

NOVIEMBRE DE 1994: LA VERDADERA HERENCIA ECONÓMICA

Todo presidente de la República, al temlinar su gestión, deja logros y avances pero también retos pendientes y problemas. Lo que se transfiere es el gobierno de una nación viva, compleja. Pensar que luego de seis años de gobierno un país se entrega sólo con activos es suponer que el ser social es inerte. Yo recibí activos y pasivos de mi antecesor; como todos los presidentes entrantes los recibieron de quienes los precedieron en el cargo. Por eso, como presidente de la República siempre advertí sobre el error de pensar que el país empezaba o concluía con una administración.

Los problemas no se gestan de la noche a la mañana. Pero las crisis sí se pueden desencadenar en un corto tiempo. Errores y decisiones equivocadas pueden desatar una crisis en cuestión de horas. Hay crisis cambiarias que explotan cuando se rompe la credibilidad de los ahorradores y de los inversionistas. Irving Fisher, el destacado economista de principio de siglo, afirmaba: "La confianza no es comprada; más bien es prestada, puesto que puede perderse en cualquier momento y con increíble rapidez". El crecimiento con estabilidad, la meta de millones de mexicanos desde hace varias décadas, sólo se da cuando coinciden dos factores: el primero es el crecimiento de la productividad combinado con una disciplina fiscal y monetaria que permita elevar el ahorro interno; el segundo es la confianza. Sin confianza difícilmente responderán los ahorradores, los inversionistas o los trabajadores.

En 1994, al entregar la responsabilidad del gobierno, existían problemas que reconozco: el déficit en cuenta corriente era elevado por tercer año consecutivo; no se había consolidado una supervisión suficiente de la banca; el manejo del tipo de cambio había cumplido ya su misión (estabilizar la economía) por lo que se hacía necesario pasar del mecanismo de las bandas cambiarias a un sistema de flotación administrada; aunque las exportaciones crecían a una tasa muy alta, era necesario revisar el nivel del tipo de cambio para determinar si era el adecuado o estaba sobrevaluado; a pesar de que se había intentado ampliar la banda de flotación, el sistema había llegado a su límite, luego de operar con gran eficacia durante cinco años en el marco de las reformas introducidas para fomentar la inversión, el crecimiento y finalmente el bienestar de los mexicanos.

Otro problema, el de la cartera vencida de la banca, se había detectado y trabajábamos para resolverlo; los márgenes entre las tasas de interés activas y pasivas eran altos, por lo que se hacía necesaria una mayor competencia entre los bancos, sobre todo mediante la apertura a más bancos del exterior; no obstante, esa apertura tenía que realizarse de manera ordenada, para evitar que el sistema de pagos mexicano quedara en manos extranjeras.

Por otra parte, la insuficiencia de ahorro interno, un problema histórico en México, se empezó a enfrentar con el SAR. Este sistema de ahorro no operó en los tiempos deseables, pero sí representaba un paso importante que exigía varios años para surtir efecto, como había sucedido. Además, las altas tasas de ahorro no habían probado ser suficientes para evitar crisis cambiarias, como pudo observarse en Malasia y Tailandia, países que a fines de los noventa llegaron a tasas de ahorro del 30% con respecto al PIB frente a 19% de México, y tenían un déficit muy elevado en la cuenta corriente (mayor al que nuestro país enfrentó en 1994). Malasia y Tailandia, sin embargo, padecieron una terrible crisis cambiaria en 1998.

Había, pues, problemas económicos en proceso de resolverse, pero que no eran sinónimo de crisis sino expresiones de un proyecto modernizador en construcción. Estos problemas fueron enfrentados con oportunidad a lo largo de mi administración. Se hizo con la participación del equipo económico mediante innumerables reuniones del Gabinete Económico y de la Comisión Intersecretarial Gasto-Financiamiento, encabezada por los secretarios del área económica (entre ellos Zedillo cuando era titular de Programación y Presupuesto), y en las cuales participaron muchos de los miembros que pasaron a formar parte del Gabinete de Zedillo. Por lo tanto, no es creíble que después argumentaran que no conocían los pormenores de las vulnerabilidades.

Las críticas a mi administración dejaban de lado los activos. A finales de 1994 la inflación anual era de

7%; la deuda pública total se había reducido a la tercera parte (y era muy baja de acuerdo a los criterios de la OCDE); se había eliminado el déficit fiscal y las exportaciones estaban creciendo muy rápidamente (a tasas sin paralelo incluso frente a los países conocidos como "Los tigres asiáticos"). En materia social, el país había logrado frenar el crecimiento de la pobreza y de la concentración del ingreso y daba paso a una perspectiva para su corrección. En el ámbito político, el resultado de la elección presidencial de 1994 fue mayoritario para el candidato del PRI y aceptado prácticamente por todos, dentro y fuera del país. En el contexto internacional, existía un reconocimiento a lo realizado por México y un clima de opinión muy favorable al país ya los mexicanos. Había, pues, una base sólida para enfrentar los conflictos. ¿Por qué entonces se pasó tan rápido a una crisis tan severa en 1995? El propósito de este capítulo es precisar la magnitud de los problemas y tratar de establecer si eran sinónimo de crisis.

Algunos documentos del FMI y del Banco Mundial dados a conocer durante 1994 hacían un claro reconocimiento al programa económico de mi administración. En septiembre de ese año, el FMI publicó un reporte titulado *International Capital Markets*; en él se comentaba que el desempeño de la situación económica mexicana era tan acertado que no se justificaba la sobretasa que debían pagar los bonos del país. Al mes siguiente, octubre, en su *World Economic Outlook* el FMI señaló que la recuperación de la economía mexicana sería rápida. Y algo más relevante: el Fondo afirmó que para 1995 se proyectaba un crecimiento mayor dada la expansión de la inversión privada. Por su parte, en noviembre de 1994 el Banco Mundial difundió un reporte, según el cual el resultado de la elección de ese año permitía anticipar la plena recuperación del crecimiento económico y un período de gran estabilidad.¹

La perspectiva económica de México era muy favorable al final de mi administración. Los reportes de los llamados banqueros de inversión y de los fondos multinacionales divulgados entre octubre y diciembre de 1994 presentaban panoramas muy alentadores. Varios de esos reportes llegaron incluso a solicitar que se elevara la jerarquía de los bonos de México; alguno llegó, además, a pronosticar, en noviembre, que el peso se fortalecería. Ninguna de estas evaluaciones consideraba que la inversión en nuestro país fuera de carácter especulativo;² ninguna pronosticaba una devaluación, aunque varias reconocían tensiones en el mercado cambiario.³

Uno de esos reportes, el de Bear Stearns, mencionó en noviembre de 1994:

Esperamos que el mercado de valores de México se desempeñe mejor que la mayoría de los mercados de valores, conforme los inversionistas reconocen la estabilidad del programa económico y el significado de la relación comercial de México con los Estados Unidos. Sin embargo, esperamos que la bolsa se correlacione con la bolsa norteamericana y anticipamos que tendrá un límite superior, a menos que Zedillo resulte tan fuerte como lo fue Salinas durante su primer año de gobierno.⁴

