

IV. La devaluación de diciembre y la detonación de la crisis financiera

Los orígenes de la inestabilidad

La aparición de serios problemas de regulación de la economía a partir de 1990, hacían necesario efectuar una rectificación de estrategia macroeconómica que afectara los instrumentos de regulación sectorial y, como veremos, el manejo del tipo de cambio. La fractura del aparato productivo relacionada con el rezago del agro y de la pequeña empresa exigía modificar el enfoque de la política de fomento para dar paso a un programa de corte más activo que pasivo.

Esta rectificación no se produjo porque el único ajuste que se efectuó consistió en contraer levemente el gasto público a lo largo de 1993 con fines recesivos.⁷¹ Esta medida pretendía acumular fuerzas para desplegar mecanismos reactivadores en el año electoral, en 1994 en el que también entraba en vigor el TLC. Las medidas contraccionistas implementadas temporalmente en 1993 constituían el preámbulo de una política de manipulación electoral de la economía, cuyo corazón se encontraba en el empuje a la reactivación el siguiente año.

A partir de 1993 las condiciones en los mercados emergentes variaron desfavorablemente por primera vez desde fines de los ochenta ya que los tres principales componentes (deuda privada, in-

71 El gobierno de Salinas tenía previsto aplicar en 1993 y 1994 una política expansionista que constituía un cambio respecto de los años anteriores que fueron de consolidación fiscal (*OECD, 1995, p. 22*). El relajamiento de la disciplina fiscal tenía el propósito de fortalecer sus planes de transición sexenal. Esos planes tuvieron que modificarse, por lo que a 1993 respecta, ante la incertidumbre sobre la aprobación parlamentaria del Tratado de Libre Comercio en Estados Unidos. El sector privado postergó en buena parte sus proyectos de inversión para 1993, por lo que no le quedó al gobierno sino moderar el incremento del gasto público, para evitar presiones inflacionarias. No obstante, como el cambio de planes fue repentino, la reducción presupuestaria se dejó sentir hasta la segunda mitad del año (*Banco de México, 1994, p. 9; Poder Ejecutivo Federal, 1996, p. 62*).

versión directa e inversiones en cartera) experimentaron una inflexión sincronizada (*capítulo I, Cuadro I*).

Debido al status privilegiado que le confería la firma del TLC México hubiera estado posiblemente entre los países menos afectados por la incremento de la volatilidad en los flujos de capital. Sin embargo, la debilidad subyacente de la economía dada por las fallas regulatorias explicados en los capítulos II y III creaban una predisposición a experimentar tropiezos. El aumento de la incertidumbre política provocado por el levantamiento armado en Chiapas, al tener un determinante tan profundo como era la franca agonía del sistema político-institucional heredado de la Revolución Mexicana, necesariamente amplificaba los efectos de la inestabilidad, provinieran de mercado cambiario o no. Con todo, cabe señalar que los rasgos de una catástrofe como la que se produjo finalmente no estaba preestablecida a comienzos del año. Lo que fue determinante para el resultado final fue el curso de acción por el que se optó después del asesinato de Colosio.

El limitado, pero valioso margen de maniobra disponible, se aprovechó para dar paso a una política aventurera y peligrosa que se mantuvo obstinadamente hasta sus últimas consecuencias. A continuación examinaremos ese curso de acción para mostrar que aún entrado el año era posible evitar la catástrofe, aunque ciertamente debía pagarse un costo por no haber intentado oportunamente la corrección de la estrategia a la que se alude arriba.⁷²

72 Como se argumentó en el capítulo II, a partir de 1991 la economía mexicana fue perdiendo parte de su potencial de crecimiento. Esa situación, que se manifestó como crecimiento declinante, aunque poseía una carga subyacente de inestabilidad, podía conducir a una catástrofe, sólo si se añadían elementos adicionales a los que ya existían a fines de 1993. Si la situación provocada por el cambio cíclico y coyuntural de los mercados emergentes y la inestabilidad política hubieran sido manejados con prudencia, casi seguramente se hubiera resentido un shock moderado, con pérdida de producción y empleo, pero difícilmente de la magnitud que se produjo finalmente.

El asesinato de Colosio repercutió fuertemente en el equilibrio financiero y cambiario de México debido a la magnitud del déficit en cuenta en corriente y a la vulnerabilidad del tipo de cambio que existía entonces (*Cuadro II. 2.*) El déficit en cuenta corriente creció aceleradamente desde 1991 en el que representaba el 4.7% del PIB hasta llegar a representar, en 1994, casi el 8% del PIB. Dicho nivel era desusadamente alto y constituía, de acuerdo a la opinión de prácticamente todos los observadores, un clara señal sobre los riesgos potenciales.

Sin embargo, no existía consenso de cómo interpretar la sobrevaluación del tipo de cambio real, debido a las fallas que existen en la teoría económica para determinar el valor de equilibrio de una moneda. Por ejemplo Dornbusch y Werner (1994, p. 271) se inclinaba resueltamente por la hipótesis de sobrevaluación, que sostiene que la apreciación real del tipo de cambio era el resultado del programa de estabilización que se basaba en políticas de ingreso y en el establecimiento de metas cambiarias (o sea, el virtual anclaje del tipo de cambio). En contraste, casi toda la alta dirigencia gubernamental, con la posible excepción de Guillermo Ortíz, compartían la opinión del director del Banco de México de que no existía sobrevaluación.

El Banco de México reconocía que desde 1988 la orientación antiinflacionaria de la política cambiaria y la llegada de grandes montos de inversión extranjera habían producido una continua apreciación del tipo de cambio (debido a la presión ascendente en el precio de los bienes no comerciables), pero que ello no había impedido mantener la competitividad cambiaria y la comercial. Subrayaba que en ese periodo la competitividad internacional de México se había incrementado, como lo demostraba la evolución histórica de los costos laborales unitarios que eran en 1992, 26% inferiores al nivel de 1988-89. Este margen, decía, permitía compensar sobradamente la mayor apreciación de la paridad peso-dólar que se produjo con posterioridad a 1992, de tal modo que los costos salariales unitarios relativos a un grupo de seis países industrializados, a comienzos de 1994, aún eran favorables a México (*Banco de México, 1993 y 1994*).

Aunque ciertamente la evolución de los costos salariales unitarios de México habían permitido mantener la competitividad internacional de las exportaciones, la excesiva apreciación cambiaria había implicado un "boom" de importaciones que era una carga cada vez más onerosa para la economía del país (ver capítulo VI). Para los agentes económicos era sumamente atractivo, por consideraciones de precios relativos, sustituir crecientemente bienes nacionales por bienes extranjeros lo que estaba llevando el déficit comercial y en cuenta corriente a niveles insostenibles. En otras palabras, México estaba viviendo más allá de sus posibilidades materiales en virtud de la existencia de un circuito innovador en el mercado financiero que ponía los recursos de los inversionistas extranjeros privados en manos de los importadores nacionales, en condiciones de creciente abaratamiento relativo de los precios de los bienes externos.

Para la tecnocracia salinista, pero también para la mayoría de su contraparte internacional, ese circuito no estaba en peligro. El hecho de que creciera el déficit en cuenta corriente era, argumentaban, el resultado de que el efecto de la reconversión industrial en las exportaciones se rezagaba, al mismo tiempo que se dejaban sentir los efectos de la estabilización macroeconómica (aumento del poder de compra de la población activa gracias al anclaje del tipo de cambio). De este modo, añadían, era sólo cuestión de tiempo restablecer el equilibrio.⁷³ En lo que si coincidían todas las partes era que el derrumbe de la confianza internacional provocaría una catástrofe, ya que podría cortarse dicho circuito. Para la dirigencia gubernamental, la clave para evitar una crisis se encontraba en sostener la credibilidad lo que implicaba, a su vez, sostener el régimen cambiario y

73 Esta era en esencia la "hipótesis de equilibrio" que declaraba que la economía mexicana no experimentaba problemas y por lo tanto no se requerían respuestas de política. De acuerdo a este enfoque el TLC reforzaría la confianza y la resolución de los inversionistas. Al mismo tiempo el banco central, independiente, institucionalizaría la estabilidad financiera y fortalecería la reforma beneficiando al mercado de capitales (ver el resumen de esta interpretación en Dornbusch y Werner 1994, p. 280).

en segundo lugar el conjunto de regulaciones que ya se han discutido.

Veremos a continuación cómo estas consideraciones condicionaron la respuesta a la inestabilidad creada por el asesinato de Colosio. Para conjurar el pánico que sacudió a los mercados, la Secretaría de Hacienda y el Banco de México siguieron básicamente la estrategia que se había utilizado para enfrentar el shock en la bolsa de valores de mediados de 1992 (Capítulo II). La presión sobre el tipo de cambio se desvió hacia el mercado de dinero aceptando un incremento de casi 100% de la tasa aplicable a los Certificados de la Tesorería.⁷⁴ Esta medida se complementó con la colocación masiva de Tesobonos que amortiguó considerablemente la salida inmediata de capitales de la bolsa de valores.⁷⁵ La relación entre Tesobonos y CETES, se invirtió a como resultado del plan de garantías a los inversionistas tanto nacionales como extranjeros. De este modo, si a fines de 1993 existía una tenencia pública de CETES por unos 24.3 mil millones de dólares y Tesobonos por 1.3 mil millones, al finales de 1994 la composición era de 2.5 mil millones contra 26 mil respectivamente. Sin embargo, como indica la información del *Cuadro IV.1*, la participación de no-residentes en la tenencia de Tesobonos disminuyó en 1994, comparativamente a 1993. En 1993, el 81% de los Tesobonos en circulación, estaba en poder de no-residentes. En 1994, en cambio, la proporción disminuyó al 75%, cantidad que no obstante siguió siendo considerable.

74 Como lo describe brillantemente Craig Torres del Wall Street Journal al reseñar la reacción tras bambalinas que se dio en las altas esferas del gobierno tras el asesinato de Colosio, la respuesta que adoptó la Secretaría de Hacienda y el Banco de México se basó en medidas transitorias (aceptación de mayores tasas de interés y mayor emisión de Tesobonos) y en una negociación con los inversionistas extranjeros considerando que no existía básicamente un problema de fondo (*Wall Street Journal*, 28 de marzo de 1994)

75 Aunque el asesinato de Colosio provocó una importante salida inmediata de capital externo de la bolsa de valores (unos 8 mil millones de dólares), la fuga había comenzado desde febrero y continuó hasta abril. Sin embargo, desde mayo comenzó una recuperación y para septiembre había alcanzado el nivel que existía en diciembre de 1993, o sea, poco más de 54 mil millones de dólares (ver *gráfica V.4*).

CUADRO IV.1

ESTRUCTURA DE LOS VALORES GUBERNAMENTALES¹ EN PODER DEL PÚBLICO

Fines de Diciembre
(miles de millones de dólares)

	1993		1994	
	<i>Total en poder del público</i>	<i>De los cuales No residentes</i>	<i>Total en poder del público</i>	<i>De los cuales No residentes</i>
TOTAL	38.7	21.9	29.6	19.6
CETES	24.3	15.4	4.2	2.5
BONDES	4.5	0.8	0.6	0.0
AJUSTABONOS	8.2	4.4	2.8	0.5
TESOBONOS	1.6	1.3	22.0	16.5

NOTA: 1/ Excluye acuerdos de recompra

FUENTE: Secretaría de Hacienda, tomado de OECD 1995, p. 26

Aparentemente hubo un tercer elemento con el que se trató de asegurar el sostenimiento del régimen cambiario. Se trató de la negociación directa entre las autoridades mexicanas y los fondos mutuales de Estados Unidos, representados por el llamado Foro Weston. Se tienen testimonios de que los fondos ofrecieron al gobierno mexicano inversiones adicionales si obtenían garantías que el régimen cambiario no se modificaría. Posiblemente, parte del objetivo de dicha negociación era limitar el ajuste cambiario a una discreta ampliación del límite superior de la banda de flotación de 9%, efectuado a mediados de 1994.⁷⁶

Esta estrategia funcionó muy limitadamente ya que su mayor logro consistió en postergar una verdadera devaluación. A pesar de las garantías que ofreció el gobierno mexicano, fuera bajo la forma de colocación masiva de Tesobonos o los acuerdos secretos con los fondos mutuales, la situación no pudo ser enteramente controlada, como lo demuestra el hecho de que continuó la fuga de capitales (aunque no en la magnitud de los primeros meses del año) y el deterioro de la balanza comercial.⁷⁷ Esta situación lleva la discusión a la cuestión si existían alternativas a la política de sostenimiento del ré-

76 A pesar de que la negociación entre el gobierno mexicano y el Foro Weston fue secreta trascendió ampliamente. Los detalles no son conocidos en su totalidad, pero la sustancia del acuerdo era evitar la devaluación condicionando un paquete adicional de inversiones de los fondos mutuales a cambio de garantías de que no se rompería el régimen cambiario. Aparentemente no quedó excluido del acuerdo una ampliación de la parte superior de la banda de flotación, merced de lo cual se dio un ajuste de un 9% a mediados de año (*Wall Street Journal*, 14 de junio de 1994).

