>	<b>764</b>	<b>14.3</b>	<b>1,983</b>	<b>30.3</b>
Química	7.8	962	19.8	413	17.6	549	21.9
Papel imprenta e industria editorial	4.1	673	28.4	-101	-15.3	774	45.4
Petroquímica	1.0	158	26.3	49	22.4	109	28.2
Siderurgia	5.3	618	18.7	136	9.7	482	25.2
Otras industrias manufactureras	1.5	336	45.0	267	37.2	69	246.4
<b>C. Baja y moderadamente exportadores</b>	<b>11</b>	<b>1017</b>	<b>14</b>	<b>47</b>	<b>1.1</b>	<b>970</b>	<b>36.1</b>
Industria de la madera	0.9	124	21.7	12	2.3	112	
Derivados del petróleo	1.7	-93	-6.8	-175	-24.3	82	12.5

<sup>22</sup> Conforme se desprende de las Estadísticas de Comercio Exterior suministradas por INEGI, la relación entre el déficit comercial y las exportaciones del sector no maquilador del grupo se redujo fuertemente en 1992, 1993 y 1994 de 1.75 a 1.25 y 1.14 respectivamente, a diferencia de lo sucedido con los grupos manufactureros restantes excluidos textil-vestido y alimentación, en los que esa relación tendió a subir.



Productos plásticos y caucho	5.3	569	16.7	59	5.9	510	21.3
Otros prods, minerales no metálicos	1.4	190	23.2	90	8.0	100	-32.8
Minerometalurgia	1.6	227	23.5	61	6.0	166	-293.5

Observaciones: El cuadro incluye sectores no maquilador y maquilador. La subcolumna [Pa %] indica participación porcentual de las importaciones del grupo en las importaciones manufactureras totales (año 1994). Las subcolumnas [ $\Delta$ ] los montos de incremento 1993-1994 de cada variable en millones de dólares. Las subcolumnas [%] indican relación porcentual entre  $\Delta$  1993-1994 y montos del año 1993 para cada variable.

Fuente: Construido con datos de INEGI, Estadísticas del Comercio Exterior de México.

Conforme se desprende del cuadro 3.4, mas de las dos terceras partes del incremento del saldo comercial negativo (2,953 de 4,280 millones de dólares) tuvo un origen diferente al que abasteció a mas de la mitad de la demanda de importación (mencionado grupo de maquinaria y equipo), proveniente de los grupos de productos de muy alto dinamismo importador (categoría B del cuadro) y de baja o moderada dinámica exportadora (categoría C). La parte principal del déficit se localizó en la primera de esas categorías, en la que hemos incluido a grupos fuertemente importadores-exportadores con escasa o nula tendencia a la reducción del déficit (químicos, papeleros, petroquímicos, siderúrgicos, otras industrias) que a pesar de significar menos del 20 % de las compras externas concentraron el 44 % del déficit sectorial. La otra categoría de productos que también contribuyó significativamente al déficit sectorial fue la de baja y moderada dinámica exportadora (23 % del déficit total contra solo 11 % de participación en las importaciones totales), entre los cuales se encuentran grupos de importante tradición exportadora como el minero-metalúrgico, el de minerales no metálicos (cemento, vidrio) o el de derivados del petróleo. No sucede lo

mismo con los grupos fuertemente exportadores-importadores incluidos en la categoría **A** (maquinaria y equipo, textiles-vestido y alimentación) en los que el mayor dinamismo exportador que importador especialmente los dos primeros) tiende a revertir el déficit grupal.

La recorrida anterior permite comprobar la amplitud de la tendencia creciente al desequilibrio comercial que culminó en el gran déficit de 1994. La misma, como vimos, se nutrió en casi todos los sectores productivos <sup>23</sup> (agropecuario, minero-petrolero, maquilador, manufacturero no maquilador) sea por un declinante o débil empuje exportador, un fuerte o incluso fuertísimo impulso exportador acompañado de un importador mayor, o de todos modos, una exagerada tendencia importadora. Por tal razón la crisis comercial no puede ser atribuido a ningún sector en particular, ni a factores coyunturales, sino a factores localizados en la esfera productiva.

A diferencia de la crisis de los ochentas (cuando la tendencia al desequilibrio se derivaba de la falta de competitividad internacional global del conjunto de la planta productiva con la única exclusión del sector extractivo y petrolero), el desequilibrio comercial de los noventas resultó del avance extremadamente desigual y desequilibrado de la competitividad nacional, centrado exageradamente en filiales de empresas trasnacionales y grandes grupos empresariales nacionales **exportadores** <sup>24</sup>,

---

<sup>23</sup> La única gran excepción sectorial relativa parece haber sido el sector servicios (servicios no factoriales en la balanza de pagos) que en 1994 tuvo un déficit menor al de 1993, tanto en el turismo como en otros servicios.

<sup>24</sup> *En la acelerada reestructuración del sector exportador que tuvo lugar entre 1986-88 y 1994, la gran empresa privada nacional tuvo un mayor dinamismo que la empresa trasnacional. Entre 1986 y 1988 (promedio de los tres años) el sector estatal (Pemex) era todavía responsable de más del*

**operando a base de diferenciales salariales, financiamiento externo e importación masiva de equipo de producción y la mayor parte de los insumos productivos utilizados.**

**Por esas características, la modernización productiva tendió a excluir a la gran masa de la pequeña y mediana empresa que empleaba al grueso de la fuerza laboral del país, sometiéndola a la presión conjugada de la apertura comercial, el encarecimiento del crédito interno impuesto por el oligopolio bancario y la sobrevaluación cambiaria. En esta medida, dejó a este amplísimo sector muy pocas posibilidades de reestructuración y exportación directa o indirecta (abastecimiento a empresas exportadoras), aún en las ramas manufactureras menos intensivas en capital que contaban con grandes ventajas comparativas potenciales las condiciones de la nueva división internacional del trabajo.**