Los logros señalados no dejaban lugar a dudas. Un mes antes del cambio de gobierno, en octubre de 1994, la revista especializada *Businessweek* comentó:

Los indicadores fundamentales de la economía mexicana están mejorando: aumenta la productividad del país, las finanzas públicas se mantienen cerca del balance y la inflación es la más baja registrada desde hace 21 años... El Virtual presidente electo de México, Ernesto Zedillo, recibirá el próximo primero de diciembre la economía más estable que haya tenido cualquier otro presidente de ese país en 20 años.⁵

La verdad confundida

Quienes hemos tenido el privilegio de servir a México en cargos de responsabilidad debemos actuar, hablar y discutir nuestras tareas mientras estamos en ellas. No es correcto expresar posteriormente lo que nunca nos atrevimos a decir mientras desempeñábamos el cargo.⁶

Conviene enumerar cada uno de los problemas que se señalaron y mostrar la información objetiva para contribuir a elucidar una verdad mas objetiva.

En la prensa mexicana y en algunos medios internacionales se dijo que la terrible devaluación de

diciembre de 1994 y la crisis que provocó se debieron a un conjunto de errores cometidos por mi administración. Así, se afirmó que mi gobierno "ocultó" información, sobre todo la relativa a los Tesobonos ya las reservas internacionales; que pospuso la devaluación del peso; que dio paso a que el déficit en cuenta corriente llegara a niveles inmanejables; que aumentó el gasto público para ganar la elección; que dejó una insolvencia igual a la de 1982; que heredó una bomba de tiempo al nuevo gobierno con el problema del déficit fiscal, con el de la cartera vencida de la banca y con el de la falta de ahorro y de competitividad de la economía. Algunos llegaron a sugerir que todos estos descuidos cometidos a finales del sexenio obedecían a que en esas fechas ya sólo me interesaba la presidencia de la OMC.⁷ Los nuevos críticos de mi administración -elogiadores desmedidos unos, serios otros- remataban sus asertos *con* una frase reiterada: "Nos engaño".⁸

Desde otro punto de vista se ha escrito que "el nuevo gobierno [de Zedillo], en un intento por alejar la crítica social ante la situación económica, buscó canalizarla hacia el gobierno anterior, con lo que afectó al tejido político-social del país".⁹

Conviene analizar la lista de señalamientos a la luz de las evidencias

¿Se ocultó información?

Entre 1995 y 1996 se repitió sistemáticamente que mi gobierno ocultó información sobre los Tesobonos y sobre el nivel de las reservas internacionales. Este argumento se utilizó para contrarrestar la tendencia inicial, espontánea, de hacer responsable de la crisis del llamado "error de diciembre" a la administración de Zedillo. En efecto, primero se dijo que la desconfianza en la estabilidad económica de México se había extendido a causa de que el gobierno de Zedillo le dijo a los inversionistas nacionales y extranjeros que no habría devaluación y poco después devaluó; más tarde, los críticos argumentaron que mi gobierno había ocultado información.

Una revista muy prestigiada, *The Economist*, publicó en octubre de 1995: "Un ocultamiento deliberado de las cifras escondió la magnitud del problema hasta que ya era demasiado tarde".¹⁰

Por su parte, y como se verá más adelante, el **FMI** denunció desde muy temprano que la crisis obedeció a que algunos mexicanos recibieron información por adelantado sobre la inminencia de una devaluación. No obstante, a finales de 1995 miembros de este mismo organismo cambiaron su versión de los hechos y junto con algunos funcionarios del Banco Mundial hicieron correr la especie de que el problema no pudo anticiparse porque *use* ocultó información".¹¹

En diversas ocasiones señalé que no podía argumentarse como excusa de la crisis una supuesta falta de información sobre las reservas internacionales o los Tesobonos. Desde los años cuarenta los montos de esas reservas se hacían públicos de manera oficial tres veces al año: en el Informe Anual del Banco de México, hacia el primer trimestre; en el discurso del Director del Banco de México ante la Convención de Banqueros, por lo general en el verano; y, por último en el Informe Presidencial, De acuerdo con esta costumbre de más de cincuenta años, en 1994 las cifras oficiales sobre las reservas internacionales se hicieron del dominio público en tres ocasiones en el Informe Anual del Banco de México de marzo de ese año; en el discurso del gobernador Miguel Mancera ante la Convención de Banqueros, en octubre; y en mi informe presidencial, el primero de noviembre, Durante este último se precisó con toda anticipación la trayectoria de las reservas internacionales, antes de la devaluación de finales de diciembre"

En México, las cifras mensuales sobre la balanza comercial se difundían con mayor anticipación que en la mayoría de los países desarrollados, Además, las cifras trimestrales de la balanza de pagos y la información sobre las reservas internacionales se daban a conocer con el rezago anunciado de siete semanas, El segundo semestre de 1994, en los principales diarios nacionales se publicó el calendario de entrega al público de las estadísticas básicas para el resto del año, Entre ellas estaban las de la balanza comercial; en el calendario se especificaba que el 21 de octubre se publicarían las relativas al mes de agosto, el 18 de noviembre las del mes de septiembre y el 19 de diciembre las relativas a octubre, Así se hizo Ciertamente, México difundió durante 1994 estadísticas más oportunas y confiables que muchos países industrializados,

Lawrence Summers, secretario del Tesoro de los Estados Unidos, tuvo que reconocer que el supuesto ocultamiento de la información era una mentira, En 1996, Summers escribió un artículo en *The Economist*, la

revista que un poco antes había mencionado el ocultamiento de la información Ahí, Larry Summers afirmó:

En contra de lo que se ha dicho, la información sobre la deuda de Tesobonos mexicanos estuvo disponible de manera libre, inmediata y pública durante 1994 " y sobre las reservas internacionales, los reportes de mercados contenían regularmente estimaciones muy exactas.¹³

Mas aún, ninguno de los reportes de las instituciones financieras multilaterales, ni de las calificadoras de riesgo, ni los bancos de inversión que reconocieron los logros, reprochaban ausencia de información, Tampoco se hablaba sobre algún problema crítico con el déficit de la balanza de cuenta corriente o con el nivel del tipo de cambio,

La información sobre los Tesobonos: disponible al público desde 1991

Se hizo creer después de otras explicaciones fallidas que los Tesobonos fueron la causa de la devaluación de diciembre de 1994 y que se ocultó su existencia. No obstante, la devaluación se dio antes de que los Tesobonos se convirtieran en problema. Estos instrumentos se venían emitiendo desde principio de los años noventa y el Banco de México presentó cada mes su saldo en una publicación mensual: *Indicadores Económicos* -tal vez la información más conocida por los analistas desde hace al menos 25 años. Los *indicadores* circulaban de manera general y estaban disponibles a todo el que los solicitara. Cualquier, estudioso, inversionista o servidor público relacionado con el tema sabía de su existencia. Por lo general, en el cuadro 1-20 se presentaban los datos sobre la deuda interna del sector público; ahí mismo, cada mes, en 1991, 1992, 1993, 1994 y 1995 apareció una columna denominada "Tesobonos", la cual mostraba el detalle, mes a mes, de su emisión.