77 De acuerdo a la Organización Económica de Cooperación para el Desarrollo, (1995, p. 21) durante 1994 antes de la devaluación, tuvo lugar en México una fuga de capitales de aproximadamente 16 mil millones de dólares. De acuerdo a esta fuente, las salidas que afectaron a la bolsa fueron de unos 6 mil millones; los 10 mil millones restantes constituyeron básicamente capital de rentistas muy susceptible de retirarse ante la inestabilidad política. Como se argumenta más adelante, la fuga verdaderamente dañina se produjo a raíz de la devaluación y fue el producto de una ruptura temporal con los inversionistas extranjeros, incluidos aquellos más comprometidos con el proyecto salinista.

gimen cambiario. Entre el dilema de sostener el régimen cambiario o devaluar ¿existía al menos teóricamente una alternativa?

En retrospectiva se señaló que existió siempre una tercera opción consistente en aplicar una política monetaria fuertemente restrictiva, que hubiera permitido retener al capital especulativo, con lo cual se dice, se hubiera aliviado la presión sobre el peso mexicano. El autor de esta opinión, Jeffrey Sachs, añade que el Banco de México en lugar de proceder por esta vía aumentó la circulación relajando la disciplina crediticia.⁷⁸

De haberse seguido esta vía, que es de hecho la que eligió la Argentina de Menen, habría habido un cambio de forma de la crisis, es decir, la aceptación de una recesión inmediata sin afectar el régimen cambiario. No obstante, esto habría dejado sin resolver el problema de la especulación en la bolsa de valores y su gravitación permanente sobre el sistema productivo.⁷⁹

78 La crítica formulada por Sachs (*Financial Times*, 30 de enero de 1995; Sachs et al, 1995, pp. 11-13) no sólo señalaba ésta alternativa basada en la restricción del crédito, sino también que el Banco de México había seguido una vía opuesta al expandir la circulación crediticia uno de cuyos conductos fueron los bancos de desarrollo. Los cargos contra el Banco de México iban sin embargo más allá porque Sachs apuntaba también que no hubo un manejo correcto de las cuentas del sector público, ya que las operaciones financieras de los bancos de desarrollo fueron separados. Esta separación ayudó a ocultar el deterioro del balance operacional del sector público que se produjo desde fines de 1993 (*OECD 1995 pp. 22-23*). La respuesta del director del Banco de México se presentó primeramente en Banco de México (1995 p. 22 y ss.), señalándose que la autoridad monetaria se había limitado a realizar operaciones de compensación en vista de la continua salida de capitales. No se dio otro paso, añade, ya que se consideraba que el tipo de cambio era competitivo.

79 Argentina a raíz del "efecto tequila" se apegó por necesidad al plan formulado por Sachs dado el ajuste automático implicado en el mecanismo de Consejo Monetario. Los efectos resultantes fueron en varios sentidos semejantes a los que México experimentó a partir de diciembre de 1994, esto es, recesión económica, pánico bancario, desplome de la bolsa y de las importaciones. Pero a diferencia, Argentina empezó a experimentar también una deflación que presagiaba la absorción del desequilibrio cambiario. Pero quedaba por ver, al igual que en México, el paso de la recesión a la recuperación.

La restricción del crédito como medio de defensa del régimen cambiario estaba excluido por definición de los planes del gobierno, dado que éste se guiaba por una política que aquí se llama de manipulación electoral de la economía, que consistía en abrir las compuertas del crédito para fortalecer la recuperación y sacar un dividendo político-electoral. De esa manera ante la imposibilidad de evitar la fuga de capitales y el debilitamiento de las reservas internacionales la única opción viable era devaluar.

Anatomía del error de diciembre

Muy pocas personas en México conocían la magnitud del derrumbe de las reservas internacionales a partir de octubre, debido a que existía la costumbre de mantener esos datos en secreto y revelarlos de manera discrecional. El haber dado en el último Informe Presidencial un dato de reservas a todas luces inflado proyectó una imagen de falso optimismo entre la opinión pública. El dramático descenso de las reservas, sin embargo, no hizo variar la resolución del entonces Secretario de Hacienda de mantener el régimen cambiario, pese a las divergencias que empezaban a surgir con el equipo entrante.⁸⁰

El hecho de que la devaluación se estuviera postergando con una reserva mínima implicaba que el ajuste tendría un costo potencial mayor. Pero el origen de la debacle, o sea, de la aguda crisis cambiario financiera, se originó en el incompetente manejo de la devaluación, es decir, en el llamado "error de diciembre". El error consistió en que cuando ya la devaluación era impostergable, en lugar de actuar de manera decidida y rápida para proteger lo que quedaba de las reservas y penalizar la especulación, el ajuste se efectuó en dos etapas.

80 Sergio Sarmiento en su columna del diario Reforma documentó los hechos que dieron vida a los llamados "errores de noviembre y diciembre". En la crónica del error de noviembre se advierte que el responsable de no haber variado el régimen cambiario hasta el último día de octubre fue el Secretario de Hacienda, tal como lo reconoció posteriormente. Obviamente, el equipo entrante tampoco adoptó la decisión de devaluar sino hasta que fue impuesto por las circunstancias.

Primeramente, el 19 de diciembre en la tarde, se efectuó una tímida ampliación de la banda de flotación (de 15%) en condiciones sumamente cuestionables, puesto que la medida se tomó en un círculo abierto, el comité de seguimiento del Pacto. En él se hizo del conocimiento de un reducido grupo de notables (los representantes sectoriales ante el pacto) la situación ruinoso de las reservas internacionales, como también la propuesta (del Director del Banco de México), de que se procediera a la libre flotación. Como se sabe, el Secretario de Hacienda, a través de su Subsecretario de Ingresos, contrapuso limitar el ajuste a la ampliación de la banda de flotación.⁸¹

Obviamente, una vez filtrada la información de un ajuste incompleto, se inició un proceso masivo de compra especulativa de divisas y asignación irregular de Tesobonos.

Aquellos que poseían conexiones privilegiadas con el poder, empezando por los que estaban representados en el Pacto, fueron los beneficiados por la fuga de información. Ello les permitió cubrirse parcialmente contra las pérdidas cambiarias, pero al costo de precipitar una segunda devaluación o, más bien de hecho, una caída continua del tipo de cambio, del cual se originó una aguda crisis cambiario-financiera.

Es imposible asegurar a ciencia cierta si la fuga de información que condujo a la crisis cambiario-financiera fue un acto intencional o una mera torpeza producto de circunstancias excepcionalmente críticas.⁸² Pero de una u otra manera tuvo un cos-

81 Se impuso el criterio de la Secretaría de Hacienda debido a que ésta tiene mayoría en el Comisión que determina el manejo del tipo de cambio.

82 El semanario inglés *The Economist* en su edición del 28 de octubre de 1995 señaló que Serra Puche, entonces Secretario de Hacienda, había sido el responsable de la fuga de información previa al 20 de diciembre. Pero si se analizan los testimonios sobre las circunstancias que rodearon la devaluación (ver crónica de Enrique Quintana en *Reforma* del 20 de diciembre de 1995) hay pocas bases para una acusación personal. La responsabilidad de Serra ciertamente fue la de cambiar la decisión de Mancera de libre flotación por una

to altísimo para la estabilidad financiera del país. A los ojos de los inversionistas extranjeros que habían aceptado las promesas del gobierno fue una traición para favorecer a magnates y funcionarios mexicanos. Esto condujo a un rompimiento temporal entre el nuevo gobierno y los inversionistas extranjeros con dos consecuencias inmediatas: a) un retiro continuo de inversiones extranjeras de la bolsa de valores y b) la imposibilidad de renovar los Tesobonos bajo el procedimiento normal de subasta en el piso de remates de la bolsa de valores.⁸³ Lo primero fue sintomático ya que revelaba el desmoronamiento de la confianza del capital extranjero comprometido más directamente con la reforma económica. Resulta revelador que este capital se haya mantenido relativamente estable, entre el asesinato de Colosio y el día de la devaluación, periodo en el cual osciló, de acuerdo a fuentes oficiales de la bolsa de valores, entre los 45 a los 55 mil millones de dólares. Pero una vez devaluado el peso, en el curso de unas 8 semanas se produjo un derrumbe hasta ubicarse en los 17 mil millones y permanecer por debajo de los 25 mil millones hasta mediados de 1995. Por ello, en cierto sentido, cabría señalar que la devaluación no fue provocada por la fuga de capitales, sino a la inversa, la devaluación expulsó temporalmente al capital de inversión de portafolio más comprometido con la reforma económica y que había mostrado una actitud más bien flemática hacia la sucesión de hechos políticos perturbadores, empezando por el levanta-

ampliación de la banda, cuestión que puede ser un error de criterio, pero no da base a una acusación. En la medida en que existía un mecanismo institucional para sancionar las decisiones sobre política cambiaria en el Pacto, la propuesta de ampliar la banda fue presentada allí, de tal manera que se hizo semipública con las consecuencias que se señalan en el texto. Pero un hecho inquietante que se desprende de la crónica es que existió una sorprendente despreocupación, en el círculo oficial, sobre las consecuencias de la devaluación. El presidente no fue informado la noche del 19 porque estaba dormido y el jefe de su oficina sólo se comprometió a informar hasta el día siguiente, el Secretario de Hacienda no informó a los inversionistas extranjeros como había ofrecido, etcétera.

83 A partir de los primeros días de enero de 1995 fue prácticamente imposible hacer nuevas colocaciones de Tesobonos, convirtiéndose las subastas de los mismos en procesos de redención de los títulos, con la consiguiente salida de los inversionistas. El corolario fue la suspensión de las operaciones con Tesobonos a mediados de febrero de ese año.

miento armado en Chiapas, etcétera. En el capítulo V se rediscutirá el punto para establecer una estimación más precisa de la fuga de capitales extranjeros de la bolsa de valores.

El comportamiento de la inversión extranjera en la bolsa ayuda a explicar también por qué la devaluación no se produjo simplemente por un “ataque especulativo” montado por inversionistas extranjeros. Más bien resultó de la acumulación de factores tendenciales y coyunturales, cuyo último episodio fue una especulación desenfrenada efectuada por un círculo estrecho con acceso a información privilegiada y por ello integrado mayor o totalmente por nacionales. Entre el 20 y 21 de diciembre, antes de que se decretara la libre flotación del peso, las reservas se redujeron en casi 5 mil millones de dólares y se demandaron Tesobonos por otros 3,3 mil millones. Según el informe oficial del Banco de México al momento de declarar la flotación las reservas se habían reducido a 5.84 mil millones (*Banco de México 1995a*), casi tres veces menos del monto que se declaró el 11 de noviembre (16.22 mil millones de dólares) y casi la mitad del correspondiente al 16 de diciembre (11.14 mil millones). (*Banco de México, 1995, p. 27*).

V. La crisis financiera y su transformación en crisis productiva: la fractura del Pacto de Concertación, 1995

El pánico financiero

A los pocos días de haberse devaluado el peso, se desató el pánico en los mercados cambiario y financiero de México. La causa era la percepción de que al coincidir el colapso de las reservas internacionales con una extraordinaria acumulación de deuda pública a corto plazo indexada en dólares (Tesobonos), el Estado estaba a punto de declararse en suspensión de pagos. Como sucede frecuentemente en situaciones de pánico, se produjeron fenómenos de "autorrealización" (es decir, los peores pronósticos tendieron a hacerse realidad por el pesimismo prevaleciente), subestimando los factores que garantizaban la solvencia a largo plazo (*Sachs et al, 1995, p. 1*).

El gobierno mexicano buscó una solución inmediata a partir del acuerdo de cooperación cambiaria México-Estados Unidos (Acuerdo Financiero de América del Norte), que brindaba la posibilidad de un apoyo de hasta 6 mil millones de dólares, si el peso mexicano quedaba sometido a presiones devaluatorias. Las autoridades consideraron que si el Acuerdo Financiero se incrementaba, podía generar una especie de fianza (garantías crediticias) que posibilitara la renovación ordenada de los Tesobonos por los procedimientos normales de subasta. Lo que nadie pudo prever, sin embargo, fue que la administración Clinton sería incapaz de lograr la anuencia del Congreso para apoyar financieramente a México. Esto significó que el manejo de la crisis quedó en manos de dos gobiernos debilitados políticamente. Lo anterior determinó el retraso del paquete de rescate internacional a favor de México, provocando repercusiones totalmente inéditas no sólo en el país (propagación del pánico y empeoramiento de la crisis), sino también a nivel internacional (emergencia financiera, caída de las bolsas de valores en países latinoamericanos y contagio del pánico, principalmente en Argentina). El paquete de rescate financiero por poco más 50 mil millones de dólares que se logró finalmente, a fines de febrero de 1995 mediante un plan coordinado multilateralmente (Tesorería de los Estados Unidos, el Banco de Canadá, Fondo Monetario Interna-

cional, Banco de Pagos Internacionales y Banco Mundial),⁸⁴ era muy distinto al concebido originalmente ya que además de su alto costo financiero, implicaba un reforzamiento de las restricciones crediticias y fiscales que ya el Fondo Monetario Internacional había previsto para México a pocas semanas de la devaluación. La restricción crediticia consistió en limitar la expansión del crédito interno neto para 1995 en 10 mil millones de pesos, lo que, como se verá más adelante, virtualmente paralizó a la economía. La restricción fiscal consistió en recortar un 10% real promedio las erogaciones netas en dicho año.⁸⁵

La esencia de la crisis financiera consistió en la irradiación del pánico del mercado cambiario al financiero (retroceso de la bolsa a su nivel de 1993 e interrupción virtual del crédito bancario con tasas superiores al 100%). La intensa presión sobre los bancos, producto de la devaluación y el aumento fulminante de la cartera vencida añadió un elemento adicional de incertidumbre que retroalimentó la crisis financiera.

