

ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS EN DOS AÑOS DE GOBIERNO ZEDILLISTA

Héctor R. Núñez Estrada

Profesor Investigador del Departamento de Administración de la UAM-A

Como es de dominio público, la gestión del gobierno zedillista se inició con una de las crisis más profundas presentadas en la economía del país en su etapa posrevolucionaria, padecida por la mayor parte de la población mexicana y reconocida incluso por el Banco de México como *la crisis más severa ocurrida desde la década de los años treinta* (Informe del Banco de México, 1996a).

Los efectos inmediatos de la crisis fueron la destrucción de capital con cierre de empresas industriales comerciales y de servicios con el consiguiente aumento del desempleo. El preludio del colapso fue la suspensión del flujo externo de capitales hacia México con motivo de los acontecimientos políticos ya conocidos durante 1994 y que se detonó con la salida masiva de divisas y la devaluación iniciada en diciembre del mismo año, lo que provocó la disminución del 6.9% del PIB durante 1995.

Se ha insistido en fuentes gubernamentales que la contención de la caída a partir del segundo trimestre de 1996, se logró en gran medida por el apoyo financiero mediante el acuerdo realizado por parte del gobierno mexicano con el Departamento del Tesoro Norteamericano. Sin embargo, en el discurso oficial no se agrega que, para lograr dicho apoyo, también se subordinó el rumbo de la economía mexicana a intereses extranjeros y se comprometió el gobierno a llevar a cabo un programa de ajuste siguiendo los lineamien-

tos impuestos por el Fondo Monetario Internacional, entre los que se cuentan, principalmente, la continuación del modelo ultraliberal, impulsado intensamente en el periodo salinista, y la venta de sectores estratégicos que se encuentran todavía en manos del Estado, como la petroquímica.

Al respecto, el Banco de México ha reconocido que: *de no haberse conseguido los apoyos internacionales que se obtuvieron... el daño al sistema financiero nacional habría sido de mayores proporciones y la contracción de la actividad económica más aguda y prolongada* (Banco de México, 1996a). Mi punto de vista es una interpretación alternativa, sectores de mexicanos directa o indirectamente hemos pagado abruptamente el costo de la caída en forma de una expropiación acelerada de los recursos y bienes, cuya profundidad ha acortado el camino a la incipiente recuperación que no alcanzará a compensar los efectos de una violencia progresiva, también acentuada como efecto de la crisis y los "rápidos" ajustes.

En un editorial reciente se expresa precisamente que:

Uno de los peores lastres que ha soportado el país en los últimos años ha sido el de las crisis recurrentes... La más reciente y de mayor gravedad fue la del arranque del presente sexenio, que costó a México 70 mil millones de dólares y significó un retroceso de varios años en los

niveles de bienestar, producción y consumo. (*El Financiero*, noviembre 18, 1996.)

Como parte de esa visión alternativa, en el presente artículo se analizarán los efectos que la crisis provocó sobre los movimientos de capitales en los mercados financieros, tales como el mercado de capitales, el de divisas, el mercado de dinero o de instrumentos de deuda y las tendencias de la tasa de interés, con el propósito de tener una visión de conjunto de cómo se afectaron dichos mercados al pasar bruscamente de una expectativa de crecimiento sostenido, creada durante el salinismo y que más bien alimentó la especulación financiera, a una caída brusca. Y plantear, al menos una hipótesis para definir sobre quién recae la responsabilidad y cuáles han sido los efectos del programa de ajuste en la estructura misma del sistema financiero y quién ha pagado realmente el costo.

Planteamos la hipótesis de que, contra la interpretación gubernamental sobre que la reactivación se ha iniciado a partir del 2º trimestre de 1996, aún persisten problemas muy severos de cartera vencida en el mercado del crédito que no han permitido tasas positivas y crecientes de financiamiento, los niveles de tasas de interés son relativamente altos y no se preve que la tasa interbancaria baje a menos de 21% durante 1997. Dados los niveles esperados de inflación de alrededor del 20%, el mercado de divisas presentará crisis cada vez más periódicas y el mercado de capitales estará cada vez más sujeto a la especulación del capital financiero. Estos son factores adversos para el restablecimiento de expectativas favorables en el mediano plazo y que no permiten que la reactivación de ciertos sectores se traduzcan automáticamente en la mejora del poder adquisitivo de la mayor parte de la población.