Los *Indicadores Económicos* publicados en enero de 1994 exhibían el saldo de Tesobonos a noviembre de 1993: \$3,063.8 millones de pesos. Los de febrero mostraban el saldo a diciembre de 1993: \$3,841.7 millones de pesos. Los de marzo exhibían el saldo a enero de 1994: \$4,512.1. Las emisiones de Tesobonos empezaron a crecer a partir de mayo de ese año por dos razones: como secuela de la competencia que ejercía el alza de las tasas de interés en los Estados Unidos y como consecuencia de los acontecimientos políticos del primer trimestre. Los *Indicadores* de julio señalaban en el cuadro 1-20 que el saldo de Tesobonos para mayo había registrado un aumento importante, al llegar a 18,577.6 millones de pesos, más del doble del mes anterior. La información fluía libre y públicamente.

A lo largo de 1994 los *Indicadores Económicos* continuaron publicando el monto de los Tesobonos. Los *Indicadores* de noviembre presentaron el saldo a septiembre: \$47,858 millones de pesos. Los analistas que adquirieron esos *Indicadores* conocían con detalle el crecimiento de esos valores. Sabían por lo tanto, que los datos consignados arrojaban un monto que exigía apreciar su evolución.

El reporte de los Tesobonos también aparecía en las revistas internacionales. En julio de 1994 *The Economist* publicó:

El Banco de México ha tenido que emitir cantidades importantes de "Tesobonos" -bonos vinculados al dólar que son populares entre los inversionistas preocupados con el riesgo del tipo de cambio.¹⁴

Para apreciar el saldo de Tesobonos que mi administración entregó, así como el saldo al final del primer mes de la administración de Zedillo, pueden consultarse los *Indicadores Económicos* del Banco de México de febrero de 1995. Ahí, en el cuadro 1-20, aparecen los datos relativos a noviembre y diciembre de 1994: al 30 de noviembre había en circulación 55,575.5 millones de pesos en Tesobonos; ¹⁵ al 31 de diciembre esa cantidad casi se había duplicado. La cifra se fue al doble debido a dos factores: la emisión de Tesobonos que realizó el propio gobierno de Zedillo y el efecto de la devaluación. En el cuadro 1-54 de los *Indicadores* aparece el tipo de cambio del peso mexicano respecto al dólar de los Estados Unidos: la cotización promedio para solventar obligaciones en moneda extranjera en noviembre de 1994 fue de \$3.4498 pesos por dólar; en diciembre el dólar ya costaba \$5.3250 pesos en promedio durante el mes.

Al 30 de noviembre de 1994, los Tesobonos ascendían a 16,109.7 millones de dólares; esta cantidad es la que efectivamente dejó mi administración. Al 31 de diciembre los Tesobonos sumaban 17,770 millones de dólares, lo cual significó que durante diciembre, de acuerdo con los datos del Banco de México, la

administración de Zedillo emitió, cuando menos, 1,670.3 millones de dólares adicionales de Tesobonos.

Los Tesobonos no tenían vencimiento inmediato: no heredamos una situación desesperada

Del total de Tesobonos que dejó mi administración, sólo una parte tenía vencimientos inmediatos. En realidad, los vencimientos eran escalonados a lo largo de 1995. Así, de ese saldo y lo que le agregó el gobierno de Zedillo, durante el primer trimestre de 1995 sólo vencían un poco más de la tercera parte; para enero de ese año, vencían 3,290 millones de dólares, y en febrero y marzo eran vencimientos por montos similares.¹⁶

Tesobonos. Vencimientos 1995 (Millones de dólares)

<u>Enero</u>	<u>3,290</u>
<u>Febrero</u>	<u>3,495</u>
<u>Marzo</u>	<u>3,087</u>

Con una conducción adecuada de la política cambiaria para mantener la confianza en el país, los vencimientos de los Tesobonos pudieron haberse cumplido de manera ordenada. La crisis era evitable.

Cada emisión de Tesobonos tenía un vencimiento cercano a los 6 meses. La devaluación de diciembre de 1994 sucedió antes de que los tenedores empezaran a reclamar sus vencimientos.

En septiembre de 1994, Guillermo Ortiz le comunicó a Pedro Aspe que los Tesobonos habían sido reconocidos internacionalmente como “emisiones extremadamente seguras”

El lunes 10 de octubre de 1994 a las 14:15 horas, recibí en acuerdo a Pedro Aspe. Como siempre, llevaba sus temas en documentos muy bien ordenados. Entre ellos, incluyó una comunicación que le había enviado el subsecretario Guillermo Ortiz. Tenía por fecha el 20 de septiembre. Ortiz le informaba a Aspe que la agencia calificadora internacional Standard and Poor's (S&P) anunciaría en breve la calificación de diversos instrumentos de la deuda mexicana. Incluía dos de largo plazo, Bondes y Ajustabonos, los cuales obtenían la calificación de AA-, lo que mostraba que tenían "una fuerte capacidad de pago de intereses y repago de principal, y difiere de la calificación más alta (AAA) sólo en muy pequeño grado".

Éste era sin duda un hecho muy importante, pues al final del gobierno la principal agencia calificadora de deuda en el mundo le otorgaba esta calidad a la deuda mexicana. Era un signo de confianza indiscutible sobre la situación económica del país.

A continuación, Ortiz agregó en su texto un señalamiento que en ese momento resultó satisfactorio, pero después fue fundamental; la agencia calificadora S&P también dio su opinión sobre los Tesobonos. Ésta es la calificación que, con pleno conocimiento y convicción, Guillermo Ortiz le comunicó a Aspe:

En este contexto, es de importancia señalar que en fechas pasadas, los Cetes y Tesobonos fueron también calificados por S&P, pero por ser considerados instrumentos de corto plazo se utilizó una metodología distinta, otorgándose la calificación de A-1 + a ambos. En los criterios de S&P, los instrumentos de corto plazo con A-1 son aquellos considerados como los más capacitados para cumplir puntualmente con sus pagos. Asimismo, se otorga un signo positivo a aquellas emisiones que se consideran extremadamente seguras.