El clímax de la crisis financiera se alcanzó a fines de marzo de 1995, cuando el tipo de cambio rebasó los 7 pesos por dólar, a partir de entonces la presión fue cediendo gradualmente y la bolsa de valores, el mercado de dinero y el tipo cambiario se estabilizaron (*Cuadro V.1*). El peligro de ruptura de la cadena circulatoria había quedado conjurado al cabo del segundo trimestre, gracias principalmente a dos elementos. Obviamente, el rescate financiero interna-

84 El paquete financiero se formó con las siguientes aportaciones: El Tesoro de los Estados Unidos comprometió 20 mil millones de dólares a través del Fondo de Estabilización; el Fondo Monetario Internacional, 17.750 mil millones; el Banco de Pagos Internacionales 10 mil millones; el Banco Interamericano de Desarrollo y el Banco Mundial 2.787 mil millones. Finalmente el Banco de Canadá 1.100 mil millones. En 1995 se utilizaron 26.2 mil millones (*Banco de México, 1996, p. 179*).

85 Al cierre de 1995 el gasto programable presupuestal se redujo 14.8% en términos reales, más allá de la meta prevista debido a que se incrementaron los objetivos de superávit primario para llegar a alcanzar el 4.4% del PIB (*Poder Ejecutivo Federal, cuarto trimestre de 1995; Secretaría de Hacienda, 1996*).

cional permitió a la vez iniciar la redención de los Tesobonos y elevar las reservas internacionales; en segundo lugar, a la expedición de una programa de rescate bancario que comprometió al gobierno con los accionistas de los bancos. Dicho paquete será discutido más adelante.

CUADRO V.1
INDICADORES DEL PROCESO DE AJUSTE MENSUAL EN 1995

	Inflación	Tasa de interés ¹	Tipo de cambio ²
Enero	3.8	37.7	3.80
Febrero	4.2	41.2	4.20
Marzo	5.9	70.5	5.90
Abril	8.0	74.8	6.20
Mayo	4.2	58.4	5.90
Junio	3.2	47.2	6.20
Julio	2.0	40.9	6.03
Agosto	1.7	35.1	6.25
Septiembre	2.1	40.3	6.26
Octubre	2.1	40.3	6.70
Noviembre	2.4	59.7	7.45
Diciembre	3.2	52.1	7.30

FUENTE: *Banco de México 1996*

NOTAS: 1/ CETES a 28 días, mediados de mes. 2/ Medios de mes.

La superación de la crisis financiera implicó la aparición de otra de carácter productivo y social, en virtud de la aguda restricción del crédito y el recorte del gasto público. Las implicaciones de la crisis productiva y social serán analizadas después de discutir el significado de la crisis en los mecanismos de concertación (el Pacto).

La crisis del pacto y del aparato de concertación

Como se señaló en el capítulo II, uno de los rasgos centrales del proyecto salinista consistió en la alianza entre la dirigencia tecnocrática y el capital monopólico-financiero, que puede designarse como "cupular". Dicha alianza constituyó la expresión de un nuevo bloque histórico en el sentido gramsciano, ya que ambos sectores pasaron a ocupar los principales espacios de poder (dominación) y ejercer una función de liderazgo conforme a un proyecto estratégico, subordinando a otros capas o sectores (hegemonía). Este bloque logró legitimarse temporalmente gracias a la integración subordinada de otros sectores por medio del ejercicio de varios instrumentos redistributivos (Pronasol, gasto social no inflacionario, peso fuerte, etc.). Adicionalmente, la alianza posibilitó crear un mecanismo de concertación y legitimación institucionalizado (o sea, el Pacto de Solidaridad Económica y sus variantes posteriores), que permitía tomar y justificar socialmente decisiones cruciales en el manejo de la economía (política de ingresos). La naturaleza cupular del pacto salinista, que propició el incremento del poder monopólico de grupos privilegiados, entró, empero, en contradicción con los esfuerzos redistributivos que animaban la faceta proconcertadora del pacto. En consecuencia, aunque se inició la recuperación salarial, el ingreso se reconcentró, expresando el hecho de que los frutos de la modernización estaban quedando en pocas manos.

Cuando estalló la crisis cambiaria y se desató temporalmente el pánico financiero, el nuevo gobierno intentó utilizar el aparato de concertación para efectuar importantes medidas correctivas y hacer frente a la emergencia. Sin embargo, el esfuerzo fue fallido y el complejo aparato de consulta y legitimación, aunque sobrevivió como membrete, quedó fracturado en su esencia debido a los siguientes factores:

- a) El nuevo gobierno fue incapaz de lograr el respaldo tripartita para aplicar medidas claves como un aumento de impuestos al capital y un control temporal de precios, que hubieran ampliado el margen de maniobra para hacer frente a la crisis en gestación. La propuesta de aumentar los impuestos al capital que presentó el nuevo Secretario

de Hacienda fue tajantemente rechazada por la representación patronal en su conjunto.⁸⁶ Tampoco prosperó la idea de aplicar un control temporal de precios, debido a la negativa de los neobanqueros de incluir en el mismo las tasas de interés. De este modo, el llamado Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), firmado el 3 de enero de 1995, constituyó una pseudo-concertación que difícilmente ocultaba las pugnas internas y los cuestionamientos a su liderazgo. El camino hacia un ajuste fuertemente impopular había quedado abierto.

- b) El manejo irregular de la devaluación (filtración de información privilegiada) y el trato preferencial otorgado a los neobanqueros provocó división entre la élite de magnates mexicanos, dándose varios casos de rebelión abierta. No se trataba fundamentalmente de la rebelión de empresarios independientes, sino de hombres muy poderosos por su ubicación en los círculos internos de poder como los Martínez Guitrón, que llevaron su protesta a nivel internacional al declarar unilateralmente en suspensión de pagos al grupo empresarial que controlan (el grupo Sidek).
- c) Las concesiones a favor de los banqueros, que se reflejaron en la modalidad del rescate posterior (que fue más bien rescate de los accionistas como grupo) y en la ausencia de controles al manejo de las tasas activas de interés y de las comisiones bancarias, agudizó la crisis social al aumentar la carga de los deudores. Ello provocó un amplio movimiento social de cuestionamiento y rebeldía centrado en la lucha contra los cobros excesivos de los bancos (Barzón, Asamblea Ciudadana de Deudores de la Banca, etcétera).

86 *Diario Reforma*, 5 y 6 de enero de 1995.

El vacío dejado por el pacto de concertación fue ocupado por un nuevo tipo de instrumento, más bien unilateral representado por el Parausee⁸⁷ y la Are,⁸⁸ en el cual el gobierno partía de los compromisos ya establecidos con el Fondo Monetario Internacional y el Tesoro de los Estados Unidos e intentaba legitimarlos con lo que quedaba del aparato de concertación. Aunque la representación tripartita no fue eliminada, su presencia fue más bien decorativa, al no tener ya atribuciones reales en la fijación de la política salarial. El incremento de salarios pasó a ser fijado directamente por la Secretaría del Trabajo sujetándose estrictamente a los objetivos de abatimiento de la inflación.

La coincidencia entre la crisis del partido de estado, el debilitamiento del poder presidencial y la fractura del Pacto de concertación pareció dejar al gobierno de Zedillo a la deriva. Pese a ello no se produjo un vacío de poder merced a la concurrencia de varios factores como los siguientes: no se perfiló una alternativa viable debido tanto al divisionismo político de la oposición, como a la falta de realismo para proponer nuevas soluciones.⁸⁹

- 87 El Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica dado a conocer el 9 de marzo, constituía un reforzamiento de las medidas de austeridad anunciadas por el programa anterior, estableciendo directrices en cinco rubros (marco macroeconómico, política fiscal, monetaria y cambiaria, bancaria y salarial y social).
- 88 La Alianza para la Recuperación Económica, fue una iniciativa (octubre de 1995) tomada por el gobierno de Zedillo y avalada por la CTM y grupos empresariales para justificar el control salarial, el aumento del impuesto al valor agregado y los precios y tarifas del sector público. Todo ello como corolario de las medidas perfiladas en el Parausee.
- 89 Las alternativas que propuso la izquierda giraron en torno a la renegociación o cancelación del Tratado de Libre Comercio, la ruptura con el Fondo Monetario Internacional o el control de cambios, todos los cuales tendían a exacerbar la situación de México más que a solucionarla, dado que la superación inmediata de la crisis dependía de la ayuda y no de la confrontación internacional. En contraste, el gobierno de Zedillo cedió enteramente a las presiones internacionales sin poder construir, como se explica más adelante, una posición negociadora sólida, lo cual, aunque permitió una recuperación relativamente rápida de la estabilidad macroeconómica y financiera, agudizó la crisis social.

De este modo, el grupo gobernante no quedó aislado. El respaldo de la administración Clinton y de los organismos internacionales también fue decisivo. Además, aunque se rompió el mecanismo de concertación y legitimación, no pasó lo mismo con la alianza de fondo entre la tecnocracia y el gran capital monopolio financiero (que siguió gozando del poder de vetar las decisiones gubernamentales).

Pese al rigor de la crisis social, el descontento popular no se convirtió en un fenómeno masivo, de tal manera que los focos de resistencia e impugnación como el Barzón fueron vulnerables a un contraataque político que limitó su capacidad de representación. Este contraataque consistió, como se verá más adelante, en ofrecer paliativos a la grave crisis deudora que se abatió sobre la clase media.

El rescate de los bancos

Como se explicó en el capítulo III, las fallas de la nueva regulación bancario-financiera propiciaron la sobreexpansión del crédito y la elevación desmedida de las tasas activas de interés. Entre 1988 y 1994, el crédito al sector privado como porcentaje del Producto Interno Bruto se elevó de 14% al 55% (OECD 1995, p. 36), en tanto que la diferencia entre tasas pasivas y activas se triplicó desde 1992.⁹⁰

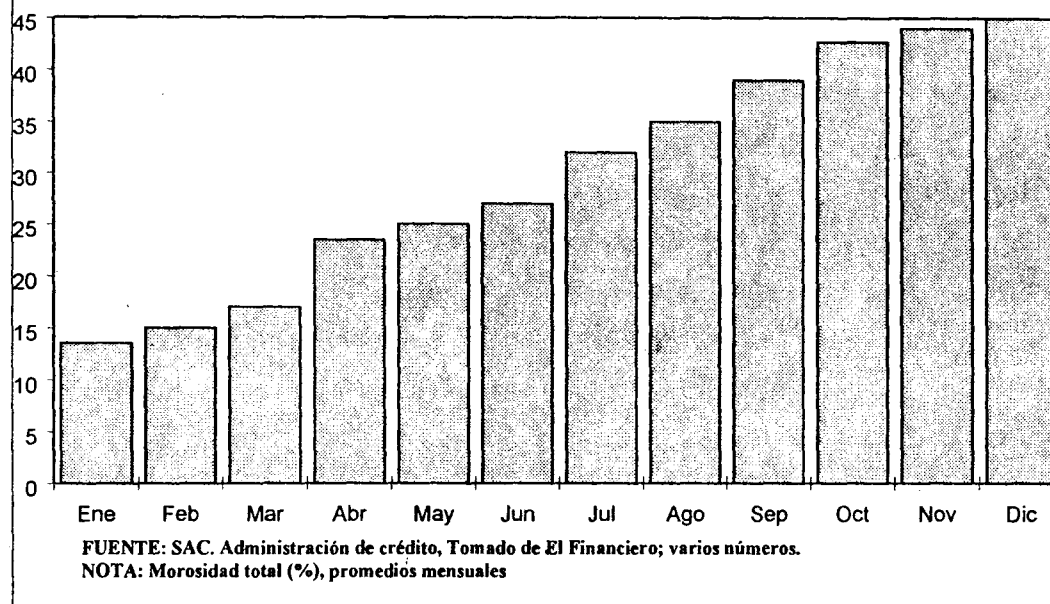
Como se explicó, la respuesta de la banca a las restricciones derivadas del shock que sacudió la bolsa de valores y el mercado financiero en 1992, fue cartelizarse, elevando los márgenes de intermediación.⁹¹ Pero el incremento de estos márgenes empeoró las

90 Ver OECD 1995, p. 36; también INEGI 1993, p. 5.

91 De acuerdo a la OECD (1995, p. 35), el margen bancario promedio se ubicó en 5% entre 1993 y diciembre de 1994. Esto representaba casi un 40% más que el correspondiente al periodo 1991-primer semestre de 1992, en el cual descendió considerablemente. Si bien el incremento fue importante, los datos de margen promedio subestimaban la magnitud en que se elevaron los cargos impuestos por los bancos para realizar sus funciones de intermediación crediticia, a partir de mediados de 1992, pero sobre todo a partir de la nueva crisis. Los bancos,

condiciones de recuperabilidad de los préstamos, puesto que la expansión de la economía también declinó. El índice SAC de cartera vencida (razón de cartera vencida/cartera total de préstamos) pasó de 15% en enero de 1995 a 44% en diciembre de ese mismo año (ver en la Gráfica IV.1 la evolución del índice de cartera vencida a lo largo de 1995).