Las consecuencias comerciales del dislocamiento del aparato productivo deben situarse dentro del contexto mas amplio de la declinación del dinamismo económico que caracterizó al ciclo 1991-1993 estudiado en el capítulo anterior. Ambos factores (desequilibrio comercial y tendencia al estancamiento) tendieron a retroalimentarse mutuamente al interior del círculo malsano de reproducción de capital que condujo a la crisis, en el que el combate al desequilibrio comercial primero tendió a requerir cada vez

---

*60 % de las exportaciones del país mientras que las originadas en la empresa privada nacional y la empresa trasnacional eran practicamente equivalentes (19.4 contra 19,1 % respectivamente). En 1994, en cambio, la participación del sector estatal se había reducido al 28.4 % y la de la empresa trasnacional se había elevado al 30.9 %, mientras que la de la empresa privada nacional había subido al 40.7 % (ver F.J. Chavez Gutierrez, "Las grandes empresas en el comercio exterior de México, 1983-1994", Comercio Exterior, abril de 1996.*

mas que se refrenara el crecimiento económico. Esto explica tanto la mini-recesión de 1993 derivada del esfuerzo gubernamental para impedir que el déficit comercial se escapara de las manos en vísperas de la elección presidencial de 1994, como la reaparición del descontrol en las condiciones de recuperación inducida de este último año.

### 3.2.2 La sobrevaluación del peso.

Entre 1990<sup>25</sup> y 1993 el peso mexicano sufrió una revaluación anual frente al dólar en aproximadamente un 7 % medio, que concluyó (descontando la depreciación relativa de 1994) en una sobrevaluación cercana al 20 %<sup>26</sup> en vísperas del estallido de la crisis. El cambio en la paridad monetaria distorsionó las relaciones de valor entre la economía nacional y la internacional tanto a nivel del intercambio comercial y los movimientos de capital como de generación de ahorro e inversión. En el plano comercial, el alcance de la sobrevaluación del peso de 1990-1993 excedió ampliamente el nivel de la barrera protectora del promedio medio ponderado de 12 % del arancel aduanero de

---

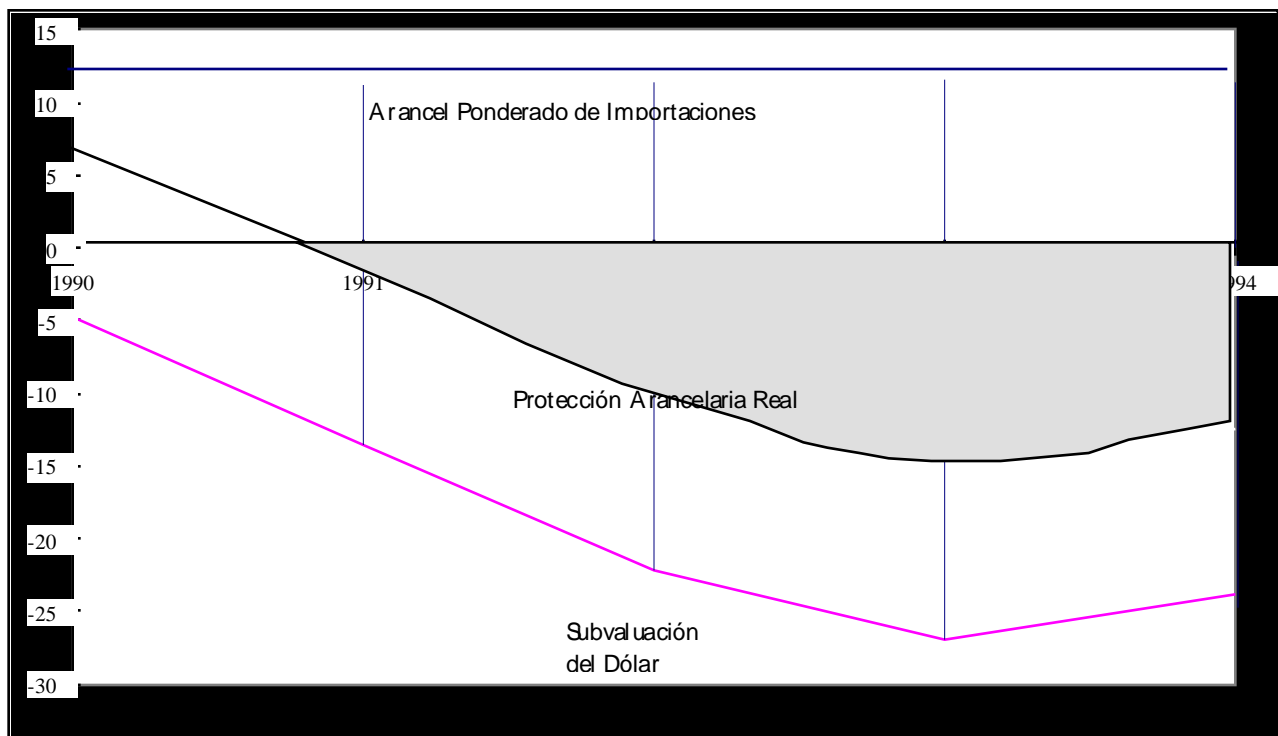
<sup>25</sup> El año 1990 parece un punto de partida adecuado para medir el nivel de sobrevaluación posterior del peso frente al dólar porque constituye un año de equilibrio relativo de la balanza comercial (ligeramente déficit de ochocientos millones de dólares) y de acusado crecimiento de las exportaciones (8.6 %) y el PIB. Constituye además un nivel intermedio entre la mayor caída del valor externo del peso en la crisis de los ochentas (años 1986 y 1987) y el punto más alto que precederá a la nueva crisis de 1994-1995.

<sup>26</sup> No toda la revaluación del peso puede considerarse sobrevaluación en términos estrictos, porque una parte de ella corresponde a ganancias de productividad en el sector de bienes comerciables, que es un factor de revaluación estable del valor externo del peso (Vease por ej. Krugman y Obstfeld, Economía internacional, Mc. Graw-Hill, Madrid, 1996. pags. 507-512). Pero ese no es el caso de la mayor parte de la revaluación que tuvo lugar en el periodo estudiado, que en su mayor parte correspondió a medidas de política económica y efectos de corto plazo de la entrada de capital especulativo. Por lo tanto resulta correcto en este caso, aproximativamente, asimilar revaluación a sobrevaluación.

importación (ver gráfica 3.5a), lo que implicó de hecho un subsidio generalizado a la importación, de efectos devastadores para un amplísimo espectro de la planta productiva.