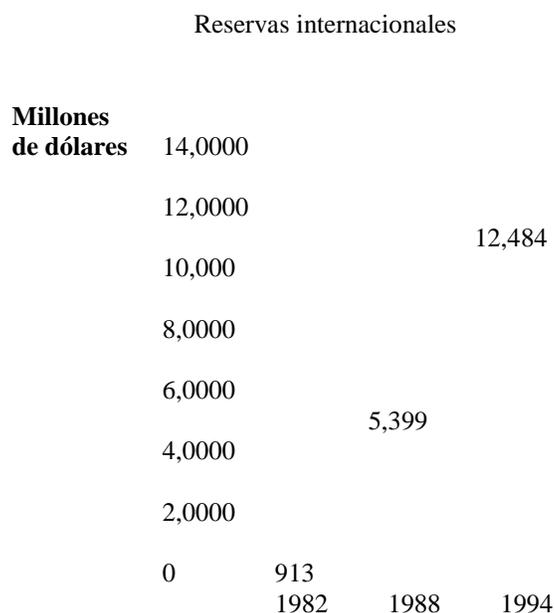
Esta fue la confirmación más contundente de que esos instrumentos no era una deuda escondida, sino conocida nacional e internacionalmente, Además Guillermo Ortiz, el funcionario más cercano a Zedillo, conocía perfectamente la existencia de los Tesobonos. Es decir, que a unas cuentas semanas de concluir mi gobierno, el equipo d Zedillo conocía y compartía el reconocimiento internacional a la calidad de los Tesobonos de ser “emisiones que se consideran extremadamente seguras”. Era comprensible que así fueran calificados, pues durante mi gobierno el valor en dólares de los Tesobonos estaba totalmente cubierto por el monto de las reservas y los apoyos internacionales.

Poco después de enviar esta nota, Guillermo Ortiz pasó a formar parte del gabinete presidencial de Zedillo. Para finales de diciembre de 1994 era ya Secretario de Hacienda.

En noviembre de 1994, el saldo de las reservas y los apoyos internacionales cubrían el valor de los Tesobonos.

Los capitales que salieron en diciembre de 1994 y que provocaron la maxidevaluación y el agotamiento de las reservas no eran los que estaban depositados en Tesobonos; fueron recursos de inversionistas mexicanos, como se verá más adelante. Las devaluaciones ocurridas en México en otros tiempos, se instrumentaron para proteger las reservas internacionales. La de diciembre de 1994 se realizó exactamente al revés: esa devaluación aceleró la pérdida de reservas hasta casi llegar a su extinción en unas pocas horas.

Cuando Miguel de la Madrid asumió la presidencia a fines de 1982 las reservas internacionales sólo ascendían a 913 millones de dólares. Miguel de la Madrid entregó el gobierno con un saldo en reservas internacionales de 5,399 millones de dólares. Durante el primer año de gobierno, mi administración utilizó la mitad de esas reservas con el objeto de aportar las garantías necesarias para reducir la deuda externa; sin embargo, no hubo crisis cambiaria. El 30 de noviembre de 1994, cuando entregué el gobierno, las reservas internacionales en el Banco de México ascendían a 12,484 millones de dólares,¹⁷ la cantidad de reservas más alta de la historia en el momento de un cambio de sexenio. Además, mi administración dejó disponible una línea de crédito con las autoridades de los Estados Unidos y de Canadá por alrededor de 7,000 millones de dólares; esta cantidad podría utilizarse en caso de contingencias, algo similar a lo que después se denominó "blindaje financiero"



Fue así que las reservas internacionales en el Banco de México al 30 de noviembre, sumadas al monto de la línea de apoyo de las tesorerías de los Estados Unidos y Canadá ascendían a 19,500 millones de dólares. Los Tesobonos llegaban para esa fecha a los 16,109.7 millones de dólares. Cuando entregué la responsabilidad del gobierno la cantidad de dólares disponibles era superior al valor de los Tesobonos. Además, como se demostró antes, esos Tesobonos no vencían el primero de diciembre sino en forma escalonada y en un horizonte de varios meses.

**Tesobonos y recursos internacionales
(noviembre, 1994)**

Millones de Dólares	Tesobonos	Reservas y apoyos
21,0000		19,500
18,0000		
15,000	16,109	
12,000		
9,000		
6,000		
3,000		
0		

Para el 31 de diciembre de 1994 las reservas internacionales se habían reducido a menos de 6,000 millones de dólares y los Tesobonos ya rebasaban los 17,700 millones. En sólo un mes el gobierno de Zedillo agotó las reservas necesarias para hacer frente a sus obligaciones financieras. Finalmente y como se verá más adelante el "error de diciembre" terminó con la confianza de los inversionistas nacionales y extranjeros, quienes ya no estuvieron dispuestos a renovar sus tenencias de Tesobonos. Esto marcó el inicio de la crisis de 1995.

Así, en diciembre de 1994 se pasó de un problema manejable a una crisis explosiva. Algunos críticos han señalado que empobrecí al país; sin embargo, al mismo tiempo reconocen que durante mi administración se logró disminuir la pobreza en el país. Estos mismos críticos se sumaban al coro de quienes señalan que los Tesobonos eran una deuda impagable: "En los años de Salinas habría habido una leve baja de los niveles de pobreza... pero habiendo dejado la economía en bancarrota, la tendencia se revirtió rápida y brutalmente".¹⁸

Por eso era tan importante precisar el verdadero monto de los Tesobonos y la capacidad del país para respaldarlos en noviembre de 1994. No es verdad, como se pretendió sostener, que mi gobierno dejó al país en bancarrota. El desastre económico y social de 1995 fue producto de un gran error que convirtió en crisis un problema manejable, como se comprueba en el siguiente capítulo.

¿Una expansión fiscal para ganar la elección presidencia de 1994?

Se dijo que mi gobierno aumentó el gasto público para promover un resultado electoral favorable al PRI.¹⁹ No fue así. La prioridad en relación al proceso político de la elección presidencial de 1994 no fue impulsar un crecimiento económico mayor. Quienes suponían que se elevó el gasto público con propósitos electorales partían de una idea que mi administración nunca compartió: que a mayor gasto mayor voto para el partido en el poder. Mi gobierno sostuvo una tesis diferente: lo esencial era consolidar la estabilidad de precios, puesto que durante los procesos electorales era más importante detener la inflación que acelerar el crecimiento.

Algunos críticos han afirmado que el aumento del gasto público en el tercer trimestre del año buscaba coincidir con la fecha de la elección -como si la expansión del gasto generara un aumento instantáneo del PIB. Las cifras probaron que este aserto era falso: el balance fiscal del sector público en 1994 registró un superávit de 0.1 %²⁰ y un presupuesto equilibrado no es expansionista. Ese año se mantuvo la misma disciplina fiscal observada a lo largo de mi administración. Se ha demostrado que el crecimiento económico de 1994 derivó sobre todo de la inversión privada, mientras que la contribución del gasto público fue mínima y creció por abajo del aumento de la demanda global por un monto que no podía considerarse equivalente a imprimir

dinero en un año electoral.²¹

Contra lo que afirmaron algunos analistas, el Banco de México no inyectó dinero al mercado para financiar un supuesto déficit de la administración: la cuenta del gobierno federal con el Banco de México no registró un solo préstamo durante ese año, ya que no hubo déficit fiscal.²²

El déficit de la banca de desarrollo, ¿otro elemento de la crisis?