GRÁFICA V.1
ÍNDICE MENSUAL DE CARTERA VENCIDA DE LA BANCA COMERCIAL, 1995
 (Porcentaje)



El aumento de la insolvencia y de los llamados riesgos de activo obligaron a los bancos a aumentar los coeficientes de reservas y de capitalización, lo cual se tradujo en una presión mayor sobre el márgenes de rentabilidad, de tal modo que la relación beneficios netos/ingresos totales pasó de 7.1% en 1993 a 2.7% en 1994 y a 1.9 en marzo de 1995 (OECD, 1995, p. 37).

como existían antes de la crisis financiera tenían una estructura de costos muy heterogénea, de modo que el acuerdo de cartelización consistió en fijar los márgenes de intermediación, de acuerdo a los costos del banco marginal. De este modo, el promedio oculta la magnitud de la renta diferencial que absorbían los bancos más fuertes.

De acuerdo a la OECD, el temor sobre la estabilidad de los bancos fue uno de los motivos que impidieron que las autoridades hacendarias y monetarias manejaran libremente el ajuste del tipo de cambio. Pero una vez que se produjo la devaluación de acuerdo a lo ya explicado, la situación de los bancos recién privatizados empeoró aún más. El empeoramiento se debió a la combinación de los siguientes factores: a) aumento del coeficiente de cartera vencida como resultado de la recesión y del aumento de las tasas de interés; b) aumento del servicio de la deuda externa de los bancos como resultado de la devaluación y c) acumulación de pérdida cambiaria al haber apostado incorrectamente a una revaluación después de la elección del candidato del PRI.⁹²

El gobierno de Zedillo disponía teóricamente de tres opciones para enfrentar la crisis bancaria. La primera consistía en tolerar la quiebra de los bancos subcapitalizados o insolventes, limitándose a proteger los recursos de los depositantes (ésta podría llamarse la vía neoliberal en sentido estricto y fue apoyada enérgicamente por prominentes figuras vinculadas a las corrientes más ortodoxas como Gary Becker). Una segunda y tercera opción implican el rescate de los bancos utilizando fondos públicos, pero en un caso se restringen o anulan los derechos de los accionistas y en otro se preservan. En el caso de que se preserven los derechos de los accionistas puede hablarse de un rescate en el sentido convencional del término y se observa una transferencia de un subsidio del sector público a los bancos y un riesgo de estos últimos al sector público.

La vía por la que optó el gobierno de Zedillo fue la de rescatar a los bancos preservando el derecho de los accionistas bancarios como grupos. Únicamente se restringieron o anularon derechos de los accionistas vinculados al presunto núcleo criminal visible incrustado en la banca (Cabal Peniche, Rodríguez, etc.). Dicho núcleo criminal fue expulsado, pero eludió por largo tiempo la acción de la justicia.

92 Esta fue la táctica que siguieron los grandes bancos como Banamex, con el resultado de grandes pérdidas que minaron su hoja de balance.

Para rescatar a los bancos vulnerables se llevó a cabo un amplio programa de rescate utilizando dos tipos de fondos. Uno, destinado a elevar los coeficientes de capitalización bancaria por encima del 8% (el Procapte⁹³); el otro para resolver problemas de insolvencia absorbiendo cartera vencida (el Fobaproa⁹⁴). El Procapte podría considerarse una suerte de rescate preventivo, estando orientado a bancos en principio sanos, pero que tenían limitaciones financieras para elevar autónomamente su coeficiente de capitalización y dar cobertura a los llamados riesgos de activo, como lo requería la autoridad monetaria. El segundo fondo atendía a los bancos que bordeaban la quiebra y estaban, por lo tanto, en peligro de no pagar a los depositantes. En este caso el Banco Central compraba la cartera vencida y pagaba con un bono especial que generaba rendimientos a favor del banco, que además retenía la administración de la cartera de préstamos.

Cuando comenzó el rescate bancario, a partir de abril de 1995, se postulaba que cuatro bancos que representaban el 55% de los depósitos, tenía la suficiente solidez como para sortear la crisis sin apoyo público. Se trataba de Banamex, Bancomer, Promex y Banorte.⁹⁵ A su vez otras seis instituciones, a saber, Serfin, Inverlat, Bital, Confía, del Centro y Oriente estaban, en opinión de la Comisión Nacional Bancaria, en condiciones de entrar al Procapte, lo que significaba que se les consideraba instituciones solventes con un valor neto positivo y, por lo tanto, no representarían un riesgo para el Procapte. De este manera, del total de los 18 bancos reprivatizados, se consideraba que los 8 restantes estaban en peligro de quiebra y por ello eran candidatos naturales al Fobaproa.⁹⁶

93 O sea Programa de capitalización temporal.

94 O sea Fondo Bancario de Protección al Ahorro.

95 Diagnóstico de la Comisión Nacional Bancaria, véase *El Financiero*, 1 de abril de 1995.

96 Este diagnóstico fue rebasado porque hacia fines de 1995 todos los bancos reprivatizados, habían pasado o estaban por pasar a la red de seguridad pública, a través de la compra de cartera vencida o aportación de recursos para su capitalización.

Para evitar que los problemas de insolvencia rebasaran este marco se estableció un mecanismo complementario de reestructuración de adeudos por aproximadamente 163 mil millones de nuevos pesos, el equivalente al 23% de la cartera total de préstamos de la banca comercial. El programa funcionaría a partir de las llamadas Unidades de Inversión (UDI).⁹⁷

Este primer plan global de solución a la crisis bancaria estaba pobremente concebido y diseñado, subestimando el impacto de la crisis y su desarrollo ulterior determinado por las medidas deflacionarias. Pero la mayor falla del plan probablemente se encontraba en las escasas provisiones hechas para evitar el aumento de la cartera vencida, sabiendo de antemano que las tasas de interés subirían de manera drástica como resultado del giro fuertemente restrictivo de la política monetaria y fiscal. Esto quiere decir que los ejecutores de la política formularon un escenario demasiado optimista en el cual no quedó inicialmente previsto el empeoramiento de la salud de los bancos. De cualquier modo, el rescate bancario recibió prioridad absoluta frente al rescate de empresas productivas o a gastos extraordinarios de asistencia social para remediar el efecto de la crisis. Excepto la fórmula dos por uno,⁹⁸ no hubo restricciones al pedido generalizado de ayuda financiera que fueron presentando los bancos a medida que se profundizaba la crisis.

El programa de reestructuración de deudas hipotecarias y de pequeñas empresas vía Unidades de Inversión fue diseñado para solucionar el llamado problema de amortización anticipada del principal, que se presenta en épocas de aceleración de la inflación. En esa medida, el programa benefició desproporcionadamente a los bancos y sólo significó un alivio transitorio a los deudores, derivado de la

97 El plan de reestructuración por 163 mil millones de pesos (vía UDIs) tenía un carácter preventivo, pero la cantidad era a todas luces insuficiente, teniendo en cuenta el impacto del aumento de las tasas de interés. Además se vio paralizado por fallas de implantación que retardaron su entrada en vigor.

98 Es decir, se condicionaron los préstamos del Procapte a la aportación de accionistas, teniendo que aportar éstos un peso por cada dos aportados por el Banco de México.

reprogramación de los pagos.⁹⁹ En cuanto a los grandes deudores, si se exceptúa el llamado rescate carretero, no se tomó en 1995 ningún plan coordinado ya que se consideró, erróneamente, que a partir del último trimestre del año se restablecerían las condiciones de crecimiento económico.

Las serias limitaciones del primer diseño del plan de rescate bancario y reestructuración de adeudos determinaron que fueran rápidamente rebasado por lo hechos, lo cual exigió su replanteamiento. Por desgracia, este replanteamiento implicó borrar las especificidades de los dos fondos, o sea del Fobaproa y del Procapte, cuestión que era crucial para evitar subsidios injustificados a los banqueros.¹⁰⁰ De este modo el compromiso financiero del Estado para rescatar a los bancos se elevó considerablemente. El costo del Fobaproa y de los programas de capitalización a favor de los bancos representaron el 2.4% del Producto Interno Bruto en 1995, o sea, unos 39 mil millones de pesos. Ver en el *Cuadro 5.2* la comparación entre los distintos componentes de los programas de rescate financiero y su peso respecto del Producto Interno Bruto.

99 Al cabo de un año el efecto del primer programa hipotecario en UDIs fue aumentar la deuda hipotecaria (y con ella la ola de embargos), lo cual llevó al gobierno y a los bancos a ofrecer, en 1996, otro programa de alivio a deudores que contemplaba un subsidio real que fue en su mayor parte cubierto por el Estado.

100 La OECD en su informe sobre México del bienio 1994-95 sostiene que el éxito del rescate bancario dependía de una cuidadosa separación entre los dos fondos (*OECD, 1995a, p. 55*). Ello era una precondition para evitar un subsidio excesivo e injustificado y por lo tanto una carga para el erario público y los contribuyentes. Aunque al principio el Banco de México mostró la intención de mantener la separación entre los dos fondos y brindar un trato diferenciado a los bancos, la profundización de la crisis, con la caída sustancial de los coeficientes de rentabilidad de todas las instituciones, generalizó las demandas de apoyo que fueron satisfechas con criterios más laxos, sin distinguir entre instituciones sanas (o sea aquellas con problemas temporales de liquidez) e instituciones en quiebra virtual, con un componente de mala administración a largo plazo y acumulación excesiva e imprudente de riesgos.

CUADRO V.2
COSTO FISCAL DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE FINANCIERO EN 1995

PROGRAMA	Costo Total (mmp) Valor presente	% respecto al PIB 1995
TOTAL	83,900	5.1
UDIs	17,000	1.0
ADE	13,400	0.8
FOBAPROA	32,000	1.9
Esquema de Capacitación	7,400	0.5
Autopistas Concesionadas	14,100	0.9

FUENTE: *Poder Ejecutivo Federal, 1996.*

La expedición del Acuerdo del Apoyo Inmediato a Deudores (ADE), con un costo estimado de 13.4 mil millones de pesos (*Cuadro V.2*), cambió el enfoque hacia los pequeños deudores, porque ofreció un esquema de reestructuración de deudas que contemplaba un subsidio aplicado a la tasa nominal de los créditos. La motivación para ofrecer esta salida fue más bien política, ya que el desafío planteado por el movimiento de deudores, especialmente el Barzón, llegó a ser considerada por el gobierno como la principal amenaza política en su contra. Aunque el Ade avanzó con una gran lentitud y enfrentó un fuerte escepticismo en los primeros meses, alcanzó sus más importantes metas, tanto económicas como políticas hacia comienzos de 1996, debido a que la reticencia de la población deudora fue vencida por la desesperación.

Para diciembre de 1995, sólo dos de los bancos que antes estaban en manos del Estado, o sea, Bancomer y Banamex, no habían entrado al programa de rescate financiero, pero el aumento de las tasas de interés con que cerró el año los sometió a mayor presión e hizo inevitable el auxilio público. Los dos fueron favorecidos por el Fobaproa, pero además Bancomer se vio obligado a vender una participación accionaria del 16% a un banco canadiense. El rescate de Banamex demostraba que ninguno de los bancos privatizados se ha-

bía liberado de la crisis y que la resolución definitiva de ésta exigiría varios años.

La modalidad del rescate bancario estuvo determinada por el interés de los accionistas, puesto que sólo en seis casos se efectuaron intervenciones gerenciales. En dos de los bancos intervenidos, o sea, Unión y Banpaís se cometieron actos criminales en tanto que los otros cuatro presentaban irregularidades administrativas sumamente graves. Lo curioso es que dos bancos que inicialmente fueron calificados para entrar al Procapte, esto es, Banorient e Inverlat, estaban desde entonces en quiebra virtual al grado que uno de ellos tuvo que ser finalmente intervenido, y el otro fue posteriormente vendido con una pérdida sustancial a un banco canadiense. Las condiciones para capitalizar a los bancos con recursos públicos fueron benignas, dado que pagaron con acciones sin derecho a voto que podían recuperar en plazos que variaban de 5 a 8 años. Además, se les autorizó a deducir de las reservas de capital las provisiones extraordinarias para cubrir los préstamos dudosos o incobrables. En los casos más graves de subcapitalización que hubiera implicado una intervención gerencial, se les brindó a los accionistas la salida de hacer una aportación adicional para retener sus derechos (teóricamente un peso por cada dos aportados por el Procapte). En ningún caso, excepto en los bancos intervenidos, se intentó deslindar las responsabilidades de los Consejos de Administración o de sus gerentes. Incluso en el caso de Inverlat se le permitió al presidente del Consejo de Administración retirarse honrosamente, pese a numerosas evidencias de gestión deficiente.