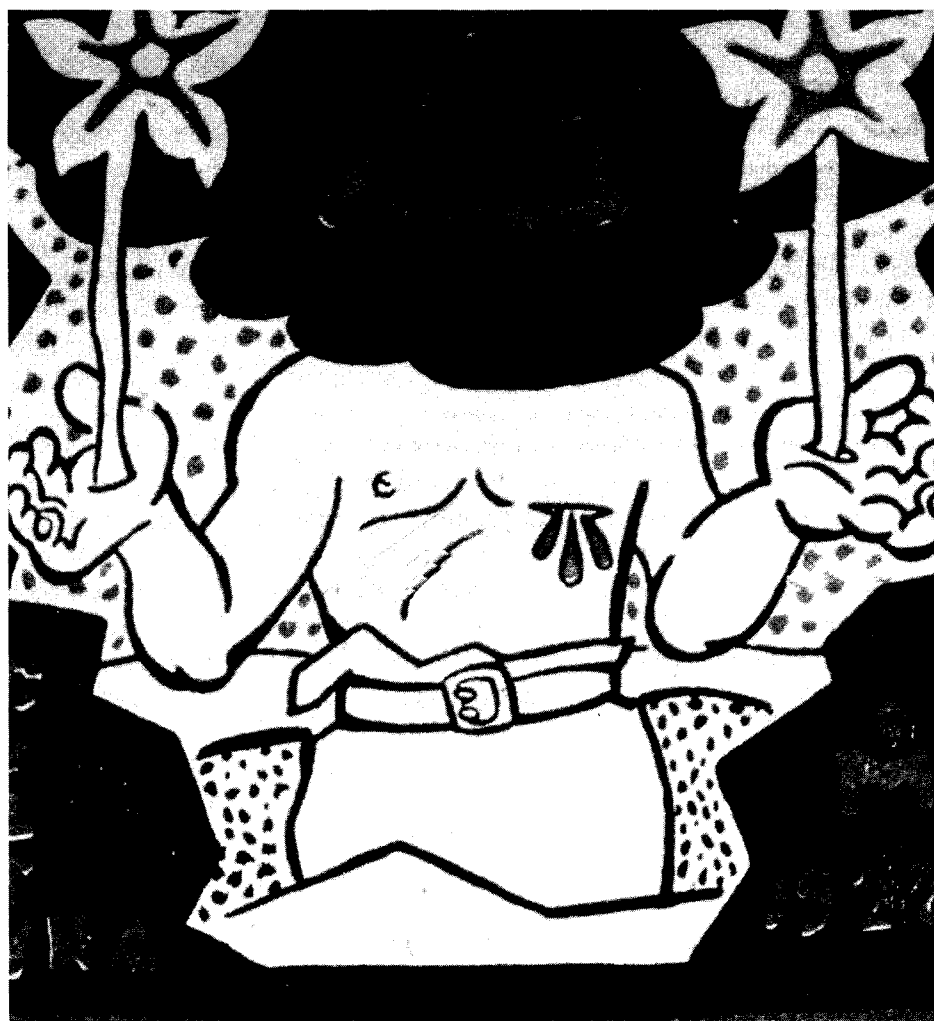
Los costos del ajuste

La pregunta sobre quiénes y en qué proporción pagaron los cos-

tos del ajuste la tenemos en varias dimensiones, desde la disminución de la masa salarial, el pago de créditos con cantidades aumentadas exorbitantemente por el aumento de la tasa de interés, que afectó a los usuarios tanto de tipo empresarial como a personas físicas al no concretarse las expectativas que habían construido, la disminución de los niveles de consumo por el repunte de la inflación, derivado, entre otras causas, por la devaluación del peso, el aumento de la desocupación como resultado de la contracción de la actividad económica expresada en los programas de ajuste. Se ha reconocido que:

...uno de los factores críticos que determinaron la estrategia específica adoptada, fue la débil situación del sistema financiero, resultado en buena medida del previo sobreendeudamiento de un número importante de familias y empresas mexicanas" (Banco de México, 1996a).

Con relación a la masa salarial el Informe del Banco de México establece que: *En diciembre de 1995, la*



masa salarial correspondiente a la industria manufacturera cayó 29.1 por ciento en términos reales con respecto a su nivel del mismo mes del año anterior. (Banco de México, 1996a.)

En el proceso especulativo del tipo de cambio, el alza en las tasas de interés ha sido una de las principales estrategias que se han utilizado para evitar el riesgo de una corrida bancaria y para frenar la salida de capitales, tanto los extranjeros que habían entrado en cartera en los mercados financieros con fines especulativos, como los nacionales colocados con los mismos propósitos. Esta situación se fue convirtiendo en una espiral, pues el cambio de ahorro interno por divisas –que ante su escasez–, presionaba al tipo de cambio a un nivel que antes del desencadenamiento de la crisis era difícil de predecir.

El alza abrupta de la tasa de interés, de acuerdo con el Banco de México en su *Informe anual 1995*,

...fue factor adicional que contribuyó a la severa contracción de la demanda agregada. No sólo se vio afectada la inversión en nuevos proyectos, sino también la capacidad de gasto de numerosas personas físicas y empresas que se encontraban endeudadas (Banco de México, 1996a).

Los efectos de la crisis han sido descritos magistralmente en el mismo documento por la institución citada: *En estas circunstancias, el nivel de actividad económica se contrajo, el desempleo se elevó, el sistema financiero se encontró sujeto a múltiples tensiones, e innumerables empresas y hogares se vieron agobiados por la carga de sus deudas y la caída de su ingreso real.*

Lo que resulta kafkiano es la interpretación sobre el origen del escenario descrito anteriormente, pues en dicho informe el banco central expresa que: *Es pertinente subrayar que estos fenómenos resultaron de la reversión de los flujos de capital, la devaluación, las expectativas de mayor inflación, el alza de las tasas de interés y la caída de la demanda agregada, y no de las políticas económicas implementadas.* El Banco de México trata de rehuir a la responsabilidad de ese organismo y de las autoridades gubernamentales en las causas de la crisis, pues si dicho escenario no es producto de las políticas económicas implementadas en los últimos años y, particularmente en 1995, entonces la tasa de interés llegó a casi tres dígitos por generación espontánea.

Dentro de la política monetaria, la de la tasa de interés se convirtió en el instrumento para contraer el crédito, frenar la especulación cambiaria y, de hecho, conducir a la quiebra a la mayor parte de personas

físicas y empresarios que, al ver reducido o cesado su flujo de efectivo, entrarían a formar parte de deudores con cartera vencida, o bien, entregar bienes muebles e inmuebles o cerrar los establecimientos. La tasa de interés se convirtió en causa y efecto de la profundización y salida de la crisis.

Para el Banco de México los ajustes entre tipo de cambio y tasa de interés son automáticos al ser determinados por las fuerzas del mercado, ya que reiteradamente dicho organismo ha expresado que:

...el mercado decide la distribución del ajuste entre el tipo de cambio y las tasas de interés. Este factor evita al Banco de México el tener que adivinar cual es la combinación apropiada de tasas de interés y tipo de cambio para lograr el restablecimiento del equilibrio en los mercados. (Banco de México, 1996b.)

De acuerdo con esta lógica, en cuanto, adicionalmente a lo anterior, se logre el ajuste de mercado para determinar la base monetaria y el volumen crediticio, el Banco de México sería innecesario y podría entonces desaparecer.

Mercado de dinero

Uno de los hechos más significativos en la operatividad del mercado de dinero en el periodo zedillista lo constituyó la amortización de títulos gubernamentales denominados en dólares con vencimiento de corto plazo, particularmente en 1995, cuya imposibilidad de pago por parte del emisor gubernamental al no tener reservas en divisas llevó al tratado Ortiz-Rubin. En el *Informe anual* de 1995, el Banco de México señala al respecto que:

...durante 1995 se liquidó deuda de corto plazo denominada en moneda extranjera (Tesobonos) por un total cercano a 29,000 millones de dólares ...de los cuales aproximadamente dos terceras partes se amortizaron en dólares (Banco de México, 1996a).