Éste fue otro concepto presentado para introducir un velo de confusión y duda sobre la enorme tarea que elaboramos para eliminar el déficit fiscal. Resulta conveniente por ello explicarlo con cierto detalle. La banca de desarrollo, como antes se dijo, estaba formada principalmente por Nafinsa, Banrural, Bancomext y Banobras. En la contabilidad del sector público, al financiamiento neto que esa banca de desarrollo extendía al sector privado nacional se le denominaba "intermediación financiera". En 1994 el déficit de la intermediación fue inferior al del año anterior al representar el 3% del PIB (el año anterior fue 3.3%); y casi similar al que se registró en 1991 y 1992 (2.8% y 2.7% del PIB, respectivamente)²³

Durante la década de los setenta, el gobierno de México acordó con el Fondo Monetario Internacional sumar al déficit fiscal el déficit de la intermediación financiera, ya que, debido al funcionamiento de la banca de desarrollo (falta de capitalización y reservas), aquellos créditos que fueran irrecuperables tendrían que ser reembolsados por el gobierno federal a la banca de desarrollo. La intermediación financiera representaba, al menos en parte, un déficit fiscal potencial.

Esta forma de contabilizar el déficit acarrea serios problemas conceptuales. Por una parte, no todo el financiamiento neto era déficit fiscal sino sólo la parte irrecuperable. Por otro lado, si la banca de desarrollo daba un crédito a una empresa privada la deuda se convertía en déficit fiscal; en cambio, si la empresa era propiedad del sector público ese déficit no aumentaba. Había que resolver esa incongruencia.

A principio de la década de los noventa tuvo lugar una importante reforma estructural en la banca de desarrollo. La reforma a las leyes financieras obligó a esta banca a establecer coeficientes de capitalización, niveles de reservas y procedimientos de calificación de cartera similares, así como a imponer requisitos más estrictos que los de la banca comercial. Los requerimientos de capitalización y de reservas (supervisados por la Comisión Nacional Bancaria) propiciaron que el viejo concepto de intermediación financiera como déficit fiscal careciera de sentido. De esta manera, a partir de enero de 1993 las contingencias crediticias de la banca de desarrollo en su operación con el sector privado se enfrentaron con base en capital y reservas, por lo que ya no resultaba apropiado contabilizar a la intermediación financiera como parte del balance fiscal; ahora sólo habría que contabilizar las eventuales aportaciones del gobierno al capital de esos bancos.

No fue un cambio artificial en la contabilidad realizado en forma soterrada. Los cambios a la operación de la banca de desarrollo, así como su efecto sobre el impacto de la intermediación financiera en las finanzas públicas y su carácter de financiamiento privado, fueron explicados con amplitud al Congreso y a la opinión pública. Las reformas se presentaron a través del documento titulado "Criterios Generales de Política Económica para 1993", así como en el *Informe anual* del Banco de México de 1993.

El nuevo gobierno también conocía la situación de la banca de desarrollo, pues los directores de dos importantes instituciones financieras se incorporaron al equipo de campaña, y, más tarde, al gabinete presidencial de Ernesto Zedillo: Óscar Espinosa y Ángel Gurría. A principio de 1995, al presentar al Congreso de la Unión el estado de la deuda pública del país durante el año anterior, el gobierno federal afirmó que los recursos de la banca de desarrollo:

fueron utilizados principalmente para financiar proyectos en el sector exportador e industrial, poniendo particular atención a los estratos de la micro, pequeña y mediana empresa. Debe subrayarse que la mayoría de los apoyos otorgados a estos sectores se canalizaron al sector privado a través de la Banca Comercial, la cual asumió el riesgo crediticio.²⁴

La nueva administración no consideraba que la intermediación financiera formara parte del déficit fiscal; tan fue así que el nuevo gobierno tampoco la contabilizó dentro de ese déficit.

Por último conviene enfatizar que la cartera vencida de la Banca de Desarrollo sólo ascendía en 1994 a 2.9% de su cartera total, cifra por abajo del nivel de 1993, que había sido de 3.8%.²⁵

¿Una política monetaria laxa o incongruente?

En un país con un mercado de divisas extranjeras totalmente abierto las políticas de tipo de cambio y monetarias están íntimamente ligadas. Es imposible al mismo tiempo tener una política monetaria laxa y un tipo de cambio sobrevaluado ya que un exceso de pesos llevaría a una devaluación. El Banco de México en su Informe Anual de 1994 y en un artículo de dos de sus funcionarios, Agustín Carstens y Francisco Gil Díaz publicado en el prestigioso *American Economic Review* han defendido la política monetaria en el último año de mi administración.²⁶

El Banco de México ha demostrado insistentemente que las tasas de interés interbancarias en México elevaron su diferencial con LIBOR en casi 20 puntos porcentuales hacia el final del primer trimestre. Una vez estabilizado el mercado cambiario después del magnicidio de Colosio, el exceso de las tasas mexicanas respecto a LIBOR se mantuvo en 10 puntos porcentuales o más, lo que confirmó la práctica de una política monetaria altamente restrictiva y causó que el tipo de cambio flotara por debajo de la banda.

También se dijo que en 1994 el Banco de México no consideró como permanentes los movimientos al alza en las tasas de interés de los Estados Unidos, o que no quiso ser más restrictivo dada la difícil situación que enfrentaban los bancos privatizados. Sin embargo, un análisis cuidadoso de la evolución de las tasas de interés en México durante ese período muestra una situación muy distinta. Primero, como se mencionó anteriormente, los diferenciales de tasas de interés en México con la de LIBOR, que sí refleja los aumentos en las tasas de interés en Estados Unidos, se mantuvieron muy abiertos. Adicionalmente, la inflación mexicana iba a la baja, lo cual denotó que las tasas reales de interés aumentaron a partir del segundo trimestre. Y esto como consecuencia de una política restrictiva.

El 22 de diciembre de 1994, coincidente con la fecha de la devaluación, el Banco Mundial publicó un trabajo sobre la situación financiera en México. Según se señaló ahí, las tasas de interés que se cobraban en 1994 eran demasiado altas -de 9% real a los mejores clientes y de 16% al resto. El Banco Mundial afirmó:

Estas tasas reales tan altas restringen el acceso a los servicios financieros, especialmente a los pequeños negocios ya los individuos de menores ingresos.²⁷

Cuando en 1995 el gobierno de Zedillo presentó al Congreso la situación financiera del país señaló con claridad:

El financiamiento bancario otorgado al sector privado mostró una desaceleración en su tasa de crecimiento durante 1994 ...lo anterior se explica en gran medida por: a) el elevado nivel que representaron las tasas de interés activas; b) la mayor prudencia en el otorgamiento del crédito por parte del sistema bancario ante los elevados niveles de cartera vencida; c) el menor ritmo de expansión del ahorro ...y del aumento frecuente que han observado los réditos estadounidenses.²⁸

La evidencia estadística confirmó que no hubo una política fiscal ni monetaria expansionista durante 1994. En el proceso electoral de ese año lo que sí contó a favor del PRI fue la estabilidad de precios alcanzada, con una inflación anual de sólo 7%.