La solución de la crisis bancaria no sólo implicaba inyectar cantidades sustanciales de capital al sistema bancario, sino también corregir las deficiencias en los sistemas de regulación y supervisión; sin una reforma de este tipo las transferencias financieras de rescate podrían haber sido fútiles. La reforma que se verificó paralelamente al rescate se centró en dos aspectos: a) el aumento obligatorio de las reservas para reducir los riesgos, tanto de insolvencia como de subcapitalización y b) una mayor apertura externa para permitir la adquisición total o parcial de bancos ya establecidos. A los restantes problemas como la propensión a los préstamos de complacencia, la

exposición excesiva a los riesgos cambiarios y el ocultamiento de información sobre anomalías en la cartera de préstamos, se les dio respuesta sobre base discrecional al ampliar las atribuciones de la Comisión Nacional Bancaria, que se extendió al mercado de valores.¹⁰¹ El problema de la excesiva expansión del crédito no quedó resuelto porque los requisitos de reserva (ahora llamados de liquidez) siguieron bajo principios voluntarios. Sin embargo, un paso muy importante dado con posterioridad fue la adopción de los principios contables imperantes en Estados Unidos.¹⁰²

El auge exportador

Como era previsible, la devaluación favoreció el desempeño de las exportaciones provocando el auge de una actividad que ya venía desempeñándose con gran dinamismo desde principios de los ochenta.¹⁰³ Las exportaciones totales crecieron en 1995 a una tasa de 30% casi el doble de las correspondiente a 1994 (ver *Cuadro V.3*). Dicho auge sumado al colapso de las importaciones de bienes de capital y de consumo,¹⁰⁴ dio lugar a una baja espectacular del déficit en cuen-

101 A principios de 1996 se hicieron reformas adicionales a las leyes bancarias que penalizaban los préstamos de complacencia y permitían una fiscalización más estrecha de los estados contables de los bancos.

102 Los criterios de contabilidad para medir la cartera vencida se modificaron hasta enero de 1996 para entrar en vigor en 1997. A partir de este año se considera cartera vencida la totalidad del adeudo, luego de transcurridos 90 días naturales del primer pago vencido. Antes de eso se consideraba como cartera vencida sólo el pago que no se realizó, manteniendo el resto del adeudo como vigente. El retardo en homologar los criterios contables con los de Estados Unidos era parte de un intento por ganar tiempo y consolidar el rescate de los bancos.

103 Entre 1983-1994 las exportaciones totales medidas en dólares crecieron a una tasa anual del 9.5% y las de manufacturas a una tasas anual de 15%. Esta última tasa se tomará como referencia, designándola como "tasa histórico" del periodo de referencia.

104 La participación de Estados Unidos en las exportaciones mexicanas subió rápidamente a partir de 1990-91, en el marco del inicio de las negociaciones para el Tratado de Libre Comercio. Para el bienio 1993-94 representaba el 84%, muy cerca del porcentaje de 1995.

ta corriente y a un superávit de la balanza comercial, levemente superior a los 7 mil millones de dólares para el cierre de 1995.

CUADRO V.3
COMPORTAMIENTO ANUAL DE LA BALANZA COMERCIAL
(Miles de millones de dólares)

CONCEPTO	1993	1994	1995	VARIACIÓN	PORCENTUAL
	a	b	c	1994 b/a	1995 c/b
EXPORTACIONES	51886	60882	79542	17.3	30.6
Petroleras	7418	7445	8423	0.4	13.1
No Petroleras	44468	53437	71119	20.2	33.1
Agropecuarias	2504	2678	4016	7.0	48.9
Extractivas	278	357	545	28.2	52.8
Manufacturera	41685	50402	66558	20.9	32.1
Maquiladora	21853	26269	31103	20.2	18.4
Resto	19832	24133	35455	21.7	46.9
IMPORTACIONES	65367	79346	72453	21.4	-8.7
Bienes de Consumo	7842	9510	5335	21.3	-43.9
Bienes Intermedios	46468	56514	58421	21.6	3.4
Maquiladoras	16443	20466	26179	24.5	27.9
Resto	30025	36048	32243	20.1	-10.6
Asociados a Exportación	24388	31299	40753	28.3	30.2
No asociados a Exportación	22080	25215	17669	14.2	-29.9
Bienes de Capital	11056	13322	8697	20.5	-34.7
Empresas Exportadoras	2108	2286	3048	8.4	33.4
Empresas no Exportadoras	8948	11036	5649	23.3	-48.8
BALANZA COMERCIAL	-13481	-18464	7089	37.0	s.s

FUENTE: Banco de México 1996

NOTA: s.s Sin Significado debido a que cambia de signo

¿Qué papel jugó el TLC en la reversión del déficit comercial? De los 18.6 mil millones de dólares exportados en 1995, el 83% se destinó a Estados Unidos, porcentaje muy superior al promedio de los años ochenta que fue de 62%. Las exportaciones a la Unión Eu-

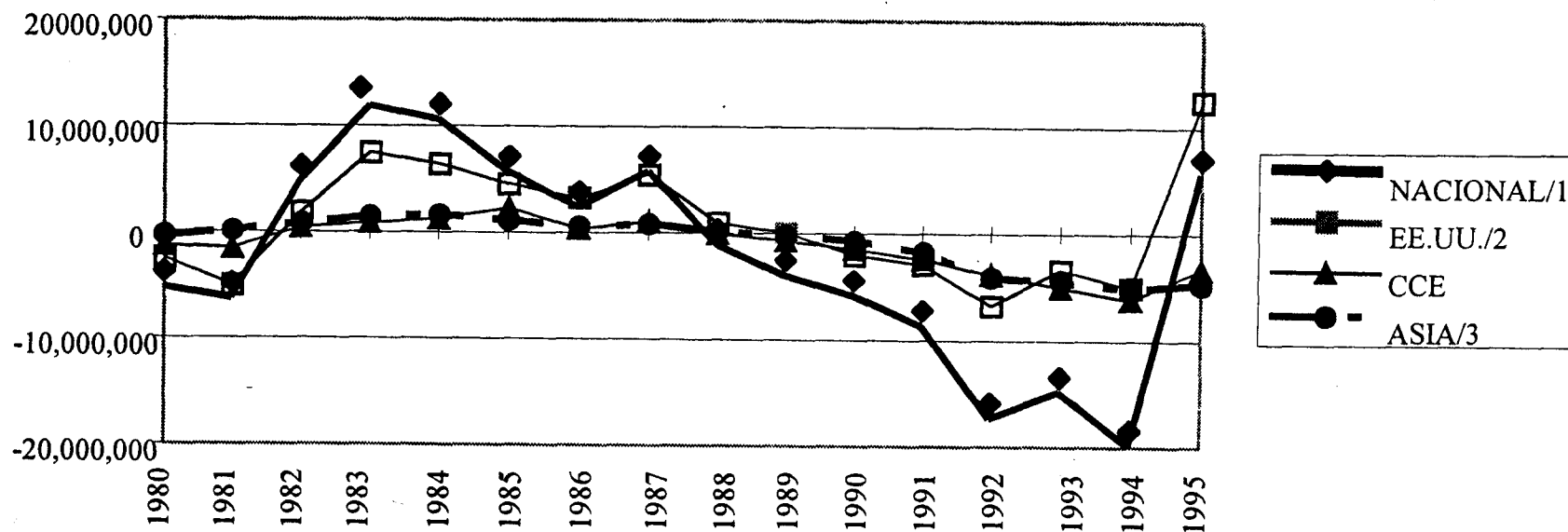
ropea y a Asia crecieron de modo muy dinámico, incluso levemente por encima de las destinadas a Estados Unidos, pero la reconcentración del comercio con este país en los últimos seis años había sido muy fuerte como para verse afectado por variaciones más bien coyunturales.

Resulta interesante constatar que si bien se registró en 1995 una elevada participación de las exportaciones a Estados Unidos, este fenómeno no es nuevo ya que se presenta desde comienzos de la década del noventa, coincidiendo con el inicio de negociaciones para el TLC.¹⁰⁵ Lo novedoso del ajuste que se efectuó en 1995 fue la reducción del monto de las importaciones provenientes del país mencionado, pero dicha reducción es prácticamente insignificante (de sólo 1.8%). En cambio las importaciones provenientes del resto de los países experimentaron reducciones considerables (35% de Europa, 31% de Asia y 28.6% del resto de América Latina¹⁰⁶). Como resultado del aumento de las exportaciones a Estados Unidos y del virtual congelamiento de las importaciones correspondientes, el déficit comercial con dicho país se revirtió para convertirse en un superávit de 12.5 mil millones de dólares (*ver gráfica V.2*). Como era de esperarse persistió el déficit con Europa y Asia, como resultado del rezago acumulado de las exportaciones a ambos continentes visible desde los años ochenta (*Anexo, Cuadro 12*).

105 La participación de Estados Unidos en las exportaciones mexicanas subió rápidamente a partir de 1990-91, en el marco del inicio de las negociaciones para el Tratado de Libre Comercio. Para el bienio 1993-94 representaba el 84%, muy cerca del porcentaje de 1995.

106 Datos del Banco de México, 1996, p. 36.

GRÁFICA V.2
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL MÉXICO-ESTADOS UNIDOS/CCE/ASIA; 1980-1995
 (Millones de Dólares)



FUENTE: INEGI 1996a.

Nota: 1/ VALOR COMERCIAL FOB; INCLUYE MAQUILADORAS

2/ NO INCLUYE TRANSACCIONES CON PUERTO RICO. 3/ EXCLUYE MEDIO ORIENTE.

En términos regionales, la corrección del desequilibrio comercial de México se dio por lo tanto como resultado de un aumento de las exportaciones a prácticamente todo el mundo, y del colapso de las importaciones con todos sus socios excepto de los Estados Unidos. Cabe subrayar, empero, que el fuerte acceso del mercado norteamericano no se construyó de la noche a la mañana, sino que fue el resultado de tendencias históricas que habían comenzado a manifestarse desde los ochenta (asociadas a la reconversión industrial), pero que se aceleraron como resultado del TLC.¹⁰⁷ En cambio, el aumento de las exportaciones a Europa y Asia parece un hecho atribuible al aumento de la competitividad en el precio, derivada de la devaluación y, en esa medida, podría revertirse rápidamente.

El ajuste del tipo de cambio duplicó la tasas de crecimiento de las exportaciones totales debido a que impactó diversas ramas, además de las manufacturas. El mayor repunte no se dio en este último sector sino en las exportaciones mineras y agropecuarias (*Cuadro V.3*), que habían estado estancadas en los 15 años precedentes. En cuanto a las exportaciones de manufacturas después de la ampliación histórica de su capacidad de exportación, del periodo 1983-94, se habrían presentado limitaciones de capacidad instalada para satisfacer la mayor demanda derivada del ajuste del tipo de cambio. Esas limitaciones fueron superadas transitoriamente porque la mayor parte del aumento de las exportaciones manufactureras en 1995, se dio a partir de la reasignación de la producción originalmente destinada al mercado interno que se colapsó.

El mejor ejemplo de las limitaciones enfrentadas por los grandes exportadores durante 1995 lo brindó la industria siderúrgica, que lideró el aumento de las exportaciones manufactureras (*Cuadro V.4*). Las exportaciones de hierro y acero crecieron a una tasa del 100% gracias al colapso de la industria de la construcción,

107 En el periodo 1990-94, las exportaciones a Estados Unidos crecieron, por el llamado efecto Tratado de Libre Comercio, a una tasa de 22% anual, casi el cuádruple de la tasa de 5% correspondiente al periodo 1982-90, pero muy próxima a la tasa de 28% correspondiente a 1995 (*Anexo Cuadro 11*).

lo cual liberó los excedentes exportables. Sin embargo, de acuerdo a la Cámara Nacional de la Industria del Hierro y del Acero, hacia septiembre de 1995, la capacidad instalada quedó prácticamente agotada.¹⁰⁸ Para superar esa restricción las 9 empresas más grandes del país (Ahmsa, Hylsa, Sicartsa, Ispat, Imsa, Tamsa, San Luis, Mexinox y Simex), tuvieron que emprender cuantiosas inversiones (calculadas en mil millones de dólares para el bienio 1996-97), con lo cual su capacidad de producción se elevará en unos 18 mil millones de toneladas de acero líquido.¹⁰⁹

CUADRO V.4:
PRINCIPALES INDUSTRIAS EXPORTADORAS, 1994-1995
Variación porcentuales anuales

CONCEPTO	1994	1995
A. Hierro y acero	9.7	101.2
B. Metalúrgica no ferrosa	6.0	66.0
C. Papel, imprenta y editorial	-15.2	55.2
D. Textiles, vestuario y cuero	17.5	50.5
E. Química	17.6	44.1

FUENTE: *Banco de México*, Informes Anuales.

NOTA: No incluye maquiladoras.

En la medida en que la mayor respuesta del sector exportador provino de las ramas minera y agropecuaria, donde predominaron los elementos coyunturales, cabe esperar que la tasa de expansión tienda a estabilizarse en los próximos años aproximándose a su tasa histórica. La posibilidad de lograr un mayor desarrollo del sector exportador depende de la profundización de la reconversión productiva, más que de la manipulación del tipo de cambio. El manejo del tipo de cambio como promotor de las exportaciones plantea diversos problemas: una subvaluación elevada, como la que prevaleció

108 El dilema de los exportadores era si ampliaban la capacidad de exportación para satisfacer la demanda excepcional creada por la devaluación o simplemente esperaban el retorno de tiempos normales. La estrategia seguida por la industria siderúrgica, una excepción entre las ramas intensivas en capital, plantea el peligro de que una vez desaparecido el alto margen subvaloratorio se produjera una plétora sólo parcialmente asimilable por el mercado interno.