La política monetaria ha tenido como objetivo primordial el combate a la inflación, de acuerdo con el Banco de México. Para enfrentar la especulación en los mercados financieros se adoptó una política monetaria de naturaleza contraccionista. Dicha institución fijó un límite al crecimiento del crédito interno para 1995 en 10,000 millones de pesos.

Adicionalmente, para controlar el crecimiento del dinero bancario adoptó el esquema de encaje promedio cero, por medio del cual los bancos no podrían tener saldos deudores en sus cuentas corrientes con el banco central. El efecto que se deseaba inducir en los bancos durante los primeros meses de la crisis fue intensificar la contracción crediticia, pues se elevaban las tasas de interés y restaba capacidad de demanda en el público al no poder contraer créditos por el alto costo del dinero. A los que habían contraído créditos en años anteriores se les afectaba al aumentar en forma descomunal los intereses, lo cual repercutió en incapacidad de pago por una gran proporción de deudores, hecho que también provocaba contracciones sustanciales del mercado interno.

Todavía en el periodo enero-agosto de 1996 el Banco de México continuaba la política monetaria contraccionista, pues en ese lapso redujo la base monetaria y los billetes y monedas en circulación en 5,825 millones de pesos. A través de este mecanismo, el banco central ha ajustado la base monetaria a la demanda social de dinero, que al contraerse la actividad económica y al ser altos los réditos tiende a disminuir dicha demanda social, por lo cual, la mencionada institución deberá contraer el crédito interno neto, y explica el mecanismo de la siguiente forma: *De otra manera, la referida disminución de la demanda daría lugar a un exceso de oferta de dinero que se traduciría en presión cambiaria y, ulteriormente, inflacionaria* (Banco de México, 1996b).

Esta política se ha expresado en el financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado, que incluye empresas, personas físicas e intermediarios financieros no bancarios, cuyas variaciones de los saldos se presentan en el cuadro 1.

A mi modo de ver, parte de los costos de la crisis y de la política contraccionista en el mercado crediticio se manifiestan en los datos del cuadro 1, pues

CUADRO 1
Variación porcentual real del financiamiento canalizado por la banca comercial al sector privado

Periodo	Variación anual	Empresas	Consumo
Dic. 1994/Dic. 1993	31.4	38.7	0.1
Dic. 1995/Dic. 1994	-17.1	-18.6	-43.6
Jun. 1996/Jun. 1995	-7.3	-6.1	-35.0

Fuente: Elaborado con base en: *Informe anual Banco de México 1995. Informe sobre política monetaria*, Banco de México, 1996.

el nivel de financiamiento otorgado por la banca comercial a las empresas, hasta el mes de junio de 1996 presenta todavía un decrecimiento, por lo cual no se ha reactivado la inversión y existen problemas para la obtención de capital de trabajo, derivados de los problemas de cartera vencida, de contracción del mercado interno y de la relativamente elevada tasa de interés comparada con las tasas internacionales.

En el caso de los financiamientos para el consumo, la contracción ha sido más severa, lo cual también es una manifestación evidente de la caída del mercado interno, del nivel de endeudamiento y de los créditos vencidos así como de la elevada tasa de interés activa real. Esta contracción crediticia también es explicada por el Banco de México con factores adicionales a los antes señalados, tales como: *...la caída de los salarios reales... el desempleo, el cual si bien se ha reducido desde finales de 1995, aún continúa siendo alto... el hecho de que la recuperación económica no se ha extendido todavía a todos los sectores de la economía* (Banco de México, 1996b).

Tampoco han sido significativas otras fuentes de financiamiento, al respecto el Banco de México considera que:

Es pertinente mencionar que el financiamiento a través de fuentes no bancarias también ha sido escaso... durante 1995 y el periodo transcurrido de 1996 [enero-junio] la citada fuente de financiamiento no ha estado accesible sino para unas cuantas empresas (Banco de México, 1996b).

En sus informes, el Banco de México dio a conocer la contracción de la inversión extranjera directa, que alcanzó en 1994 la cantidad de 10,972 millones de dólares y para 1995 se redujo a 6,964 millones de dólares. En el primer semestre de 1996 llegó a 3,125 millones de dólares.

En el caso de la inversión extranjera de cartera, es conveniente recordar sus objetivos altamente especulativos, alcanzó un máximo en 1993 de 28,919 millones de dólares, en 1994 se redujo a 8,182 millones de dólares, en 1995 hubo un saldo negativo de -10,138 millones de dólares y el primer semestre de 1996 alcanzó la cifra de 4,672 millones de dólares. El carácter negativo de este tipo de inversión que en minutos puede salir del país hundiéndolo en severas crisis ha sido analizado por múltiples autores.

Como en todo fenómeno, existen también interpretaciones optimistas en torno a la crisis y contracción

de la economía de nuestro país, por ejemplo, el Banco de México señala al respecto que:

Es pertinente mencionar que la reducción del financiamiento interno en términos reales canalizado al sector privado no resulta del todo desfavorable. Esta reducción puede ser interpretada como una manifestación parcial del hecho de que los diversos agentes económicos han estado corrigiendo su posición de sobreendeudamiento, lo cual coadyuva a sentar las bases para el crecimiento económico del futuro (Banco de México, 1996b).

De acuerdo con esta lógica, debiera continuarse la optimista interpretación, por ejemplo, el aumento del desempleo también contribuye a ajustar la población a las necesidades de una economía que cada día absorbe menos mano de obra, las altas tasas de interés ha permitido que la gente se endeude menos y abandone el consumismo, la caída de los salarios reales nos permite ser más competitivos y que la recuperación económica no generalizada no ha creado problemas de balanza comercial.