Otra crítica propuesta fue que la política monetaria durante 1994 fue incongruente con la cambiaria. Que el Banco Central permitió una expansión del crédito interno en dólares lo que provocó un desbalance entre los pasivos en divisas y las reservas internacionales del banco central. ²⁹ El argumento era que al enfrentar las alzas de interés de Estados Unidos y los eventos políticos en México, el Banco Central recurrió a los Tesobonos para evitar elevar las tasas de interés de los instrumentos en pesos.

¿Por qué se recurrió a la emisión de Tesobonos? Durante los cuatro años en que se expidieron, los Tesobonos propiciaron confianza entre los inversionistas; y es que, a pesar de que obtenían un menor rendimiento en pesos respecto de la inversión, al operar con Tesobonos esos inversionistas evitaban el riesgo

cambiarlo. Por lo demás, ante la incertidumbre que trajeron consigo los hechos de violencia ocurridos durante 1994, los Tesobonos contribuyeron a reducir la salida de capitales.

Se ha cuestionado que los vencimientos de los Tesobonos se dieran en el corto plazo. Sin embargo, en la mayoría de los países del mundo una considerable porción de la deuda se manejaba en instrumentos de corto plazo. Por lo general esos instrumentos se renovaban a su vencimiento. Ésta es la práctica común en la mayoría de los países desarrollados y así se venía operando en México. No obstante, cuando existía desconfianza generalizada en la política económica, los inversionistas no renovaban sus tenencias en valores de corto plazo ni en ningún instrumento de deuda del gobierno. Y entonces los gobiernos se veían imposibilitados de hacer frente a sus obligaciones.

A partir de 1995, el gobierno promovió la explicación de que los Tesobonos eran una especulación descabellada del propio gobierno. Que mi administración pretendía encubrir la fragilidad de la economía mediante un valor (los Tesobonos) que estaba quebrando las finanzas del país. Sin embargo, el banco central lo desmintió. En 1995, el Banco de México explicó las razones que llevaron a la utilización de estos instrumentos:

La emisión de Tesobonos se llevó a cabo con el objeto de disminuir las presiones sobre el mercado cambiario. Dada la creciente percepción que se fue difundiendo entre los inversionistas sobre la existencia de mayores riesgos cambiarios, creció la demanda de Tesobonos en sustitución de los instrumentos denominados en moneda nacional. Si el gobierno se hubiera negado a satisfacer la demanda por estos instrumentos... es altamente probable que el público hubiera demandado moneda extranjera con el importe proveniente de la amortización de Cetes y de otros instrumentos denominados en moneda nacional, presionando a las reservas internacionales y al tipo de cambio. Por tanto resulta lógico que las autoridades financieras hayan utilizado los instrumentos a su alcance, a fin de coadyuvar a sobrepasar una situación que justificadamente podía considerarse como transitoria.³⁰

El término "transitorio" debía entenderse de manera precisa. La administración a mi cargo consideró que las salidas de capital eran un fenómeno permanente y no una circunstancia que se revertiría al poco tiempo. Lo que sí había que evaluar como un fenómeno no recurrente eran acontecimientos políticos, siempre imprevisibles. Por eso se adoptaron medidas económicas definitivas ante las salidas de capitales.

Los funcionarios del Banco de México, Carstens y Gil Díaz, agregaron

Los analistas se olvidan del episodio de Noviembre de 1993 relacionado con el TLC: conforme se acercaba una posible votación adversa en el Congreso Estadounidense, un ataque especulativo disminuía las reservas, y los inversionistas intercambiaron Cetes por Tesobonos. Y el Banco Central esterilizó el ataque. Una vez que se aprobó el TLC, regresó la normalidad, y las reservas mas que se recuperaron. ¿Fue la expansión y subsecuente contracción del crédito del Banco Central la causa o el efecto de estos movimientos? Está claro que el origen está en los eventos políticos externos; nadie criticó al Banco Central en ese momento. Fue natural seguir la misma estrategia después del asesinato de Colosio.³¹

En retrospectiva, el Banco de México utilizó los diversos instrumentos de política económica a su disposición para enfrentar de la manera más efectiva los eventos inesperados e inobjetablemente transitorios que ocurrieron en el país: se elevaron las tasas de interés en instrumentos en pesos, se permitió una ampliación de instrumentos en dólares y, como se comenta a continuación, también se permitió una devaluación real sustancial. No había razón para sólo utilizar un instrumento. Como toda política en tiempos de incertidumbre, las medidas generaron otros problemas, pero como se argumentó anteriormente, esas medidas eran conocidas por todos y el saldo de los Tesobonos al 30 de noviembre era manejable.

¿Un tipo de cambio sobrevaluado?

Los argumentos arriba expuestos toman como premisa la política de tipo de cambio que se mantuvo dentro del Pacto. La pregunta natural y de hecho la crítica original a la política macroeconómica fue que mi administración mantuvo un tipo de cambio sobrevaluado y pospuso una devaluación. El tema se comentó

abiertamente en el medio académico y conviene precisar ciertos detalles sobre lo que se dijo y lo que no se dijo antes del "error de diciembre" y la terrible crisis que causó. Según se señaló, a mediados de 1994, el más firme crítico de la política cambiaría de mi gobierno, comentó que lo más que se requería para mantener el equilibrio económico era una devaluación real de 20%. Muy por debajo de la devaluación real del orden de 80% que arrojó el "error de diciembre".³²

El 19 de julio de 1994 tuve acuerdo con Pedro Aspe, secretario de Hacienda. En el acuerdo, Aspe me presentó un documento titulado "El Tipo de Cambio Real en México". Su autor, Carlos Sales Sarrapy, lo publicó en la revista *Informe Mensual sobre la Economía Mexicana*.³³ En la revista también se incluía un artículo donde examinaban el régimen de bandas cambiarlas y su efectividad durante mi administración. En el artículo sobre el tipo de cambio real se respondía a la crítica severa hecha por el economista norteamericano Rudi Dornbush, y en la que señalaba que el tipo de cambio en México estaba sobrevaluado 20% en términos reales. Aspe llevó cifras inobjetable. En primer lugar, recordó que en los setenta se requería un peso muy devaluado para poder competir pues la economía era muy poco productiva al estar excesivamente protegida respecto a la competencia externa, y múltiples regulaciones limitaban también la competencia interna. Entonces las exportaciones de petróleo representaban el 75% del total. El servicio de la excesiva deuda externa exigía un superávit en la balanza comercial, lo que demandó devaluar el tipo de cambio.

Los cambios estructurales realizados en la economía mexicana en los ochenta y durante mi administración, permitieron que se elevara la productividad de las empresas mexicanas. La apertura comercial, las privatizaciones, la desregulación, el fortalecimiento de los derechos de propiedad eran elementos que ocasionaron una reestructuración de las empresas mexicanas lo que elevó su productividad. Las exportaciones se despetrolizaron y para 1994 el 80% de las exportaciones eran de manufacturas.