Gráfica 3.5

Protección arancelaria y desprotección cambiaria 1990-1994



Fuente: Construida con información de SECOFI y Banco de México.

A ello se le agregó la pérdida de competitividad internacional de las exportaciones, que tuvo efectos completamente desiguales para la gran empresa internacionalizada (en condiciones de compensar menores ingresos en pesos por ventas al exterior reduciendo costos de importación y financiamiento) y la no

internacionalizada, compuesta esta última en su gran mayoría por pequeñas y medianas empresa dependientes del mercado interno y de baja composición técnica del capital (que por esa razón ocupaba a la mayoría de la fuerza de trabajo del país). Debe tenerse en cuenta que la gran reducción del precio en pesos de los productos exportados resultante de la sobrevaluación (que hemos situado en un 28 % entre 1989 y 1993) coincidió con un mayor incremento de costos laborales en dólares <sup>27</sup>, lo que tendió a sacar del mercado a las empresas no internacionalizadas y situadas en las ramas industriales mas intensivas en trabajo.

En el plano financiero, la principal consecuencia fue la generación de sobrebeneficios desmedidos de corto plazo en favor de la inversión especulativa, que rebasaron varias veces (sobre todo en dólares reales) los obtenibles en otros mercados financieros y en particular Estados Unidos (ver cuadro 3.5). Este factor tuvo una gran responsabilidad en la crisis, tanto por la sobreatracción de la inversión de corto plazo a que dió lugar, como por la creación de un blanco perfecto para posibles ataques especulativos masivos, que tendían a cncentrarse, comose vio en el primer capítulo, precisamente en países de moneda sobrevaluada. Habría que agregar que lo que favoreció a la inversión financiera y especulativa, mas bien desincentivó a la directa (y en particular a sus eslabonamientos productivos con el aparato productivo interno), en

---

<sup>27</sup><sup>27</sup> La OECD (Estudio económico sobre México de 1995, París, 1996.) sitúa en cerca del 35 % el incremento de los costos relativos de la unidad de mano de obra en el sector manufacturero de México entre 1989 y 1993, que resultan de la conjunción de la apreciación del peso con el modesto elevamiento de los salarios reales que tienen lugar en el período.

la medida en que redujo el atractivo de la actividad exportadora en su doble expresión de exportación directa e indirecta (abastecimiento interno de empresas exportadoras).

Cuadro 3.6

Rentabilidad comparada en México y Estados Unidos por inversión en títulos de deuda pública 1990-1994 (en porcentos sobre capital invertido) \*

Años	Inversión en Cetes (rentabilidad convertida a dólares)			Inversión en Certificados del Tesoro de EE. UU.		Rentabilidad comparada México- EE.UU. *	
	A paridad constante (hipotética)	A paridad vigente (u\$s nominales)	A paridad vigente (u\$s reales)	Rentabilidad nominal (u\$s corrientes)	Rentabilidad real (u\$s deflactados)	Términos nominales	Términos reales
1990	11.5	18.2	12.8	8.2	2.6	2.2	4.9
1991	3.6	11.7	7.5	5.8	1.5	2.0	5.0
1992	5.5	13.0	10.0	3.7	0.7	3.5	14.3
1993	8.7	14.7	11.7	3.2	0.2	4.6	58.5
1994	8.0	5.8	3.2	4.6	2.0	1.3	1.6
<b>Prom. 90-93</b>	<b>5.9</b>	<b>13.1</b>	<b>9.7</b>	<b>4.2</b>	<b>0.8</b>	<b>3.1</b>	<b>12.1</b>
Prom.90-94	6.4	11.3	8.1	4.3	1.1	2.6	7.4

\* Razón de la rentabilidad obtenida en México entre la rentabilidad en Estados Unidos.

Fuente: 3er Informe de Gobierno, CEPAL y FMI.

La tercera consecuencia de fondo de la sobrevaluación fue su efecto sobre la generación nacional de ahorro (descenso del 16.3 al 12.0 % entre 1988 y 1994), resultante del papel que cumplió en el boom interno de consumo considerado anteriormente. En este caso la sobrevaluación del peso actuó conjuntamente con otros factores como el crecimiento de los activos financieros y la sobreexpansión del crédito <sup>28</sup>, a través del gran abaratamiento de los bienes de consumo y servicios importados. Si bien este factor, considerado aisladamente, tuvo consecuencias evidentemente positivas sobre el bienestar de la población, estuvo directamente relacionado en los hechos a la reorientación hacia el consumo de los recursos nacionales, que acompañó a la progresiva sustitución de la inversión de origen interna por la originada en el exterior.

Al pasar de las consecuencias a las causas, se requiere de una evaluación más fina de los determinantes de la sobrevaluación. Aparte de su evidente connotación política, derivada de la orientación del gobierno de Salinas de Gortari en el combate a la inflación y la ampliación de su base de apoyo político (ver sección 3.4), la revaluación de principios de los noventa obedeció a dos tipos de factores objetivos: los logros en materia de productividad que tuvieron lugar en el sector exportador (ver nota 24 del presente capítulo) y la magnitud y el carácter del ingreso de capital externo <sup>29</sup>. La existencia del primer factor hace que los países que viven fuertes procesos de

---

<sup>28</sup> Ver Estudios económicos de la OECD, México, 1995 .

<sup>29</sup> El carácter de la inversión tiene importancia en este punto, porque buena parte de la inversión directa (importación directa de equipo y tecnología) no implica entrada inmediata de divisas en el



reestructuración y modernización productiva atraviesen por procesos simultáneos de revaluación monetaria, como lo demuestra la experiencia asiática. Esto explica en parte la revaluación del peso de los primeros años de la década, en una magnitud a investigar. Pero también conlleva la conclusión a mucho más largo plazo de que el nivel de equilibrio cambiario requerido por el crecimiento e inserción internacional de la economía mexicana es una magnitud variable, que tenderá a elevarse progresivamente en el futuro. En las condiciones particulares del ciclo 1990-1993, el carácter extremadamente concentrado del proceso de modernización, solo puede explicar una parte relativamente pequeña del proceso considerado, ya que la mayor parte del mismo se encuentra en la entrada masiva de capital y su particular composición basada en el predominio de activos dinerarios especulativos.