Si bien las tasas nominales de interés no han vuelto a alcanzar los niveles de marzo de 1995, no ha sido posible mantener una tendencia sostenida a la baja, más bien, se han establecido ciclos cortos de fluctuación en los cuales han repuntado tanto las tasas de interés como el tipo de cambio, tal es el caso de la reiniciada a mediados de septiembre del año citado, cuando presionaron nuevamente al alza el tipo de cambio y a las tasas de interés.

Como un intento de frenar el ascenso especulativo se anunció la Alianza para la Recuperación Económica a finales de octubre de 1995. Sin embargo, la tasa interbancaria repuntó en esas fechas hasta cerca del 70%.

Para diciembre de 1995 la TIE y la tasa de Cetes a 28 días fue de alrededor del 49.8% y 46.8 respectivamente, iniciando para 1996 una tendencia decreciente en las tasas nominales. Para fines de noviembre del año citado la interbancaria se encontraba en 31.9% y la de CETES a 28 días en 29.8%. De acuerdo con el Banco de México esto es resultado: *...del abatimiento de la inflación, del ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias y de la relativa estabilidad del tipo de cambio* (Banco de México, 1996b).

Sin embargo, la situación del mercado de dinero no se observa favorable para 1997, pues la inflación esperada de alrededor del 20%, presupone tasas promedio de 23% para los CETES y de más de 25% para la tasa interbancaria, por lo cual el costo del dinero

continuará relativamente alto, y los problemas de cartera vencida seguirán presentándose y no habrá expansión crediticia; se estima que el financiamiento de la banca comercial al sector privado no financiero crecerá en alrededor del 1%.

Mercado de capitales

El mercado de capitales ha sido causa y efecto de la crisis, pues es bien sabido que a partir de su internacionalización, cuyo marco legal fue aprobado en el sexenio salinista, los grandes flujos de capital extranjero de corto plazo provocaron desde el año de 1993 la formación de una burbuja especulativa y, posteriormente, los problemas políticos enfrentados durante 1994 provocaron una retirada paulatina que se convirtió en una rápida estampida, expresada en una caída significativa del Índice de Precios y Cotizaciones al iniciarse el actual régimen, como respuesta a la macrodevaluación.

Al gobierno zedillista le ha tocado la fase de contracción de la bolsa, que se había iniciado con el levantamiento zapatista de enero de 1994 y agudizada con la devaluación de fines de 1994. Las variaciones reales del Índice de Precios y Cotizaciones han sido negativas, tal como puede apreciarse en el cuadro 2.

CUADRO 2
Variaciones reales del IPC

Periodo	% Real
Nov. 93/Dic. 94	-6.16
Dic. 94/Nov. 95	-8.85
Dic. 95/Dic. 96	-22.50
Sep. 96/Dic. 95	-4.10

Fuente: Elaborado con datos de *Anuario Bursátil e Indicadores Bursátiles*, BMV.

Tal situación no cambió sustancialmente hasta el final de los dos primeros años de gobierno, pues de 3,236 puntos con que cerró el IPC en septiembre de 1996, la última jornada de noviembre del mismo año alcanzó 3,291 puntos, por lo cual, durante los dos primeros años del gobierno del presidente Zedillo, el mercado de capitales continuaba con variaciones reales negativas, hecho que significa en términos de las expectativas de los inversionistas, que sus decisiones de inversión no reflejaban la recuperación de las varia-

CUADRO 3
Valor de mercado de la BMV
(miles de millones de dólares)

Año	Valor
Dic. 1993	200.6
Nov. 1994	195.8
Dic. 1994	129.8
Dic. 1995	90.9
Sep. 1996	113.8

Fuente: Elaborado con datos de *Anuarios Bursátiles e Indicadores Bursátiles*, BMV.

bles macroeconómicas a partir del segundo trimestre de 1996, anunciadas en los distintos informes oficiales.

Si tomamos el indicador del valor del mercado accionario, se observará que ha seguido evidentemente la misma tendencia del IPC. Al considerar dicho valor de mercado en dólares, se reflejará la magnitud del efecto de la devaluación en este mercado, el cuadro 3 lo muestra.

Apréciense cómo la devaluación afectó el valor de las acciones; todavía en septiembre de 1996 representaba el 58% del valor existente al momento de tomar posesión el presidente Zedillo, todavía lejos de recuperar el nivel de noviembre de 1994.

La inversión extranjera de cartera en el mercado de capitales se ha demostrado que es altamente especulativa en los últimos años en el caso de México, pues sus montos fluctúan de acuerdo con las expectativas de obtención de ganancias rápidas, retirándose en forma importante si desaparece esta situación, el cuadro 4 nos ilustra al respecto.

De acuerdo con los datos anteriores, al inicio de la crisis durante diciembre de 1994 salieron de la Bolsa de Valores 16 mil millones de dólares solamente de inversión extranjera, lo cual presionó al alza el tipo de cambio en forma intensa y contribuyó a elevar sustancialmente las tasas de interés.

Dadas las condiciones anteriores, el mercado de capitales no pudo ser una alternativa de financiamiento para las empresas durante los dos primeros años del gobierno zedillista, pues el financiamiento neto del mercado de acciones significó solamente en 1995 la cantidad de 13 millones de dólares; para el periodo enero-septiembre de 1996 las nuevas colocaciones realizadas alcanzaron 606.5 millones de dólares, cifra muy por debajo a la correspondiente a 1994, cuando hubo un financiamiento neto del mercado accionario

por 1,757.3 millones de dólares (Indicadores Bursátiles, BMV).

Mercado de divisas

La característica principal del mercado de divisas a partir de la crisis de diciembre de 1994 fue el tránsito hacia un régimen de flotación relativamente libre ante la imposibilidad de mantener el de banda de flotación, dada la escasez de reserva de divisas por parte del banco central.

Si bien los tipos de cambio se ajustan en función de los diferenciales de inflación entre los países, las condiciones políticas y económicas en las cuales en México se desató dicho ajuste, provocaron una subvaluación transitoria del valor del peso con relación al dólar. Considero que las reformas salinistas al marco legal del sistema financiero, adecuándolo a la internacionalización del capital, fueron también causas de la profundidad de la crisis y de que el país quedara en un mayor grado de indefensión.