109 *Reforma*, 8 de enero de 1996.

en 1995, tiende a provocar una recesión profunda, en tanto que el mantenimiento de una subvaluación aunque fuera moderada, difícilmente podría mantenerse por plazos medios y largos debido a la resistencia que encontraría entre los socios del TLC (al considerarla como una forma de competencia desleal). Parece ser, por lo tanto, que el tipo de cambio viable a largo plazo sería más bien el llamado "competitivo", (como lo definió el Consenso de Washington, ver capítulo 1 y 6).

No debe olvidarse, por otra parte, que el extraordinario desempeño de las exportaciones de manufacturas del periodo 1982-94 (y aun el de 1995) fue un fenómeno de la gran empresa monopólica y oligopólica, cuya integración horizontal o vertical le permitió resolver las restricciones que impedían su acceso al mercado externo y aprovechar posteriormente la potencialidad de la apertura y la privatización. En contraste, como se explicará en un siguiente apartado, el grueso de la pequeña y mediana empresa no integrada a la red de las grandes entidades, tuvo un papel muy limitado en el auge exportador precedente, como también en el de 1995.

Aunque México se convirtió en una de las grandes economías exportadoras del mundo, su desempeño histórico estuvo por debajo del de Corea, que representa un punto obligado de comparación (antes de la devaluación las exportaciones en México promediaron el 16% del Producto Interno Bruto, contra 25% en Corea). Con la devaluación el coeficiente exportaciones-Producto Interno Bruto se elevó al 25%, pero este nivel podría ser transitorio debido a que una recuperación posterior de la economía podría revertir parcialmente los efectos observados en 1995. De cualquier modo, México está obligado a aumentar de manera duradera el caudal de sus exportaciones debido a que el coeficiente de importaciones se mantendrá a niveles elevados a largo plazo, en tanto rigen principios de aprendizaje tecnológico y se consolidan nuevos hábitos de consumo personal; además, en las condiciones actuales es muy difícil contraer directamente las importaciones como lo ilustra la situación reciente de otros países latinoamericanos, pero también de Asia Oriental como en el caso de Malasia y Corea. La posibilidad de elevar la participación relativa de las exportaciones dependerá en lo esencial no

de las grandes empresas sino de las pequeñas y medianos exportadores. Para que esto último sea posible se requiere, a su vez, una reorientación del proceso de modernización esencialmente en lo que se refiere a la relación entre estado y mercado, en un sentido que se explicará en el capítulo VI.

Crisis productiva y crisis social

Si la sobrevaluación era un lastre, como efectivamente fue el caso, la corrección cambiaria debió haber mejorado las perspectivas inmediatas de crecimiento económico. Pero no sucedió así debido básicamente a tres razones: a) la existencia de desequilibrios estructurales provocados por la fractura del aparato productivo (ver capítulo 2) minaron el potencial de crecimiento, aun en el mejor momento, cuando la confianza estaba en su apogeo; b) el incompetente manejo de la devaluación dañó gravemente la credibilidad internacional de México y alejó temporalmente a los inversionistas extranjeros y c) la política de restricción monetaria y fiscal que comenzó a aplicarse al cabo del primer trimestre de 1995, al encarecer el crédito, exacerbó los efectos recesivos que habían comenzado ya a manifestarse (ver en el *Cuadro V.5* la magnitud de la recesión económica).

La aplicación de un paquete de ajuste basado en la contracción del crédito interno, el recorte del gasto público y la flotación del tipo de cambio, planteaba numerosos riesgos debido a la existencia de diversos factores imponderables. No obstante ello, existió unanimidad entre los agentes que aportaban la ayuda financiera a México y del propio gobierno mexicano de que ésta era la mejor solución a los problemas posdevaluatorios que enfrentaba el país. Un análisis de la crisis productiva y social debe comenzar por lo tanto analizando la lógica, la viabilidad y los riesgos del programa oficial de respuesta a la crisis.

CUADRO V.5

COMPORTAMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB, DE LA INDUSTRIA
Y DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL 1995 ¹

Trimestre	PIB	Industria ²	FBC
I	-0.8	0.2	-19.7
II	-10.5	-11.0	-33.9
III	-9.6	-9.2	-35.9
IV	-6.6	-5.5	-33.5

FUENTE: INEGI, 1996

NOTA: 1/ Cambio porcentual anual. 2/ Cambio porcentual con respecto al mismo periodo del año anterior

La lógica y los riesgos del programa oficial de respuesta a la crisis

Como consecuencia de la debacle devaluatoria, el gobierno mexicano enfrentó tres problemas estrechamente relacionados entre sí y que eran visualizados como integrados el uno al otro, pero que aún así tenían su especificidad. Primeramente quedó en peligro la estabilidad macroeconómica, ya que podía desatarse un proceso hiperinflacionario derivado de la retroalimentación entre devaluación e inflación. En caso de activarse la inflación el tipo de cambio podría sobrevaluarse rápidamente, lo que exigiría una nueva devaluación y así sucesivamente. Las consecuencias productivas y sociales de este fenómeno fueron bien conocidas en América Latina y otros países durante la década del ochenta (*Bruno, 1991 y Dornbusch-Edwards, 1992*).

Adicionalmente estaba la cuestión de la pérdida de credibilidad a nivel internacional, provocada no sólo por el irresponsable e incompetente manejo de la devaluación, sino por el relajamiento de la disciplina monetaria y fiscal en 1994. Las consecuencias que tuvo el "error de diciembre" en el ánimo de los inversionistas extranjeros ya han sido expuestas. En cuanto a lo segundo, la acusación de los expertos del FMI contra el Banco de México y la Secretaría de Ha-

cienda (ver capítulo IV) dieron pie a una enérgica demanda para que ambas instituciones de apegaran a principios más estrictos de política y liberalizaran su régimen de información.

La pérdida de credibilidad agudizó el pánico financiero y al mismo tiempo dificultó los esfuerzos de rescate internacional a favor de México. El endurecimiento de los términos financieros del plan de rescate, promovidos por el ala derecha del Partido Republicano, se fundaron en la visión de un gobierno corrompido, dominado por una élite con un poder prácticamente ilimitado.

Se consideró que la respuesta a los problemas inflacionarios activados por la devaluación, así como la pérdida de credibilidad y la confianza internacionales se encontraba en la aplicación de un plan de choque de modalidad ortodoxa (restricción del crédito interno y generación de ahorro público). A la generación de ahorro público neto se le concedía una importancia psicológica especial, porque se suponía que enviaría una señal a los mercados sobre la existencia de un compromiso con el comportamiento financiero y fiscal prudente.¹¹⁰ La complementación de las restricciones monetarias y fiscales con la flotación del tipo de cambio supuestamente permitirían que las fuerzas de mercado determinaran el equilibrio cambiario, obviando la insuficiencia de las reglas teóricas en la determinación de la paridad de equilibrio. La fijación del valor del tipo de cambio por medio de las fuerzas del mercado teóricamente abriría el camino a la estabilidad de precios, al facilitar la ubicación de éstos a su nivel real.¹¹¹

110 Inicialmente se planeó que el superávit primario del sector público fuera de 2.2 del Producto Interno Bruto, pero luego se logró uno equivalente al 4.4. Sin embargo, parte de ese ahorro se sacrificó en el rescate de los bancos y en la implantación de la primera etapa del ADE (*SHCP, 1996, pp. 29 y 30*).

111 En realidad el Banco de México no dejó que el tipo de cambio flotara con entera libertad, sino que aplicó una política pragmática que combinó la flotación con una intervención discreta y selectiva (vendiendo y comprando divisa), que pretendía corregir movimientos erráticos del tipo de cambio. Ello implicó el gasto de unos 1000 millones de dólares en 1995. Sin embargo, detrás del régimen de flotación "sucia", estaba la resolución de acatar las señales de

Inicialmente, en los primeros días de enero de 1995, el gobierno de Zedillo (*Nota 2*) intentó enfrentar las consecuencias de la devaluación mediante un programa con elementos heterodoxos, que contemplaban el incremento de los impuestos a las ganancias de capital y la aplicación de controles temporales de precios. Dicho esfuerzo, ventilado en el marco del Pacto de Concertación fracasó ante la resistencia del gran empresariado en general y de los neobanqueros en particular. Este revés, más la existencia de los problemas de credibilidad agudizados por el retardo del plan internacional de rescate, obligaron al gobierno a inclinarse por un programa enteramente ortodoxo, tal como lo demandaba el Fondo Monetario Internacional.

El éxito del programa de choque dependía de que la aguda recesión desencadenada por las restricciones monetarias y fiscales impidiera el desbordamiento de la inflación y, en esa medida, fuera posible mantener un margen de subvaluación cambiaria que permitiera revertir el desequilibrio externo, sin tener que recurrir para ello a una cadena sucesiva de devaluaciones adicionales.¹¹² La flotación sería eficaz en tanto se tradujera en una tasa realista que reflejara los avances del programa y la recuperación de la credibilidad.

No obstante su aparente simplicidad, las fórmulas ortodoxas planteaban diversos riesgos. El mayor riesgo derivaba de los propios efectos recesivos: la producción y el empleo se derrumbarían,

mercado para evitar acumulación inesperada de tensiones en el mercado cambiario.

112 Las autoridades, como lo declararon reiteradamente después de la fallida reunión del Pacto del 3 de enero, no intentaban evitar que los precios de los bienes importados o con contenido importado, se ajustaran en respuesta a la devaluación. Pero para los diseñadores del plan de choque era vital que el nivel general de los precios no subiera en la proporción que se devaluó el tipo de cambio, pues en ese caso se nulificaba el efecto positivo que la devaluación tendría sobre las exportaciones e importaciones. Para evitar la "absorción" del efecto devaluatorio era indispensable para la autoridad, en la medida que había descartado los instrumentos heterodoxos, contener los incrementos salariales (aplicando controles informales) y de otros bienes (activando la competencia) que tienen una función determinante en el nivel general de los precios.

provocando mayores daños a los sectores más vulnerables de la sociedad. El aumento del desempleo y la depreciación del salario, a su vez, podía provocar un estallido social cuyas consecuencias se magnificarían debido al precario equilibrio político existente. La combinación entre el derrumbe de la producción y el surgimiento de graves problemas sociales, pondrían en peligro la recuperación de la credibilidad y la confianza, lo cual, a su vez, podía debilitar el tipo de cambio. Una nueva crisis en torno al tipo de cambio obligaría a prolongar el ajuste con el consecuente incremento de las cargas sociales. La respuesta oficial a un estallido social potencial consistió en inclinarse por un procedimiento de aplicación fulminante, lo cual, al mismo tiempo que refrendaría el compromiso con la austeridad, intentaba evitar el “derramamiento” de los efectos sociales adversos provocados por el ajuste. Obviamente el peligro de un plan de choque fulminante era que predisponía a un “sobreajuste” con un impacto recesivo mayor.

Aunque la aplicación de un programa alternativo basado en un control temporal de precios, aumento de los impuestos a las ganancias de capital (incluidos ganancias especulativas en la bolsa) y manejo del gasto público de acuerdo al principio de los estabilizadores automáticos,¹¹³ se vio limitado por la correlación de fuerzas, difícilmente se podría decir lo mismo de la prioridad absoluta

113 Un programa alternativo de respuesta a la crisis además de los tres puntos anteriores implicaba una estrategia radicalmente distinta ante los bancos. Ante todo era indispensable que el estado tomara el control no sólo en los bancos en que se habían detectado conductas criminales sino en todos aquellos que estaban en peligro de quiebra (ver apartado precedente). Esto hubiera evitado un subsidio excesivo y permitido saldar cuentas con los accionistas bancarios de modo más realista. El control estatal de una parte de la banca no debía tener objetivos a largo plazo, sino generar condiciones más flexibles para enfrentar los efectos financieros de la crisis, bajo la perspectiva de un apoyo prioritario a la planta productiva, especialmente a la pequeña y mediana empresa viable. Pero aunque existieran fórmulas alternativas para proteger a la población y a la planta productiva, y distribuir de manera equitativa los costos inevitables, no podía seguirse una vía populista consistente en romper con los organismos internacionales, ni perder el control de los medios circulatorios.

otorgada al rescate bancario definido como rescate de los accionistas como grupo.

El rescate del accionistas de los bancos se explica fundamentalmente por la sobrerrepresentación lograda por los neobanqueros en el acuerdo cupular, en detrimento de otros grupos de capital de base no bancaria.¹¹⁴ Mantuvieron esta sobrerrepresentación, pese a que a partir de mediados de 1995, la situación de los bancos se deterioró rápidamente, brindándole al Estado la justificación para efectuar reformas más profundas en este sector.

Es principalmente la modalidad del rescate bancario lo que impide caracterizar el plan de ajuste como "neoliberal".¹¹⁵ Se trató más bien de un plan pragmático de capitalismo salvaje que combinaba elementos ortodoxos con los principios de la filosofía ancestral del capitalismo de descargar el peso de la crisis sobre los sectores más débiles de la sociedad.