La entrada masiva de capital de los noventa modificó sustancialmente los factores determinantes de la cotización internacional del peso mexicano, al reducir el peso relativo de la oferta y demanda externa de mercancías y servicios en favor del de la oferta y demanda de dólares. El resultado fue la aparición de una tendencia de mercado a fijar la cotización del peso a niveles crecientemente superiores a los de las operaciones comerciales, que empalmó y complementó inicialmente las políticas gubernamentales de “anclaje” de la paridad cambiaria, para pasar luego a convertirse en un proceso relativamente autónomo que terminó por imponerse a los tardíos e insuficientes intentos gubernamentales por contener un proceso que llevaba

---

mercado cambiario, con el consecuente menor impacto en la tendencia de mercado a la cotización del peso.

directamente a la catástrofe (reacción del capital especulativo al cambio de la política cambiaria de marzo de 1994 que impuso la emisión masiva de Tesobonos explicada en la sección siguiente). Entra las diversas cuestiones que plantea la existencia de la tendencia expuesta, la mas importante es la conclusión de que la entrada incontrolada de capital de corto plazo es un factor extremadamente peligroso no solo por los riesgos potenciales planteados por la posibilidad de súbitas salidas posteriores, sino porque tiende a establecer un nivel cambiario extremada alto que obstaculiza el crecimiento del producto, las exportaciones y el propio proceso de reestructuración y modernización (como proceso incluyente y relativamente equilibrado, que enganche a la mayor parte del aparato productivo nacional).

Ello plantea la necesidad de prestar una atención particular al fenómeno de la entrada de capital alejado tanto de las visiones apologéticas que tienden a idealizar sus virtudes como de las concepciones tradicionales que no comprenden adecuadamente su compleja significación en el actual sistema internacional de crédito. Al respecto, la experiencia del ciclo 1990 y de la crisis de 1994-1995 plantea tres enseñanzas fundamentales.

La primera de ellas, es la de que a pesar de los aspectos negativos considerado con bastante detalle, los flujos de inversión financiera que llegaron a México significaron una aportación neta de crédito internacional imprescindible para financiar la modernización y expansión y del aparato productivo y el propio sector público, bajo las modalidades financieras (adquisición de títulos de crédito) que conforman la parte principal del actual sistema internacional de crédito. Ello hace que el problema no haya

estado tanto en la inversión de cartera en si misma, sino en su magnitud y carácter (peso y descontrol de las formas mas volátiles y peligrosas).

La segunda se desprende de características particulares de México y su localización geográfica y económica y su relación con los flujos internacionales de inversión financiera. Factores como la vecindad y estrechísima relación con la economía norteamericana, su importancia internacional como mercado emergente o el gran retraso económico relativo asociado al escaso desarrollo interno del crédito y altas tasas de rentabilidad empresarial y financiera, coinciden con otros como el liderazgo mundial de Estados Unidos en las nuevas modalidades del crédito y la especulación o la enorme plétora de capital-dinerario especulativo que deambula por los mercados cambiarios y accionarios del mundo o la completa movilidad de la inversión y exención de impuestos que prevalece en México<sup>30</sup> para configurar una tendencia objetiva a hacia la afluencia masiva de este tipo de capital. De estos factores, el único que México puede mooodificar a corto y mediano plazo es el de la falta de regulación.

La última enseñanza, es que el objetivo de preservar un equilibrio cambiario compatible con el rápido crecimiento y la estabilidad de la economía mexicana requiere de la creación de instrumentos regulatorios de los flujos externos de inversión, como medio principal de control de la tendencia a la sobrevaluación del peso.

### 3.3 Los factores políticos de la crisis.

---

<sup>30</sup> A diferencia de la mayoría de los países que cuentan con regímenes bursátiles de nivel internacional, como Estados Unidos, Canadá o Chile, en México se exime del pago del impuesto a la renta a los beneficios obtenidos por las personas físicas que comercian con títulos.

*El estudio de las causas profundas de la crisis mexicana no puede quedar completo sin considerar a los factores políticos que provocaron los desequilibrios económicos estudiadas en las secciones anteriores y los eventos político-sociales y delincuenciales que impresionaron a los inversionistas (sublevación indígena de Chipas, asesinatos políticos de Colosio y Ruiz Massieu, ola de secuentros a prominentes empresarios). Ello requiere entrar a considerar el contexto político y las principales orientaciones y contradicciones del gobierno neoliberal de Salinas de Gortari.*

*Para la mayor parte de sus críticos nacionalistas y de izquierda, la responsabilidad principal del gobierno de Salinas en la generación de la crisis fue el carácter genericamente neoliberal de las reformas que emprendió, como la apertura externa, las privatizaciones o la desregulación de mercados. Sin embargo ello no permite comprender las razones por las cuales el efecto tequila solo terminó arrastrando a un país de América Latina, afectó poco al resto y ni siquiera tocó a Chile. Las políticas económicas neoliberales seguidas por México en el sexenio pasado tuvieron efectivamente que ver con las condiciones que condujeron a la crisis, especialmente el tratamiento de la inversión de cartera o la falta de políticas industriales activas. Pero para comprender adecuadamente su alcance, y su relación con las políticas neoliberales en general, se hace necesario discernir lo que es propio de estas últimas y lo que debe atribuirse a otros factores, que incluso pudieron estar reñidos con las prescripciones de la ortodoxia neoliberal.*

*La relación entre las políticas del gobierno de Salinas y la gestación y desencadenamiento de la crisis no parece haber estado tanto en su orientación*