La proporción de la devaluación en este contexto se vuelve impredecible y se agota cualquier volumen de reservas internacionales puesto que toda la liquidez trata de cambiarse a divisas. En estas condiciones la libre movilidad internacional de los capitales permite fugas masivas que no solamente desestabilizan a cualquier país sino, como en el caso del nuestro, lo ponen al borde de la quiebra y necesitando un severo ajuste, que, concretamente, significa que la mayor parte de la población tendrá que pagar el costo. Al no haber dólares, lo que tiene que establecerse es el citado régimen cambiario de flotación, cuyo principio se basa en la determinación de un tipo de cambio libre de acuerdo con "las fuerzas del mercado", por lo cual, en cuanto al informe citado del Banco de México: *...el banco central no tiene obligación de intervenir en el*

CUADRO 4
Inversión extranjera en el mercado de capitales
(miles de millones de dólares)

Año	Monto
Nov. 1994	50.3
Dic. 1994	34.3
Dic. 1995	24.5
Sep. 1996	32.4

Fuente: Elaborado con datos de *Anuarios Bursátiles e Indicadores Bursátiles*, BMV.

mercado de divisas. Bajo esta perspectiva, con relación a la visión del Banco de México, supuestamente, el tipo de cambio ya no juega el papel de ancla nominal de la economía como en el régimen de banda de flotación y por lo tanto:

...el objetivo de la política monetaria no es, por definición, el mantenimiento del precio de la moneda nacional a un nivel determinado... no se espera que...pueda seguir funcionando como ancla nominal del nivel general de los precios.

Este nuevo tipo de régimen cambiario ha traído, de acuerdo con el Banco de México:

profundas implicaciones para la conducción de la política monetaria. Con dicho régimen, el banco central adquiere el control sobre la base monetaria... En estas circunstancias, la base se modifica por el manejo discrecional del crédito interno neto que hace el instituto emisor. Al actuar sobre la base monetaria, el instituto central puede influir sobre las tasas de interés y el tipo de cambio y, a través de ello, sobre la trayectoria del nivel general de los precios (Banco de México, 1996a).

A pesar del planteamiento anterior, los resultados del nivel general de precios no han sido tan favorables, pues, a partir de datos proporcionados por el mismo Banco de México, en 1995 la inflación esperada se estimaba en 42%, y sin embargo, alcanzó el 51.97%, debido, entre otras causas, a que el tipo de cambio promedio para el año fue de 7% superior al anticipado. Para 1996 la tasa esperada de inflación se estimó en 20.5%; no obstante, hasta el mes de octubre se acumuló una inflación de 21.90%, por lo cual se calculó que cerraría el año en un poco más del 25%, proporcionalmente la misma desviación del año anterior. Al respecto, el Banco de México en el informe sobre la política monetaria enero-junio, publicado en septiembre de 1996 señalaba:

Es del conocimiento público que los pronósticos de inflación para finales de 1996 de muchos analistas superan al 20.5 por ciento. Sin embargo, el Banco de México no contribuirá a la validación de esas expectativas (Banco de México, 1996b).

Durante el periodo analizado se pudo observar que el tipo de cambio no se dejó estrictamente al libre juego de las fuerzas del mercado, pues los ataques especulativos contra el peso y los ajustes para el logro

de una paridad real en torno a los diferenciales de procesos inflacionarios en Estados Unidos y en México, fueron contenidos por respuestas inmediatas de aumentos en la tasa de interés y por intervenciones del Banco de México, como se destaca en el informe de 1995 emitido por dicha institución, al afirmar:

...la Comisión de cambios resolvió que el instituto central interviniera en el mercado de divisas. Durante noviembre lo hizo en dos jornadas, utilizando un reducido monto de reservas (300 m.d. en total). El Banco de México volvió a intervenir otras dos veces en el mercado de cambios en diciembre, vendiendo 205 m.d. en ese mes (Banco de México, 1996a).

Considero que el tipo de cambio no se ha dejado a las libres fuerzas del mercado, porque de hecho sí afecta el nivel general de los precios y los niveles de endeudamiento de las empresas y del gobierno; de otra manera, ante la carencia de divisas en este periodo, no se hubiera tomado la decisión de fijar límites al crecimiento del crédito interno neto. Desde mi punto de vista, contrario al señalado por el Banco de México, uno de los objetivos de la política monetaria continúa siendo que el tipo de cambio no llegue a un nivel que presione más allá de cierto límite al nivel general de precios. De otra manera no existirían pasivos internacionales en divisas con propósitos de regulación cambiaria; recuérdese que los reportes de reserva internacional que periódicamente da a conocer el Banco de México incluyen activos más los pasivos que obtiene el banco a través de créditos para fines de regulación.

En el informe de 1995 del Banco de México, se constatan situaciones como la anteriormente descrita, pues se puntualizó:

...durante los primeros meses de 1995 persistió un clima de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financiero y de cambios. En algunos días de ese periodo, cuando ocurrieron vencimientos abultados de inversiones extranjeras en papel gubernamental o bancario que no fueron renovadas, el Banco de México vendió divisas provenientes de sus reservas.

De no haberse dado esa intervención en el mercado para combatir la presión sobre el tipo de cambio, la tasa de interés interbancaria hubiera sido mayor al 110% que alcanzó a mediados de marzo y el tipo de cambio no se hubiera podido contener en \$7.55 en las mismas fechas.

En el primer trimestre de 1995, cuando la reserva de divisas se había prácticamente agotado, los diversos deudores de pasivos en moneda extranjera tenían que hacer frente a los siguientes vencimientos:

Amortizaciones primer trimestre 1995

Deudor	Monto (millones de dólares)
Gobierno (tesobonos)*	5,878
Gobierno (deuda pública)	3,390
Bancos	2,503
Empresas privadas	1,171
Total	12,942

*En manos de no residentes.

Fuente: Elaborado con datos del *Informe Anual 1995*, Banco de México.