La implantación del plan de choque enfrentó el mayor riesgo cuando a comienzos del tercer trimestre de 1995 se percibió que se había producido un sobreajuste, esto es, que se había propiciado una caída del Producto Interno Bruto mucho mayor de la prevista inicialmente (*Cuadro V.5*). La magnitud de la caída de la actividad económica impactó negativamente a los mercados, ya que prevaleció el temor de que la recuperación se alejaba más allá de lo que resultaba política y socialmente admisible. Desafortunadamente también los datos de inflación para septiembre fueron relativamente desfavorables porque rompieron la tendencia declinante de la infla-

114 Del conjunto de los grupos financieros que surgieron o se reorganizaron a partir de fines de los ochenta, cabe distinguir aquellos de base industrial de los de base comercial o de servicios bancarios (*Basave, 1994, p. 167 y ss.*). De estos últimos surgió una élite que logró un mayor grado de representación y negociación tal como se explicó, para constituirse en un "grupo de interés especial".

115 Tampoco se conjuga con la filosofía neoliberal el mecanismo de flotación "sucía", del tipo de cambio que fue practicado extensamente por el Banco Central en 1995, según lo ya explicado.

ción iniciada desde mayo (*Cuadro V.1*). Ambos elementos reactivaron el pánico que se tradujo en una nueva devaluación, ya que el tipo de cambio pasó de un promedio de 6.13 pesos dólar en junio-agosto a 7.15 en octubre-diciembre.¹¹⁶

CUADRO V.6		
COMPARACIÓN ENTRE LAS METAS DEL PROGRAMA DE AJUSTE Y SUS RESULTADOS, 1995		
	METAS ¹	RESULTADOS
Crecimiento del Producto Interno Bruto, porcentaje anual	-2.0	-6.9
Tipo de cambio nominal, peso por dólar	4.5	6.0
Inflación porcentaje anual	19.6	51.9
Déficit en Cuenta Corriente (porcentaje del PIB)	4.0	n.r.

FUENTE: *Banco de México, 1996*
 NOTAS: 1/ Tal como están planteadas en el AUSEE. n.r.: no relevantes

A consecuencia de la reaparición de la inestabilidad se postergó la recuperación¹¹⁷ aumentando la cuota de sacrificio social. Pero desde el punto de vista de la racionalidad capitalista el plan de choque puede considerarse un éxito: no se produjo un desbordamiento social como se temió al principio y aunque la inflación y el ajuste cambiario rebasaron los niveles inicialmente previstos (*Cuadro V.6*), el fenómeno inflacionario fue controlado y se superó el desequilibrio con el exterior. Con esto el problema se desplazó de la viabilidad del ajuste a la viabilidad de la recuperación.

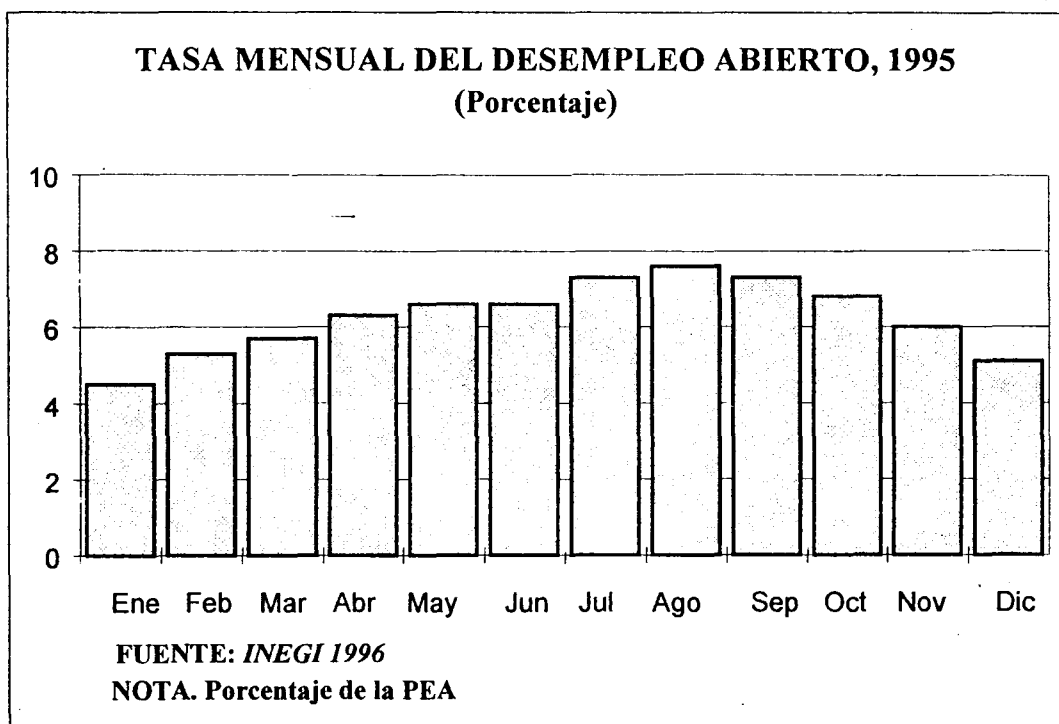
116 En los medios oficiales se intentó explicar la reaparición de la inestabilidad cambiaria señalando los rumores sobre un golpe de estado que circularon en medios noticiosos de Estados Unidos. Sin embargo, aunque se demostró que los rumores eran infundados, el tipo de cambio no regresó a su nivel anterior, lo que significaba que habían sido factores ligados al desempeño de la economía los que habían, en lo fundamental, producido la depreciación cambiaria. Sin embargo, el rumor sirvió de justificación al gobierno para desviar la atención sobre los problemas de viabilidad del plan de ajuste.

117 Como se sabe, fue hasta el segundo trimestre de 1996 cuando se logró una tasa de crecimiento del Producto Interno Bruto positiva, aunque el pronóstico oficial preveía la recuperación del crecimiento para el cuarto trimestre de 1995.

Los costos sociales y productivos del ajuste

El plan de choque tuvo por lo tanto un efecto productivo devastador cuyo epicentro se localizó en el segundo trimestre de 1995 cuando el Producto Interno Bruto declinó en 10.5%, (*Cuadro V.5*) y estableció un récord en los anales de los últimos 50 años. Con el colapso de la producción y la inversión vino el aumento fulminante del desempleo (la tasa de desempleo abierto se duplicó en el lapso de tres meses) (*Gráfica V.3*).

GRÁFICA V.3



Además de su naturaleza fulminante,¹¹⁸ la crisis social adquirió una nueva dimensión desconocida en procesos anteriores. Se trata de la elevada posición deudora de empresas y de familias surgida a partir de la privatización de la banca. La acumulación de deuda dejaba al sector privado en condiciones de vulnerabilidad frente a las

118 Tan sólo en el cuarto trimestre de 1995 las remuneraciones salariales totales declinaron, con respecto al mismo periodo del año anterior, 26.5% (*Banco de México 1996, p. 24*).

medidas deflacionarias aplicadas por el gobierno (*Banco de México, 1996, p. 10*). En otras crisis posdevaluatorias, sobre todo en 1988, el sector público era el deudor neto, en tanto el sector privado tenía posición acreedora, lo que permitió a ciertos estratos eludir los efectos de la crisis (*ibíd*). En cambio, con el auge crediticio iniciado en 1991 surgió una nueva categoría de deudor proveniente de la “nueva” clase media que se estaba beneficiado de la apertura y el apoyo a la pequeña empresa. Estos sectores de la población tenían condiciones muy limitadas para enfrentar la reversión del crédito y el aumento fulminante de las tasas de interés; consecuentemente, se enfrentaron a una ola de embargos que produjo pérdidas patrimoniales nunca antes vistas en México.¹¹⁹

Pero los efectos de la crisis social fueron mayores porque se conjuntaron otros factores. Primeramente, se rompió el mecanismo que aseguraba la conexión entre el sector dinámico de la economía y los mercados financieros internacionales, conexión de la que derivó el efímero anclaje del tipo de cambio. Ello eliminó prerrogativas materiales que habían beneficiado a la población laboralmente activa cuyo poder de compra había aumentado. Pero además la ruptura del aparato de legitimación y consenso en el cual se apoyó la reforma salinista, o sea, el Pacto, produjo resultados igualmente adversos. Al quedar vetada la aplicación de un control temporal de precios por parte de la representación patronal, aumentó la virulencia inmediata de la inflación y su impacto en sectores vulnerables. El veto al aumento de los impuestos al capital restringió el margen de maniobra, determinando que el ajuste se diera a partir de aumentos en impuestos regresivos (como el IVA). La prioridad absoluta conferida al rescate bancario y la aplicación de un ajuste monetario y fiscal con las características ya señaladas cerraron opciones socialmente menos regresivas.

119 La ola de embargos comenzó al cabo del primer bimestre de 1995 e implicó la reposición diaria de centenares de casas, apartamentos, ranchos, maquinaria, vehículos, etc. La parte más valiosa de estos activos intentó ser subastada en un mercado binacional (México-Estados Unidos), pero por la existencia de vacíos y contradicciones legales en México, el proceso abortó.

La gran empresa ante la crisis

La crisis puso a prueba la consistencia del núcleo dinámico de grandes empresas modernizadas e internacionalizadas que habían emergido desde fines de los ochenta como el motor de la economía. Uno de los principales riesgos era que la devaluación de diciembre provocara una combinación letal entre caída de la demanda interna y el incremento del servicio de la deuda externa, lo que colocaría a las grandes empresas al borde de la quiebra, ameritando un nuevo rescate tipo Ficorca. Al verse debilitadas internacionalmente, estas empresas adoptarían acciones defensivas ante acreedores, socios e inversionistas extranjeros, poniendo en peligro el vínculo privilegiado con la economía global y el TLC, que había jugado un papel decisivo en su expansión desde 1990-91.

Pese a que la deuda externa privada no bancaria pasó de 6.3 mil millones de dólares en 1989 a 26.7 mil millones en 1995 (*Vargas, 1994, p.219*) y se produjo una contracción sin precedente en la actividad económica en 1995, las grandes empresas tenían mejor capacidad para sortear una crisis financiera y de pagos, gracias a varios factores entre los que destacan los siguientes: a) inclinación a contratar deuda externa a plazos mayores y manejo más prudente de los pasivos a corto plazo (*Basave, 1996, p. 9*); b) desarrollo de mayor capacidad exportadora para generar suficientes reservas y flujo de divisas y no afectar el servicio de la deuda externa¹²⁰ y c) establecimiento de vínculos más profundos con empresas extranjeras los cuales no se vieron desbaratados por la crisis posdevaluatoria.

120 Para no afectar el servicio de su deuda externa las grandes empresas, con la excepción de Sidek, optaron por mantenerlo. La principal razón por la que Sidek se declaró en suspensión de pagos fue la existencia de graves desequilibrios por sobreexpansión y repartos demasiado generosos de dividendos (*América Economía, 1994/95, p. 88*). Este *default*, al producirse al inicio de la crisis financiero-cambiaria provocó un fuerte impacto a escala latinoamericana que se sintió con especial fuerza en la bolsa de valores de Sao Paulo, la que experimentó una caída de 6.8% en un sólo día. Sin embargo, el temor se disipó al percibirse que el caso de Sidek tenía una naturaleza aislada y su táctica no era representativa de la que estaba adoptando la gran empresa mexicana.

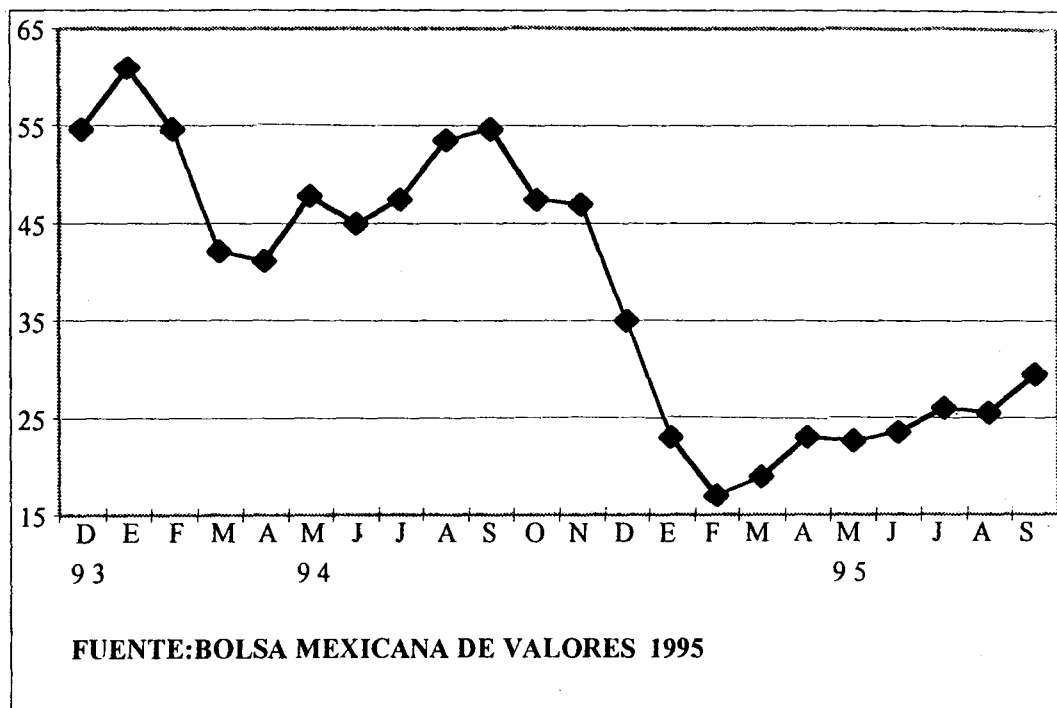
Otro peligro era que, pese a la mayor solidez interna de las empresas, los inversionistas extranjeros que habían llegado por medio de la bolsa de valores, se retiraran masivamente ante el derrumbe de la credibilidad y la confianza. El desplome del valor de las acciones pondría en peligro la salud financiera de las empresas más internacionalizadas, afectando su viabilidad productiva.