Frente a estos cambios estructurales y el elevado dinamismo de las exportaciones de manufacturas, en el documento que llevó Aspe se preguntaba si el peso realmente estaba sobrevaluado. Si se atendía sólo a las diferencias en los precios al consumidor entre México y los Estados Unidos, el observador poco informado podía concluir que el peso estaba sobrevaluado. Sin embargo, al considerar los costos de "todos los insumos y su productividad, en particular los de la mano de obra, el resultado era diferente. La conclusión del estudio mostrado por Aspe era que difícilmente podía afirmarse que el peso padecía una sobrevaluación. Las exportaciones manufactureras crecían a tasas de 30% en dólares, lo cual era un dinamismo muy importante pues eran tasas superiores a las de los países industrializados y los del sudeste asiático. Proponer una devaluación mayúscula era en realidad imponer bajos salarios reales a los obreros mexicanos. Una maxidevaluación era una propuesta equivocada pues estábamos probando que no se requerían salarios bajos para poder competir.

Sin embargo, no mantuvimos el peso congelado. Durante mi administración se utilizó un régimen de tipo de cambio que se basaba en una banda de flotación para el peso. Este régimen cambiario consistió en dejar que la paridad peso-dólar oscilara libremente dentro de límites de intervención que se determinaban previamente, los cuales además eran anunciados dentro del Pacto de concertación económica.³⁴ Así, entre 1989 y 1994 el peso se devaluó más de 50%.

El peso también se depreció durante el último año de mi gobierno. El primero de enero de 1994 la moneda abrió a \$3.107 por dólar, mientras que el 30 de noviembre cerró en \$3.442. Para ser más claros: entre enero y noviembre de 1994 el peso se devaluó 15% real sin que ocurrieran catástrofes económicas ni crisis.³⁵

Lo importante fue que no provocamos una devaluación brusca. Utilizamos un régimen cambiario basado en una banda de flotación cuyo techo se abría mediante un desliz ordenado y pactado de antemano. Dentro de la banda, acordada en el Pacto, el peso flotó durante los seis años; y el desliz que realizamos fue parte de un programa integral de política económica, con apoyos internacionales ordenados. Por eso no tuvimos crisis cambiarías en el sexenio.

Frente a estos hechos, la idea de que mi gobierno se opuso a devaluar y de que con ello impidió que se corrigiera el desequilibrio de la cuenta corriente cobró tal fuerza que todavía en 1996 un periódico financiero internacional opinaba: "La causa fundamental de la crisis (mexicana) fue la equivocada política económica llevada a cabo durante dos años y que mantuvo el peso sobrevaluado por razones políticas".³⁶

- Entre enero y noviembre de 1994 el tipo de cambio se devaluó, en términos reales, casi 15%.³⁷ Las estimaciones de tipo de cambio real arrojaron que, considerando 1980 como el año base, en enero de 1994 el tipo de cambio era de 133 y en noviembre de 121, la cual confirma que sí hubo una devaluación real durante el último año de mi gobierno.³⁸
- Como la inflación en México durante ese mismo periodo fue muy baja, la devaluación superó en 77% a la inflación.
- Además, la devaluación del peso superó en 2.7 veces el diferencial de inflación entre México y los Estados Unidos.
- Como el dólar se devaluó respecto a las principales monedas del mundo, entre enero y noviembre de 1994 el peso reflejó el mismo efecto y se devaluó 23% respecto al yen japonés y 24% respecto al marco alemán.

Conviene recordar que la competitividad de un país no depende sólo del nivel de devaluación de su moneda. Si así fuera, todas las naciones practicarían devaluaciones cotidianas para mantener una mejor posición. Sin embargo, Japón tenía una moneda que se revaluaba y, al mismo tiempo, el superávit comercial más grande del mundo. Por su parte, los Estados Unidos tenían una moneda que se devaluaba desde 1985 y el déficit comercial más grande del mundo. Lo que sucedía era que la productividad era tanto o más importante que la devaluación. En México la productividad de la mano de obra creció significativamente durante 1994. En su *Informe Anual de 1994*, publicado en 1995, el Banco de México afirmó:

Durante 1994 se observó un crecimiento muy significativo (de 8%) de la productividad media por trabajador en el sector manufacturero. Dicho crecimiento representó la tasa más alta observada en la última década. Con ellos, en los cuatro años del período 1991-1994 la productividad del trabajo creció a una tasa media anual de 6.7%, la cual es muy alta no sólo históricamente sino también en comparación con la observada en otros países. Esto es evidencia de que en ese período se mantuvo y aún se acrecentó la competitividad internacional de la economía mexicana.³⁹

La alta productividad de los trabajadores mexicanos explicaba, junto con la depreciación del dólar observada hasta noviembre de 1994, que ese año las exportaciones de manufacturas mexicanas (sin maquiladoras) crecieron 21%, la tasa más alta de todo mi sexenio.⁴⁰ Para el mes de noviembre de 1994 esas exportaciones se elevaron a niveles superiores de 130% (paradójicamente en 1995, después de una devaluación de más de 100%, llegaron prácticamente a la misma tasa del 30%). Entre 1990 y 1994 México estuvo entre las cinco naciones del mundo con mayores rangos de exportaciones de manufacturas, por arriba de los Estados Unidos, Japón, Alemania, España, Corea y Taiwán.⁴¹

¿Cómo se logró a lo largo de mi administración devaluar el peso más de 50% sin provocar inflación, especulación ni crisis? La respuesta era aparentemente sencilla: gracias a que la devaluación se produjo sin sorpresas, de manera acordada dentro del Pacto, como parte de un paquete global provisto de una política económica respaldada con una credibilidad construida cuidadosamente. Dado el evidente crecimiento que ya se observaba en las exportaciones manufactureras, una devaluación mayor a la que se registró no hubiera generado más competitividad sino más inflación y una severa caída de los salarios de los trabajadores. Un viraje brusco en el tipo de cambio no se justificaba ni económica, ni política ni socialmente.

Estudios realizados años después de concluida mi administración confirmaron que las reformas microeconómicas -apertura, desregulación y otras- elevaron sensiblemente la competitividad de la economía. Sin embargo, las estimaciones sobre la sobrevaluación del peso utilizaban una comparación simple entre los precios de México y los de los Estados Unidos, pero ignoraban el cálculo respecto a las otras naciones con las que el país comerciaba. Lo más criticable de este punto de vista era que no consideraba el costo de la mano de obra en la competitividad económica, a pesar de que el tipo de cambio en México tenía entonces un nivel muy adecuado de competitividad y de que las exportaciones de manufacturas crecían a finales de 1994 a tasas del 30%.⁴²

El Centro de Estudios Económicos del Sector Privado ordenó en 1994 una encuesta sobre las limitaciones que los exportadores mexicanos enfrentaban para alcanzar una mejor competitividad a nivel internacional. Durante el primer semestre, entre siete factores mencionados el tipo de cambio ocupaba el

penúltimo lugar; para el segundo semestre ese factor se había desplomado al último sitio. En noviembre, 80% de las firmas interrogadas pedían que se mantuviera la política cambiaria; ni una sola mencionó la necesidad de una devaluación.⁴³ El comportamiento del turismo avaló la competitividad mexicana: en 1994 los gastos de turistas mexicanos en el extranjero disminuyeron 4% mientras que el ingreso del turismo exterior aumentó 3.2%.