Los montos de vencimiento de corto plazo, ante la carencia de divisas para afrontarlos, pusieron al gobierno mexicano, que requería amortizar más de 9,000 millones de dólares, en verdadera situación de indefensión, y por lo tanto de dependencia de aceptar lo que viniera, tal como el acuerdo llamado Ortiz- Rubin a fin de que Zedillo pudiera mantenerse en la presidencia y que la incertidumbre generalizada pudiera evitar una corrida bancaria de pánico y atacar más intensamente el mercado de divisas que, sin duda, llevaría a un mayor nivel de devaluación del peso.

He aquí que el planteamiento conceptual del libre mercado de divisas tan defendido por el Banco de México cuando carecía de ellas, tuvo un viraje al ser sustituido el AUSEE por el PARAUSEE a principios de marzo de 1995: *...se decidió que en el corto plazo la política monetaria se orientara a reducir la volatilidad del tipo de cambio y, de ser posible, su excesiva depreciación*" (Banco de México, 1996a).

Cuando se echaban las campanas al vuelo de que se había alcanzado la estabilidad financiera, la firma del ARE pareció ser el detonador de una nueva espiral de incremento del tipo de cambio y de la tasa de interés, pues al iniciar noviembre de 1995 se estableció un nivel record de más de 8 pesos por dólar.

Para 1996 el tipo de cambio se apreció y mostró una relativa estabilidad entre enero y septiembre fluctuando entre 7.40 y 7.60 pesos por dólar. A partir de octubre se reinició nuevamente un ajuste en el tipo de cambio, que llegó a rebasar nuevamente los 8 pesos por dólar, valor que puede ser superado al

finalizar el año. El futuro del peso en el CME en estimaciones elaboradas hacia finales de noviembre de 1996 fueron de 8.01 pesos por dólar para fines de diciembre de 1996; de 8.46 para marzo de 1997; de 8.87 para junio de 1997 y de 9.61 para diciembre de 1997; lo que significa un incremento del 20% anual (Fuente: Reuters. Citada por *El Financiero*, noviembre 25, 1996).

Crítica a la autoevaluación de la política financiera del presidente Zedillo

El presidente Zedillo ha dedicado grandes espacios de sus discursos a realizar una defensa de la política anticrisis implementada durante sus dos primeros años de gobierno, de los resultados macroeconómicos y en general del llamado modelo neoliberal dentro del cual se inscriben sus perspectivas teóricas. Le ha correspondido abrir el debate en torno a dicho modelo económico que se ha implantado y, casi al mismo tiempo, cancelarlo.

Sin embargo, están a la vista los posibles alcances y limitaciones de un modelo que constituye una nueva fase de desarrollo del capitalismo, pero que en México no ha generado hasta la fecha tasas de crecimiento sostenidas, sino solamente expectativas que no se han concretado. La profundidad de su primera crisis nos muestra una economía sujeta a grandes vaivenes, en donde lo desarrollado ha sido la especulación financiera, con altos rendimientos pagados al capital financiero y el crecimiento de un sector exportador minoritario, favorecido por la profunda devaluación, como punta de lanza del crecimiento que abarca un sector minoritario de empresas que no ha alcanzado a arrastrar el resto de la economía, sino que perduran los efectos del crecimiento frustrado del periodo 1991-1993, durante el cual un gran número de empresarios adquirieron créditos que se convirtieron en deudas impagables al estallar y desarrollarse la crisis.

Como ejemplo de la autoevaluación gubernamental que abarca sus dos primeros años de gobierno, tenemos el *II Informe de Gobierno*. Es un documento en el que se realiza una evaluación en perspectiva de dicho periodo y de cómo observa el panorama futuro.

Dicho informe manifiesta, a mi juicio, profundas contradicciones en la interpretación de los fenómenos financieros y económicos resultantes del modelo económico impuesto en el país desde el inicio de los años ochenta, incluida su primera gran crisis y la profunda

contracción de 1995-1996 y que el presidente denominó como una etapa de emergencia económica, durante la cual, entre otros daños, el PIB se tradujo en una caída de más del 6%, cerraron más de 16 mil empresas y se llegó a niveles altos de desocupación. Puntualizaremos algunos aspectos que nos llevan a la reflexión del citado Informe:

1. En el II informe, la política económica que provocó tal colapso, que ha sido denominado en los círculos académicos como "el modelo neoliberal", no solamente no fue cuestionado por el actual presidente, sino que realizó una defensa a ultranza del mismo. Existen múltiples estudios que demuestran el alto costo social y el grave deterioro de la población al aplicarse dicho modelo, aún en fase de expansión, ya que los beneficios se canalizan preferentemente hacia quienes tienen el poder económico y el poder político (sexenio salinista y el actual).

Una contradicción de fondo fue el planteamiento del presidente Zedillo, al señalar que: *El motor para extender y consolidar la recuperación, y para alcanzar el crecimiento que nos proponemos en 1997 residirá en la inversión privada*. De acuerdo con el Artículo 25 de la Constitución dice, a la letra, que para el desarrollo del país: *Concurrirán, con responsabilidad social, el sector público, el sector social y el sector privado*; agrega el citado artículo constitucional que: *Corresponde al Estado la rectoría del desarrollo nacional para que éste sea integral, que fortalezca la soberanía de la nación y su régimen democrático*. Desde mi punto de vista, el planteamiento del presidente Zedillo contraviene el *espíritu de la Ley*. El Constituyente nunca consideró que el motor del desarrollo fuera la inversión privada, debido a que ésta persigue un máximo de ganancia sin considerar el beneficio social o de la nación como prioritario, por lo menos es lo que hasta el día de hoy ha demostrado la historia. El gobierno mexicano no puede renunciar a esta facultad constitucional; el Congreso de la Unión y el pueblo de México tendrá que demandárselo.

2. A su juicio, *el país superó la etapa de emergencia económica y ha iniciado claramente la recuperación*, fundamentó su afirmación con el crecimiento promedio del PIB de 3% en el primer semestre; la disminución de la tasa de desempleo abierto de 7.6% (agosto de 1995) a 5.8% (julio de 1996); reducción de la inflación de 38% a

18.5% en el periodo enero-agosto de 1995 y 1996 respectivamente. El tipo de cambio se ha estabilizado y ha bajado la tasa de interés, las exportaciones son uno de los motores claves de la recuperación, se ha recuperado el acceso a los mercados de capitales.