Aunque se verificó, entre los últimos días de diciembre de 1994 y febrero de 1995 un retiro sustancial de inversión extranjera de la bolsa de valores, dicho retiro estuvo lejos de alcanzar un nivel que pusiera en peligro la integridad de las empresas mexicanas que constituyen el pilar de la internacionalización de la bolsa. En el periodo de referencia se registra un retiro contable de unos 33 mil millones de dólares (*Gráfica V.4*), pero en la medida en que en ese mismo periodo la cotización promedio de las acciones declinó aproximadamente un 30%, la salida real de recursos fue más bien de unos 23 mil millones de dólares. Varios factores explican por qué el retiro real de recursos no llegó a mayores proporciones. Los inversionistas institucionales refrendaron básicamente su apuesta a largo plazo e intentaron compensar las pérdidas en sus portafolios con compras de acciones de empresas mexicanas a precio de ganga.

Los motivos anteriores permiten explicar por qué la gran empresa no se enfrentó al cierre de los mercados voluntarios de capital internacional, como sucedió a raíz de la crisis de la "deuda". Pese al clima adverso, Cementos Mexicanos pudo renegociar con éxito su deuda externa en plena crisis cambiaria y diversos conglomerados, entre ellos Protexa y el grupo Banamex-Accival lograron colocar deuda internacional al comienzo de la crisis. Aunque el mercado voluntario de capitales permaneció abierto, los márgenes exigidos para asegurar la colocación de deuda experimentaron un aumento sustancial. Pero los grandes consorcios siguieron acudiendo a los mercados internacionales de capitales, debido a que la crisis bancaria limitaba seriamente el volumen de recursos prestables. La caída de la bolsa de valores que prevaleció durante la mayor parte de 1995, en la medida que castigaba la oferta de acciones, obligó a postergar las emisiones primarias, de manera que la actividad se orientó

a la emisión de bonos corporativos (*Financial Times*, 18 de enero de 1996).

GRÁFICA V.4
CAPITAL EXTERNO EN LA BOLSA DE VALORES DE MÉXICO
 (Miles de millones de dólares)



Para hacer frente a la enorme acumulación de pasivos externos e internos resultado de un nuevo ciclo de endeudamiento acelerado (*Basave 1996, p. 6*),¹²¹ siguieron las siguientes estrategias: a) como se explicó en el apartado anterior, recolocaron en el extranjero la mayor parte de los excedentes de producción generados por la

121 La absorción de crédito por el sector de las grandes empresas tomó tres formas: a) colocación directa de títulos, preferentemente en Nueva York; b) endeudamiento en dólares a través de la intermediación de la banca privada nacional; c) endeudamiento en pesos con la banca privada nacional. La contratación de deuda en dólares les permitió eludir el incremento de los costos del crédito que se produjo a partir de 1992 (*Vargas, 1994*). A su vez, el entrecruzamiento accionario entre empresas industriales y bancos determinó que la acumulación de deuda por las grandes empresas rebasara los límites de seguridad y provocara riesgos de sobreexpansión.

contracción del mercado interno; b) diseñaron estrategias de ingeniería financiera que les permitió mejorar su hoja de balance (como lo sugiere la información de una muestra de grandes empresas registradas en la Bolsa, consignada en la *Gráfica V.6*, a mediados de 1995, predominaban los casos en los cuales las ventas y las utilidades habían mejorado), aunque esto no les permitió evitar que para el primer trimestre de 1995, aproximadamente el 70% de los ingresos tenían que canalizarse al pago de deudas a corto plazo (*BMV, 1995*); c) aprovecharon los estrechos nexos accionarios y patrimoniales existentes entre los consejos de administración de los consorcios productivos y de los bancos nacionales para obtener condiciones privilegiadas para refinanciar sus deudas; c) utilizaron un mecanismo informal sancionado por la Secretaría de Hacienda para coordinar un plan de rescate de megadeudores.¹²²

122 Se trató de la Unidad Coordinadora para el Acuerdo Bancario Empresarial (Ucabe) que comenzó a operar en diciembre de 1995. De acuerdo a su director Eduardo Bours, otorgó hasta el primer semestre de 1996, apoyo a 50 grandes empresas con una deuda global de 7 mil 900 millones de dólares. A diferencia del Ficorca, no se trató de un fondo público de rescate, sino de una entidad coordinadora para renegociar al interior del sector privado, con la participación indirecta del sector público en calidad de supervisor.

CUADRO V.7

UTILIDADES Y VENTAS DE LAS PRINCIPALES EMISORAS DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

Millones de pesos

		IPyC ¹	II-94	II95	%	II-94	II-95	%
ALFA	Controladora	4.50	-209	1,166	-	5,718	8,991	57.2
AEROMEX	Servicios	1.10	-633	-172	-	2,513	2,585	2.9
CYDSASA	Química	0.78	-208	235	-	1,763	2,417	37.1
DESC	Controladora	1.00	140	316	125.5	3,635	4,029	10.8
GCC	Cemento	0.23	51	54	4.4	221	341	54.2
GGEMEX	Consumo	0.98	144	57	-60.4	1,256	1,285	2.2
GMEXICO	Minera	5.57	-24	1,905	-	2,263	4,416	95.1
GMODELO	Consumo	1.13	354	426	20.2	4,158	4,502	8.3
HYLSAMX	Metalurgia	1.37	-69	187	-	2,280	2,795	22.6
ICA	Construcción	1.94	362	547	51.2	4,397	2,150	51.1
KIMBER	Celul. y papel	2.70	422	602	42.5	2,496	3,062	22.7
KOF	Consumo	0.40	133	218	63.8	1,477	2,652	79.5
MASECA	Consumo	0.59	123	171	39.0	1,447	1,411	-2.5
MODERNA	Consumo	3.51	255	391	73.3	2,476	4,258	72.0
TELEVISA	Servicios	5.00	194	297	53.3	4,005	3,618	-9.6
TELMEX	Telecomunic.	25.51	6,054	4,069	-32.8	19,061	19,278	1.1
VITRO	Controladora	2.17	123	818	562.8	9,172	9,215	0.5

FUENTE: BMV, 1995

NOTAS: 1/Ponderación respecto al total

No obstante la existencia de una estrategia integrada, el fenómeno de sobreendeudamiento corporativo tuvo varias consecuencias decisivas que aún se encuentran en gestación y que sólo es posible esbozar desde la perspectiva de fines de 1995. Las principales son las siguientes:

- a) La debilidad de los bancos nacionales obligó a los consorcios a seguir acudiendo al mercado financiero internacional, pese a las condiciones más onerosas, lo cual determinó que se postergara la corrección del ciclo de sobreexpansión crediticia externa iniciado desde

1990-91, con las consabidas consecuencias macroeconómicas.

- b) Las entidades bancarias y las propias empresas que mejor se desempeñaron en la crisis estarían en condiciones de absorber a sus contrapartes más débiles, con lo cual se produciría un profundo reacomodo de poder económico. Los inversionistas extranjeros por medio de adquisiciones accionarias de tipo mayoritario en bancos y empresas con problemas financieros, podrían ubicarse ventajosamente en este proceso, abriendo un capítulo inédito en la historia moderna de México.
- c) Para aligerar el peso de la deuda y evitar quiebra de grandes empresas se requirió un complejo mecanismo de ingeniería financiera que pudo coordinarse con la ayuda del sector público. Aunque la participación pública tuvo carácter informal; fue decisiva para armonizar los intereses de decenas de empresas y bancos acreedores. Se optó porque la participación estatal fuera de bajo perfil para evitar críticas y no violar los compromisos con los organismos multilaterales que brindaron la asistencia financiera de emergencia.¹²³

La pequeña empresa ante la crisis

La pequeña empresa no logró integrarse al auge exportador que comenzó con los años ochenta, que fue un fenómeno dominado por las grandes empresas. Esta situación pareció cambiar a partir de 1992-93 cuando se creó un nuevo sistema de apoyo a la pequeña y mediana empresa, sobre todo mediante instrumentos crediticos y or-

¹²³ Aunque la gran empresa llevó a cabo una estrategia exitosa ante la banca y contó con el aval indirecto del estado (vía Ucabe), otro grupo de empresas que por su tamaño cabe considerarlas como grandes a nivel regional se vieron fuertemente afectadas por los embargos bancarios. Sin embargo, los alcances de este proceso son difíciles de estimar debido a que la información al respecto es fragmentaria.

ganizativos (*Nafinsa, 1995*). El aumento de la tasas de interés activas que comenzó a verificarse desde mediados de 1992 puso en peligro este proceso, pero fue parcialmente neutralizado gracias a la política de descuento aplicada por Nafinsa y Bancomext (*ibíd*). La devaluación de diciembre y la crisis subsecuente, sin embargo, afectó gravemente a la pequeña empresa, particularmente a la no integrada¹²⁴ (*Ruíz, 1995*), no sólo porque la expuso al encarecimiento del crédito y el colapso del mercado interno, sino porque desbarató parcialmente el mecanismo de apoyo financiero centrado en Nafinsa. La posibilidad de que la pequeña empresa independiente aprovechara las oportunidades que abrió la devaluación fue muy limitada debido precisamente a la falta de crédito, la acumulación de cartera vencida y la ola de embargos de activos productivos.

Como resultado de lo anterior, a todo lo largo de 1995 se produjo un proceso de cierre masivo de empresas de este tipo. No se dispone de información detallada que permita hacer comparaciones a escala global, pero por los datos proporcionados por las cámaras empresariales como la del vestido y la del juguete, se estima que hacia fines de 1995 habían cerrado o estaban en peligro de cerrar entre el 40 y el 60% de estos establecimientos.

Por su escaso poder de representación el rescate de la pequeña empresa fue muy limitado y sujeto a términos estrictos. Inicialmente, Nacional Financiera puso en marcha un plan de reestructuración de adeudos aplicado en UDIs, o sea, estaba orientado a proteger el valor real de las deudas ante el aumento repentino de la inflación. El mayor beneficio que obtenía el deudor era una redis-

124 Se hace la distinción de pequeña empresa independiente, para denotar sus diferencias con la pequeña empresa no independiente o integrada. Esta última presenta un grado relativamente elevado de vinculación a la gran empresa mediante el mecanismos de "redes" o subcontratación. Estos vínculos que son frecuentemente patrimoniales permitieron que esas entidades fueran incorporadas al proceso de modernización característico de la gran empresa. En contraste, la empresa independiente operaba directamente con sus clientes o tenía vínculos indirectos con las grandes empresas, por lo tanto estaba más expuesta a los vaivenes del ciclo económico y pudo lograr un avance menor en términos de modernización productiva.

tribución de las amortizaciones que permitía disminuir el peso en los primeros años, aumentándolo en los últimos.

La desarticulación del sistema de intermediación financiera centrado en Nafinsa, cuyo principal agente son las uniones de crédito, fue particularmente grave. De acuerdo al Consejo Directivo de Nafinsa, a raíz de la crisis, de los 510 intermediarios adscritos a su sistema de fomento, están destinadas a desaparecer 306. La debacle se produjo como resultado de la acumulación de cartera vencida en tanto la pequeña y mediana empresa se vio particularmente afectada por la contracción de la actividad económica. Sin embargo, lo que determinó la desaparición de un número tan grandes de los intermediarios integrados a la red de Nafinsa, fue la pérdida patrimonial que experimentó esta institución como consecuencia del desvío millonario de fondos,¹²⁵ lo cual limitó las posibilidades para apoyar a otros intermediarios con problemas de acumulación de cartera vencida, y con ello la salvación financiera de miles de pequeñas y medianas empresas.

La desarticulación del sistema de fomento crediticio a la pequeña y mediana empresa constituyó un duro revés prácticamente imposible de revertir en el corto plazo.

125 El centro del desvío de fondos lo constituyó Unicreva que actuó como una especie de fachada para obtener recursos para empresas fantasmas. Por este medio Nafinsa perdió, de acuerdo a su director, unos 400 millones de dólares, una fracción de lo cual intentó recuperar mediante litigio (ver declaraciones del director de Nafinsa en *Reforma*, 13 y 18 de diciembre de 1995). Diversos observadores, como Samuel García, estiman la pérdida de Nafinsa en poco más de 2 mil millones de dólares (*Reforma*, 17 de octubre de 1996).