*neoliberal general (entendiendo por esto a un supuesto neoliberalismo puro difícil de encontrar en la mayoría de los gobiernos), sino a la combinación específica de medidas neoliberales ortodoxas, heterodoxas, neopopulistas<sup>31</sup>, "proteccionistas"<sup>32</sup> e incluso nacionalistas, como la preservación de la propiedad pública de Petroleos Mexicanos, traducida en resultados con la sobrevaluación del peso, la explosión consumista, la atracción indiscriminada de capital especulativo o la sobreprotección de grandes grupos empresariales monopólicos u oligopólicos como el bancario, telefónico o de las grandes constructoras. En ese sentido, la vía particular que adoptó la reforma liberal salinista, fue diferente en cuestiones muy importantes, no solo a las experiencias asiáticas, chilena de los noventa o esbozada posteriormente por el gobierno de Cardoso en Brasil, sino también a aspectos fundamentales del propio modelo de desarrollo preconizado por los principales teóricos del Banco Mundial<sup>33</sup>.*

*Para poder ubicar precisamente a los determinantes políticos de la crisis, se hace necesario partir de los condicionamientos y orientaciones estratégicas del gobiernos de*

---

<sup>31</sup> El carácter neopopulista del gobierno de Salinas de Gortari no estuvo solamente referido a sus políticas asistenciales como Pronasol o Procampo, en gran parte necesarias y correctas, sino también a las políticas consumistas de su gobierno, destinadas a ampliar su base política de sustentación.

<sup>32</sup> Una característica muy importante del gobierno de Salinas fue la fuerza con que protegió a los grandes grupos empresariales nacionales contra los peligros de absorción o subordinación por el capital transnacional. Aspecto este que tiene muy poco que ver con la ortodoxia neoliberal.

<sup>33</sup> El tipo de apertura económica propuesto por un economista tan representativo de esa tendencia como Balassa, por ejemplo, consideraba tanto la promoción de exportaciones, como la "substitución eficiente importaciones" y la preservación de "tipos de cambio competitivos". En relación al sector financiero, proponía tasas de interés reales positivas "no excesivas", y atracción de capital externo que "privilegie la inversión directa" y "formas no creadoras de deuda" (Vease el artículo citado de Sunkel, **Neoestructuralismo y neoliberalismo en los años noventa**, Revista de la CEPAL 42, Diciembre 1990).

*Salinas, entre los que destacan, por su relación con el tema que estamos considerando, las condiciones políticas de México al el momento de su acceso al poder, la modalidad autoritaria del proceso de cambio que impulsó, la naturaleza del bloque de poder en que se apoyó y las políticas utilizados por el gobierno para lograr consenso político. Por no ser este un punto central de nuestro analisis, efectuaremos un planteo susciente que se limite a puntualizar las cuestiones fundamentales.*

*El de Salinas de Gortari, fue el segundo gobierno mexicano ubicado en la línea de ruptura con la tradición nacionalista, populista y estatista iniciada en el periodo post-revolucionario, para adoptar el nuevo rumbo basado de reformas de libre mercado e integración a los procesos de globalización y regionalización de la economía mundial. Accede al poder en un momento histórico en que está muy avanzada la crisis terminal del régimen presidencialista, corporativo y de partido de Estado heredado de la Revolución y en un contexto social dominado por los estragos la larga crisis “de la deuda” que ahondó los padecimientos ancestrales del campesinado ejidal, de los pueblos indígenas o de la población marginal de las ciudades. Otra importante elemento nuevo de la época, es la irrupción masiva del narcotráfico y sus efectos corruptores y disolventes sobre la moralidad pública y las instituciones nacionales<sup>34</sup>.*

---

<sup>34</sup> La corrupción de los funcionarios públicos (“mordida” a casi todos los niveles de la administración pública, la Justicia y la policía y enriquecimiento tolerado de los altos funcionarios) fue una característica histórica de los gobiernos mexicanos surgidos de la Revolución. Pero este primer tipo de corrupción era un fenómeno relativamente controlable, en la medida en que estaba subordinado a las cadenas de lealtades clientelares que emanaban del centro del poder y a que englobaba niveles mas moderados y manejables de soborno (un rechazo no ponía en peligro la vida). Esto cambió sensiblemente con el fortalecimiento de los cárteles del narco, lo que pasó a convertirse en un factor adicional de aceleración de la crisis del sistema.

*Dentro de este contexto general, el gobierno de Salinas será de profundización de la reforma liberal, bajo la forma de intento de modernización global de la economía mexicana a partir de la privatización de la mayor parte de las empresas paraestatales, la reforma del Estado, la profundización de la desregulación, la internacionalización del aparato productivo y el acuerdo de libre comercio con Estados Unidos que entrará en vigor el 1 de enero de 1994 con inclusión de Canadá. Ello a partir de un ejercicio autoritario del poder consecuente con la forma misma de acceso a la presidencia: doble imposición contra la mayoría corporativa-nacionalista del propio partido gobernante en 1987 y contra el electorado mexicano en 1988. Ya en el gobierno, el autoritarismo de Salinas consistirá sobre todo en la contención de la reforma democrática demandada por crecientes sectores de la sociedad y en el uso inflexible de una autoridad presidencial cuestionada, tanto contra la oposición externa como con la interna.*

*La unión de los factores mencionados (desplazamientos en las esferas del poder, políticas de choque, ejercicio autoritario y excluyente de la autoridad presidencial) generaron un amplio y heterogéneo frente de rechazo, compuesto por actores sociales muy diversos como los sectores populares golpeados por el desmantelamiento del viejo Estado paternalista, los intereses burocrático-empresariales y corporativos dependientes del anterior capitalismo de Estado, las élites intelectuales fieles al ideario de la Revolución Mexicana y el nacionalismo revolucionario, los sectores más representativo de la Iglesia Católica temerosos del avance de las sectas protestantes o los vastos sectores democráticos de la sociedad movilizados contra el fraude y la violencia desde arriba. A estos ya numerosos nudos de conflicto, se le sumaron los problemas*

*planteados por la irrupción del “narco” o la entrada del Ejército en la política y la seguridad pública después del estallido de Chiapas, para configurar un cuadro político-institucional altamente inestable y plagado de expresiones subterráneas de violencia. Tales tensiones tendieron a amainar en el contexto de la recuperación económica y el mejoramiento de las condiciones de vida de los primeros años del sexenio. Pero reaparecerían bajo sus peores formas al final del mismo, en el contexto de la entrada en vigor del TLC y la sucesión presidencial.*