Aquí hay otra gran contradicción con la realidad, pues ni siquiera considera el papel desestabilizador que ha jugado el capital financiero en las crisis de la economía nacional e internacional y que, en cualquier momento, al desaparecer las condiciones de ganancias o haber indicios de desconfianza por motivos sociales o políticos, este capital sale abruptamente, provocando devaluaciones y subidas de las tasas de interés, este *modus operandi* se ha repetido en 1982, 1987 y 1994-1995.

No aclaró que un factor de inestabilidad lo constituye que la relación peso-dólar no se encuentra en su valor real y que, una vez que pase la elección en Estados Unidos y en México, seguramente se reactivará el deslizamiento, lo que afectará nuevamente las tasas de interés y por lo tanto, el crecimiento de la economía. Desde mi punto de vista, las bases para echar las campanas al vuelo son muy endeble y solamente como un acto de fe puede sostenerse que: *se ha iniciado claramente la recuperación*, como empecinadamente se nos ha querido convencer.

Una interpretación alternativa es que del decrecimiento de la economía hasta marzo de 1996, el tener una tasa del 7% en el segundo trimestre, en primer lugar, de ninguna manera recupera el nivel de producto de diciembre de 1994 y en segundo lugar, siendo suspicaz, hay que analizar qué fuerzas provocaron ese supuesto crecimiento (Recuérdese que estamos en México). La recuperación de los empleos permanentes de acuerdo con datos que proporciona el IMSS se convierte en el nuevo mito genial del sexenio.

3. Aclaró el presidente Zedillo que:

el inicio y la consolidación no serán suficientes para reparar de inmediato los daños que causó la crisis en el nivel de vida de la población, y menos aun para remediar los rezagos que históricamente se han acumulado, sin poner plazo ni límites consideró que para lograrlo:

es preciso transformar la recuperación que ahora se inicia en un proceso prolongado y sostenido en que,

año tras año, la economía nacional crezca a tasas considerablemente mayores que la población.

Hizo un llamado para iniciar una nueva etapa en lo económico, a mi juicio, el clásico “borrón y cuenta nueva”, no ha pasado nada y ahora si viene la buena, pues nos habló de “una nueva etapa de esfuerzo compartido y de mejores frutos para todos”. ¿Qué dirán al respecto los empresarios quebrados, los deudores insolventes, los desempleados que nunca volverán a los puestos de trabajo, los millones de pobres y, en general todos los mexicanos que creyeron igualmente en los planteamientos engañosos del salinismo? Considero que, dado que la credibilidad está en su más bajo nivel, sólo lo creerán los que real-

mente van a recibir la mayor parte de esos “mejores frutos”.

4. Otra gran contradicción es la continuidad del modelo salinista, pues la nueva etapa que nos propone el presidente Zedillo se basa en:

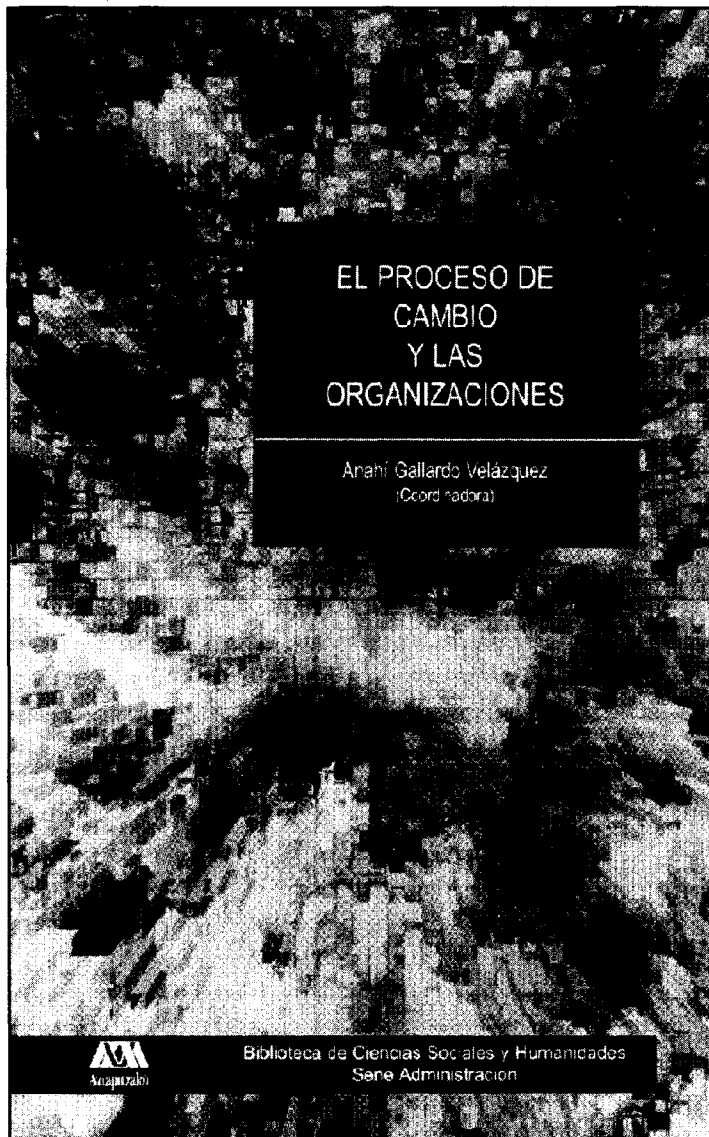
tres quehaceres esenciales... seguir aplicando el programa económico que nos ha permitido vencer la emergencia e iniciar la recuperación... continuar las reformas estructurales para contar con una economía cada vez más eficiente, aumentar significativamente el ahorro nacional.

Sobre este último punto, el Banco de la Reserva Federal de Nueva York dio a conocer recientemente que los depósitos de mexicanos en bancos extranjeros se incrementaron en 12 mil 500 millones de dólares durante 1995. Sobre el cambio estructural, los resultados de dicho modelo son de sobra conocidos y son los inversos a los planteados en el informe.

5. La parte final de su mensaje convoca a los mexicanos a participar en la “nueva etapa”. Desde mi punto de vista es una construcción literaria del deber ser o el sueño de una mañana de verano, del México ideal, de la sociedad perfecta. Esta nunca ha existido ni existirá bajo las condiciones planteadas en el Informe. Se nos figura el papel de un mago que mueve una mano distractora para con la otra ejecutar la suerte, que invariablemente nos conducirá a lo inverso, un modelo excluyente para la mayor parte de la población, la venta del país en su empresas y territorio y la preocupante militarización creciente que avocinan tiempos cada vez más difíciles para la sociedad.

Este discurso de autoevaluación carente de auto-crítica ha sido la constante gubernamental hasta el cumplimiento de los dos primeros años de gobierno zedillista, el pasado 30 de noviembre, después de una gira por países orientales, el presidente Zedillo pronunció un discurso de balance de dicho periodo, al clausurar el xx congreso Nacional de Tribunales Superiores de Justicia en la ciudad de Monterrey, en el cual volvió a reiterar lo señalado en el II Informe de gobierno, al expresar:

En los dos primeros años de gobierno, ese esfuerzo ha significado enfrentar y superar circunstancias muy difíciles, vencer la emergencia económica e iniciar una firme recuperación económica como un paso hacia el creci-



miento con empleos, mejores salarios y equidad de oportunidades.

En la misma intervención, el presidente volvió a cerrar el paso a quienes han hecho crítica al decir que:

La decisión, el esfuerzo y la fe en México de esos millones de hombres y mujeres disipa el pesimismo de los muy pocos aunque irremediamente protagónicos, que desde la frustración, pero también desde el privilegio y la comodidad, sólo alcanzan a pronosticar desastres siempre fallidos (*La Jornada*).

Estamos de acuerdo en la existencia de la frustración, pero no de unos cuantos, sino de la mayor parte de la población mexicana que, si bien no han podido pronosticar los desastres provocados por los gobernantes, si les ha tocado vivirlos y padecerlos.

Conclusiones

En los mercados financieros aún persisten problemas muy severos de cartera vencida en el mercado del crédito que no han permitido tasas positivas y crecientes de financiamiento, en las visiones más optimistas, dicho financiamiento al sector privado por parte de la banca comercial apenas se incrementará 1% para 1997, insuficiente para lograr tasas de crecimiento del producto suficientes para reestablecer la situación anterior a la crisis.

Los niveles de tasas de interés son relativamente altos y no se preve que la tasa interbancaria baje a menos de 21% durante 1997, dados los niveles esperados de inflación de alrededor del 20%, el mercado de divisas presentará crisis cada vez más periódicas.

El mercado de capitales estará sujeto a los movimientos de la internacionalización de los capitales, es decir, cada vez más sujeto a la especulación del capital financiero, que, ante expectativas reales o supuestas de crecimiento de la economía, sobredimensionarán el valor de mercado hasta crear una burbuja inflacionaria insostenible y a partir de ese momento puede venir la estampida de los capitales hacia otro paraíso.

Los anteriores son factores adversos para el restablecimiento de expectativas favorables en el mediano plazo y no permiten que la reactivación de ciertos sectores se traduzcan automáticamente a la mejora del poder adquisitivo de la mayor parte de la población.

Considero que dadas las condiciones existentes en los distintos mercados financieros que se han analiza-

do, en el mediano plazo se presentarán tasas muy moderadas de crecimiento, lo que llevará varios años –en el mejor de los casos– para alcanzar el nivel de empleo y producción que se tenía antes de la crisis, y se mantendrá latente el resurgimiento de una nueva fase depresiva, dado que existe un empecinamiento gubernamental de no hacer ajustes a la política económica, a costa de generalizar acontecimientos recientes muy graves, tales como la militarización del país, la progresión de la violencia institucionalizada y no institucionalizada, el estallamiento de focos múltiples de conflicto que, de hecho ya nos han adentrado en el ojo del huracán y cuyos efectos políticos nos plantean escenarios que van hasta la fascitización. Todo lo cual nos aleja cada vez más de la aspiración de instaurar gobiernos democráticos que busquen verdaderamente el desarrollo de México, donde lo humano se convierta en el eje del mismo hasta alcanzar la democracia económica que de hecho ha constituido la permanente utopía.

Fuentes bibliográficas

- Anuario Bursátil*, Bolsa Mexicana de Valores, años 1994 y 1995.
Criterios Generales de Política Económica para 1996. Presidencia de la República.
El Financiero, "Fin a Crisis Recurrentes", editorial, 18 de noviembre de 1996
Indicadores Bursátiles, Bolsa Mexicana de Valores, meses de enero a septiembre de 1996.
Información Básica, Centro de Estudios Económicos del Sector Privado, 1996.
Informe sobre la Política Monetaria, En el lapso 1o. de enero de 1996-30 de junio de 1996. Banco de México, septiembre de 1996.
Informe Anual 1995, Banco de México, 1996a.
La Jornada, "México Rechaza a Pesimistas: Zedillo".
Zedillo, Ernesto, *II informe de Gobierno*, septiembre de 1996.

Referencias

- Banco de México (1996), *Informe sobre la política monetaria*, 1o. de enero 1996/30 de junio 1996.
——— (1995), *Informe anual*.
Bolsa Mexicana de Valores, *Anuario Bursátil*, 1994/1995.
——— (1996), *Indicadores bursátiles*, enero/septiembre.
Centro de Estudios Económicos del Sector Privado (1996), *Información básica*.
Presidencia de la República (1996), *Criterios generales de política económica para 1996*.
"Fin a crisis recurrentes", *El Financiero*, noviembre 18, 1996.
"México rechaza pesimistas: Zedillo", *La Jornada*.
Zedillo Ernesto (1996), *II Informe de gobierno*.