*El segundo factor relevante fue el exagerado nivel de concesiones que el gobierno de Salinas otorgó a su principal socio del bloque de poder que dirigió el país a partir de 1987. La alianza estratégica entre el ala modernizante de la tecnocracia triunfante en la lucha por la sucesión presidencial dentro del PRI y los grandes grupos empresariales y financieros consolidados tras la crisis bursátil de 1987 alcanzó su expresión formal con la firma del Pacto de Solidaridad Económica (PSE) y constituyó de hecho el poder detrás del trono que acordó las principales decisiones de política económica a través de diversos mecanismos (sustitución del PSE por el PECE o consultas permanentes con los organizaciones cupulares del gran empresariado o la Asociación Mexicana de Hombres de Negocios)<sup>35</sup>. El establecimiento de esta alianza estratégica fue muy importante para el gobierno de Salinas, no solo porque permitió resolver fácilmente un conjunto de cuestiones económicas fundamentales, como la aceleración de la apertura comercial o la contención de las presiones inflacionarias,*

---

<sup>35</sup> Sobre el nuevo bloque de poder, ver M.A. Rivera, El nuevo capitalismo mexicano y México: modernización capitalista y crisis, ERA, México, 1986. capítulo tres en ambos casos.



*sino también, por su traducción en un impresionante respaldo político y de apoyo de los grandes medios de comunicación, que fue un factor fundamental de consolidación política. Pero no todo fue beneficio.*

*Bajo la influencia determinante de esta alianza estratégica, la política económica gubernamental tendió a ajustarse en lo fundamental a las demandas del socio privado de la coalición, lo que se tradujo en políticas industriales excluyentes (que tendieron a ahondar la fractura del aparato productivo iniciada en el sexenio anterior) y el perfilamiento del sesgo especulativo característico de la economía del sexenio. Los ejemplos de esto último son muchos. La conformación de un oligopolio bancario resultante de una privatización poco y mal regulada <sup>36</sup> se tradujo en una irresponsable expansión del crédito y exagerados diferenciales entre tasas activas y pasivas de interés que favorecieron la especulación financiera, desalentaron a la producción y afectaron al ahorro. Pero la política de elevadas tasas reales de interés no solo tuvo que ver con las demandas del oligopolio bancario o los especuladores extranjeros. Su determinante probablemente mas importante fue la presión invariable del conjunto de los grandes grupos empresariales (incluidos los que dominan la producción de bienes y servicios no financieros) en los mercados de valores, tanto de acciones como de renta fija, directamente o por las familias propietarias (Rivera, El nuevo capitalismo mexicano). El caso probablemente mas claro de esta influencia preponderante de los intereses*

---

<sup>36</sup> La privatización total de la banca comercial no fue acompañada de medidas de control de las tasas de interés y protección de los usuarios. Se mantuvo exento de impuestos a los beneficios bursátiles y las remesas de ganancias financieras al exterior. Se redujo (noviembre de 1993) el

*financieros del gran capital monopolistas fue la injustificada exención del pago del impuesto a la renta en diciembre de 1993 a una parte muy importante de las percepciones por intereses o ganancias de capitalización en la bolsa de valores*<sup>37</sup>.

*La presión de los grandes grupos empresariales también debió tener mucho que ver con la política cambiaria del gobierno de Salinas. Aparentemente, dado su carácter ampliamente exportador, parecería que la gran empresa manufacturera y de servicios mexicana habría sido mas bien favorecida por un tipo de cambio subvaluado mas que sobrevaluado. Pero esto constituye solo una aproximación superficial al problema, porque deja de lado el hecho decisivo de que este tipo de empresa es tanto gran exportadora como importadora de bienes y servicios, que debe afrontar pagos anuales muy en concepto de servicio de una deuda externa igualmente grande y que ello tiende a traducirse en balances negativos en términos de dólares, como muestra el cuadro 3.7 (mayor egreso que ingreso, con la consiguiente ventaja de un peso sobrevaluado que subvaluado). Si a ello agregamos las ventajas adicionales de un dólar barato en términos de expansión internacional y capacidad financiera de gestación de alianzas estratégicas, la cuestión resulta aún mas clara. Como resultado de ello, la gran empresa debió utilizar su enorme capacidad de presión sobre el gobierno en favor de la revaluación del peso.*

---

impuesto que gravaba al endeudamiento externo bancario del 15 al 4.9 %. Se permitió la completa movilidad de todas las formas legales de inversión financiera con exclusión de la directa.

<sup>37</sup> ***Reforma a las fracciones XVI y XIX del artículo 77 de la ley al impuesto a la renta (LISR) de diciembre de 1993, que establece un tipo de exención que no existe en Estados Unidos y otros países industriales, ni en países latinoamericanos como Chile. Lo curioso es que fue implantada en el momento de mayor exceso de la inversión bursátil (vísperas***

Cuadro 3.7

*Ingresos, desembolsos y saldos anuales en dólares de ocho grandes grupos empresariales \* (millones de dólares)*

Grupos y empresas	Ingresos por exportaciones	Egresos por Importaciones	Egresos por servicio	Egresos totales	Saldo negativo
Grupo Televisa	335	647	161	808	472
Alfa	949	852	381	1,233	284
Vitro	562	475	188	663	92
Alpek	571	480	136	616	45
Hylsamex	212	163	157	320	108
AHMSA	261	196	278	474	213
Empresas ICA	255	172	137	385	130
CEMEX	821	277	732	1,009	188

\* La información corresponde a 1996. No existen elementos para suponer que existan modificaciones cualitativas en relación a las cifras de 1994.

Fuente: Cifras de exportaciones e importaciones: *Expansión*, 10-09-97. Cifras de servicio de deuda: Cálculos propios a partir de información sobre pasivos en moneda extranjera suministrada por *Reforma*.

y pagos anuales supuestos de 8 % por intereses y 10 % por amortización de deuda.

La última cuestión a considerar, será la de las consecuencias de las políticas adoptadas directamente por el gobierno de Salinas para ganar legitimidad política y base popular, como cuestión diferente a la de los logros objetivos resultantes de la

---

de la entrada en vigor del TLCAN), cuando se requería elevar en lugar de reducir

*estabilización económica (control de la inflación y la deuda externa) y la recuperación del crecimiento económico. Generalmente, se vincula exclusivamente este punto, al ingrediente propiamente de social de su gestión de gobierno: el intento por construir una base neocorporativa a partir de la organización de sectores marginados del campo y la ciudad en torno a una nueva modalidad de gasto social<sup>38</sup>). Pero tanto o mas importante en términos de logros electorales inmediatos fue crecimiento acelerado del consumo resultante de la expansión del crédito, el abaratamiento y masificación de los bienes de consumo importados por la apertura externa y la revaluación del peso. La revaluación del peso constituyó una parte fundamental de este proceso, en la medida en que constituyó un subsidio indirecto de gran alcance al consumo de bienes importados en beneficio de la amplia masa de consumidores y la vasta red de comercio informal estructurada en torno al contrabando<sup>39</sup>. Esta política fue tan útil electoralmente, como congruente con los requerimientos económicos de los principales pilares del bloque de poder que hemos considerado en el punto anterior (la banca privatizada y el capital monopolista-financiero o, mas precisamente, con la unidad substancial de ambos*

---

**gravámenes.**

<sup>38</sup> La política social del gobierno de Salinas contuvo algunos elementos progresistas, como la modalidad participativa que adoptó el Pronasol o el intento por asignar directamente a la población rural el subsidio destinado al campo (Procampo). Pero estos elementos asistenciales, se dieron dentro de una política mas general de desmantelamiento de los mecanismos de protección a la producción popular, no acompañada por nuevas medidas de fomento a la producción en pequeña escala, ejidal o cooperativa, o que promovieran incorporación de los trabajadores al esfuerzo nacional de modernización productiva (**Ver L. Hernandez Navarro, "Las telarañas de la nueva organicidad del movimiento campesino" Cuadernos Agrarios**).

<sup>39</sup> **Al encarecer en mas de un 30 % la producción nacional frente a la externa en un trascurso de muy pocos años, la sobrevaluación favoreció extraordinariamente al**

*intereses). El problema con ella, fue su carácter efímero y contraproducente a mediano plazo, como lo demostraría posteriormente su incidencia en el desencadenamiento de la crisis y la súbita conversión de la popularidad en odio popular después de diciembre de 1994, especialmente entre los amplios sectores de la población entrampados en el endeudamiento bancario.*

*Sintetizando los diversos aspectos considerados, podría decirse que los principales determinantes económicos de la crisis (sesgo especulativo, fractura del aparato productivo, sobrevaluación del peso) aparecen fuertemente vinculados a características políticas centrales del gobierno de Salinas. Pero también, que la falta de resolución de conflictos, de demandas políticas y de saneamiento del aparato del Estado, se conjugaron con la desprotección social de un amplísimo sector del pueblo mexicano para desencadenar las conflictos político-sociales de 1994 que tendrían tanta importancia en el desencadenamiento de la crisis.*

### *3.4 El desenlace especulativo.*

*En el desencadenamiento de la crisis confluyeron tres tipos diferentes de procesos especulativos, que expresaron distintas combinaciones de fuerzas externas e internas y de información y organización: a) un reflujo amplio y gradual de la inversión internacional de cartera; b) la acción concertada de los principales especuladores internacionales; y c) el asalto especulativo final encabezado por las compraventas de pánico de grandes capitalistas nacionales en uso de información privilegiada.*

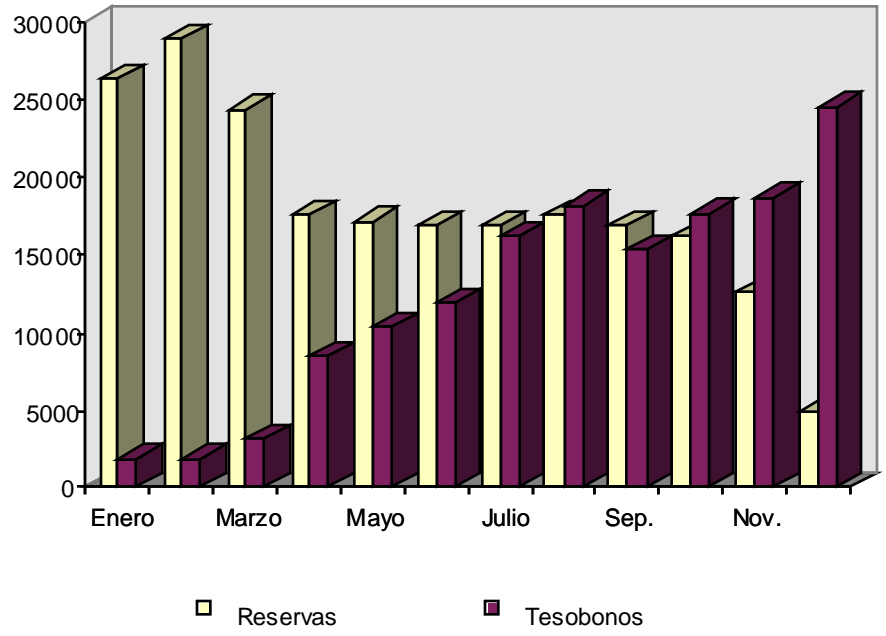
---

***contrabando, y la consiguiente multiplicación del comercio informal basado en una medida muy grande en él.***

*El primero de estos procesos, es el mas general y común a toda experiencia de reflujo de capitales provocado por cambios en las expectativas internacionales de inversión. Se desarrolló a lo largo de 1994, y particularmente a partir de marzo, cuando se agotó la euforia generada por la entrada en vigencia del Tratado de Libre Comercio de America del Norte. Consistió en el pasaje gradual del flujo al reflujo de la inversión internacional de cartera y particularmente en la bolsa de valores, la tendencia al drenaje de divisas y la substitución de la inversión en Cetes por títulos gubernamentales mucho mas seguros por su indexación al dólar (Tesobonos). Este proceso puede ser medido tanto por la magnitud de la disminución de las reservas internacionales del Banco de México como por el incremento recíproco de Tsobonos en la medida en que la sustitución de Cetes por Tesobonos constituyó de hecho un mecanismo intermedio de salida del mercado nacional. La suma de estos fenómenos dio lugar a movimientos de capital por unos 50,000 millones de dólares divididos casi por partes iguales entre pérdidas de reservas internacionales e incremento del stock de Tesobonos en circulación (ver Gráfica 3.5)*

### *Gráfica 3.5*

*Tesobonos en circulación y reservas internacionales (último día de mes)  
(miles de millones de dólares).*



*El segundo proceso es extremadamente interesante y ha sido hasta ahora poco estudiado. Consistió en la acción organizada de los grandes especuladores internacionales y se manifestó principalmente en la presión ejercida por el Foro Weston<sup>40</sup> sobre el gobierno mexicano en los días críticos de abril que siguieron al asesinato de Colosio, con el propósito de contener el deslizamiento del peso y acelerar la sustitución de Cetes por Tesobos. La presión del Foro parece haberse sido respaldada por una verdadera huelga de inversión (negativa concertada a la renovación de Cetes) que llevó al minicrack bursatil del 19 de abril y forzó al gobierno mexicano a negociar con los grandes inversionistas organizados. Lo indudable es que, desde entonces, comenzaría a dispararse la emisión de Tesobos desde el nivel cercano a los 3,000 millones del mes de abril a los 25,000 de diciembre, y que ello coincidiría con la adquisición de la mayor parte de los instrumentos indexados al valor del dólar por los especuladores vinculados al Foro<sup>41</sup>.*

*Finalmente, el tercer proceso fue el que provocó directamente el estallido de la crisis cambiaria propiamente dicha entre el 19 de diciembre de 1994 a la implementación del paquete de rescate en marzo de 1995. En él, la incidencia de los inversores externos no resulta tan clara como en los anteriores. Las evidencias disponibles apuntan a establecer que el principal núcleo activo de las compras de*

---

<sup>40</sup> El Foro Weston surgió en el contexto de la crisis política generada por el asesinato de Colosio, con la participación de los mas importantes inversores norteamericanos como el mayor fondo mutual (Fidelity) o el mas importante Hedge Fund (Quantum), para tratar de imponer la reducción del deslizamiento del peso iniciado en febrero de 1994 y obtener garantías contra eventuales riesgos cambiarios. Su existencia está ampliamente documentada, como puede verse en Torres y Vogel Jr. de AP-Dow Jones y D.W. Payne de The New Republic, en Sección Financiera de Excelsior del 15-06-94 y 22-03-95 respectivamente.

<sup>41</sup> La conclusión anterior es consistente con la versión de la OECD en su reporte de 1995 sobre la economía mexicana, cuando señala que “aproximadamente el 75 por ciento de las transferencias a Tesobonos realizadas durante el año (1994) fueron efectuadas por inversionistas extranjeros, entre los cuales, el grupo mas importante parece haber sido el de los fondos mutuales de Estados Unidos especializados en los mercados emergentes” (Estudios..., pag. 44)



*pánico de dólares y tesobonos entre el 19 y el 21 de diciembre, fue el de los potentados mexicanos que tuvieron acceso a la información privilegiada "filtrada" de la reunión del Pacto de concertación del día 19 (Reforma del 1-05-95). En esta coyuntura crítica la actividad de los mayores especuladores internacionales parece haber sido mucho mas pasiva, porque estaban en lo fundamental cubiertos por la tenencia de un monto de tesobonos equivalente cercano a unos 18,000 millones de dólares cuyo cobro pasaría a depender de la reposición de las reservas de divisas del Banco de México (De allí la importancia que pasaría a tener para ellos la llegada del paquete de rescate del presidente Clinton).*

*En cuanto al grueso de la inversión de cartera localizada en la bolsa de valores por un monto de 60,000 millones de dólares, existen elementos para considerar que fue sorprendida por la crisis y que no logró salir a tiempo del mercado. En algunos casos bastante significativos, llego incluso a aprovechar el derrumbe bursatil para comprar acciones a precio de remate <sup>42</sup>. Todo ello parecer ser confirmado por la evolución del monto de la inversión extranjera en la bolsa de valores, cuya fuerte caída a menos de la mitad se explica mas por la reducción del índice bursatil y la depreciación del peso, que por retiros de capital demasiado grandes <sup>43</sup>.*

---

<sup>42</sup> Según L. Luis del fondo Scudder de Nueva York (uno de los mas grandes y de mayor inversión en México), "la gente que se asustó y salió del mercado fue la que tuvo pérdidas grandes...los que abandonaron México durante la primera semana de enero tuvieron que aguantar la devaluación y la caída de la bolsa, por lo que registraron pérdidas del 50 %". En cambio, los que aprovecharon el derrumbe bursatil para comprar, como el propio Scudder, salieron mejor parados de la crisis (R. Perez-Rul, Sección Financiera de Excelsior, 09-05-95).

<sup>43</sup> Según la información de la Bolsa de Valores y el Banco de México, el monto en dólares de la inversión extranjera bursatil era de 50,000 millones de dólares a fines de noviembre de 1994 y de

*Un último aspecto relevante del desenlace especulativo estuvo dado por las particularidades y ritmos de su punto final: el paquete de rescate de 50,000 mil millones de dólares del gobierno norteamericano con el FMI, el BIP y el gobierno canadiense. Como se señalara, se tuvo que recurrir a él ante la magnitud de los recursos requeridos por el salvataje de la economía mexicana y del capital internacional involucrado que excedía ampliamente los fondos disponibles por las dos organizaciones internacionales habilitadas para cumplir ese papel (FMI y BPI). Pero en la medida en la intervención preponderante del gobierno de Estados Unidos fue bloqueada inicialmente por congreso de ese país, el retraso del paquete fue un factor muy importante en la exacerbación de la crisis cambiaria-especulativa y su extensión internacional que alcanzó a afectar muy agudamente a Argentina.*

---

34,000 millones a fin de año (contabilizadas las pérdidas). De ello surge que antes del derrumbe se habrían retirado unos 10,000 millones.