El déficit en la cuenta corriente y su financiamiento

En 1994 el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fue elevado: 7.6% del PIB. Sin embargo, en 1992 había sido de 7.5% y en 1993 de casi 7% y no hubo devaluaciones bruscas, a pesar de que en esos años se negociaba el Tratado de Libre Comercio de América del Norte y existía una gran incertidumbre en los mercados.⁴⁴

Durante 1992, 1993 y 1994 se registró un déficit comercial considerable que se pudo financiar sin pérdidas abruptas de valor de la moneda y sin crisis. Tal y como entonces sucedió en México, muchos países en desarrollo registraron elevados déficit durante varios años y no optaron por devaluaciones bruscas ni enfrentaron situaciones generalizadas de alarma. Singapur tuvo un déficit promedio anual de 14% durante 12 años; entre 1981 y 1985 el déficit promedio de Malasia fue de 8.4% anual y el déficit promedio de Tailandia fue de 6.9% al año entre 1990 y 1993.

Tener un superávit en cuenta corriente o una moneda muy devaluada no evitaba que surgieran problemas de confianza o eventuales macrodevaluaciones. Considérese la situación económica de México en 1987, cuando la cuenta corriente presentó un importante superávit (4,300 millones de dólares) y el tipo de cambio tuvo el nivel más grande de devaluación real. No existían Tesobonos ni inversión extranjera en valores gubernamentales de corto plazo. Empero, a finales de ese año, con mi campaña presidencial en pleno proceso, sobrevino una devaluación mayúscula, debida a un manejo interno inadecuado frente a la caída de las bolsas de valores en el mundo. Años después, el gobierno de Zedillo también devaluó en una situación similar: en noviembre de 1995 el peso sufrió una caída de más del 25%, a pesar de que México tenía un importante superávit comercial con el exterior y de que el peso estaba subvaluado.

Cuando había un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos quería decir que ese país estaba importando capitales para complementar su ahorro interno. De igual forma, si había superávit en la cuenta corriente es que se estaban exportando capitales. Si un país estaba en desarrollo o era pobre, el peor escenario era que exportara capitales para financiar a otros países, puesto que el dinero empleado se necesitaba con urgencia dentro de la nación. Si un país ahorra poco y además tenía superávit de balanza en la cuenta corriente, quería decir que ese ahorro, escaso, lo exportó a otras naciones, con lo cual se empobreció aún más. Lo deseable era que los recursos fluyeran a los países que estaban creciendo para que pudieran avanzar más; pero eso sucedía cuando los países en crecimiento seguían políticas económicas adecuadas que generaban confianza entre los inversionistas. Cuando se perdía la confianza, los capitales se iban; y los primeros que salían eran los locales.⁴⁵

Seguimiento del déficit comercial dentro del gabinete económico

La magnitud del desequilibrio de la cuenta corriente no justificó la brusca depreciación posterior. El déficit comercial fue una variable que mi administración observó de cerca; se consideró que una modificación radical de política cambiaria hubiera significado la pérdida de confianza en las políticas económicas mexicanas -una confianza construida a lo largo de muchos años.

Era inevitable que en un proceso de apertura de la economía las importaciones creciera de manera significativa. Para finales de 1992 anticipábamos que el déficit en cuenta corriente de ese año y del siguiente serían elevados. En la reunión de gabinete económico del primero de septiembre de 1992. Pedro Aspe hizo ver que si bien el peso había ganado competitividad por la devaluación -al igual que el dólar respecto a otras monedas, como el marco alemán-, se podía prever una desaceleración del crédito al consumo privado por parte del sector bancario. EL director del Banco de México consideró que esa desaceleración podía resultar adecuada pero el secretario de Hacienda hizo hincapié en que había de ser cuidadosos con el crédito al sector productivo. Se estimaba que en 1993 ese crédito aumentaría solo el 10% nominal, frente a un crecimiento que

mostraba una tasa anual de 60%. Ya para entonces se registraba una disminución en la tasa de crecimiento de la inversión extranjera y de la actividad económica en general, dada la incertidumbre que producía el TLC.

Para el 10 de septiembre de 1992, en gabinete económico, se concluyó que el crecimiento de las importaciones se reflejaba en el fortalecimiento de la planta productiva; las exportaciones crecían más aprisa de lo estimado, y el país recuperaría la inversión extranjera con la firma del TLC. También se observó que se había elevado la eficiencia del sector público.

En los análisis realizados dentro del gabinete económico se consideró que la política general funcionaba, aunque se observó que era necesario moderar algunos instrumentos. Lo que procedía era elevar la productividad y reconocer que el alza de las tasas de interés tendría efectos sobre un menor crecimiento del PIB. En alguna ocasión el secretario de Comercio, Jaime Serra, apuntó que el crecimiento de 13% que aún registraba la inversión extranjera y el aumento de 14% de las exportaciones en dólares no eran nada despreciables, aunque reconoció la necesidad de promover un mayor crecimiento en estos dos renglones. Mancera anticipó una tasa de inflación muy moderada para 1993, como en efecto sucedió.

En la reunión del 28 de septiembre de 1992 Serra en que había una diferencia crucial en el déficit: provenía del sector privado y no del sector público: Era la consecuencia de que la economía mexicana empezaba a abrirse después de 45 años de actuar como economía cerrada. Se discutió la conveniencia de una devaluación brusca. Aspe argumentó, con razón, que para conseguir que un ajuste cambiario funcionaria era necesario lograr que los salarios reales cayeran; de otra manera, si el peso caía y todo aumentaba solo se generaría una inflación generalizada. Por mi parte, señalé que era delicado tener un déficit de cuenta corriente tan alto. Regresamos al tema de la siguiente reunión, dedicada al fortalecimiento del ahorro y la competitividad. En las siguientes 45 juntas de gabinete económico celebradas en los últimos meses de 1992 y durante todo 1993, el tema siguió discutiéndose; esto demostró que tanto Mancera como Serra conocían en detalle la situación de la balanza de pagos durante esos años –y ambos formaron parte, junto con Ortiz, del nuevo gobierno en diciembre de 1994.

Sobre esto mismo hubo un hecho que conviene recordar en enero de 1994 las exportaciones hacia los Estados Unidos crecían 23% y las importaciones 22%; para noviembre de ese año las exportaciones se habían acelerado hasta 30% mientras que las importaciones habían disminuido a 15%. Por eso el Banco de México sostuvo que "en 1994 la economía mexicana destacó nuevamente en el mundo como una de las de mayor crecimiento en materia de exportación."⁴⁶ Al cierre de 1994 la cuenta corriente mostraba un resultado singular nuestro principal mercado de exportaciones y de Importaciones, los Estados Unidos, había dejado de tener un saldo deficitario en nuestros cuentas En octubre de 1994 México registró un superávit comercial con EUA de 30 millones de dólares; en noviembre aumentó de manera sensible la tendencia y ese superávit alcanzó 380 millones de dólares

Este hecho abría excelentes perspectivas para los siguientes años sin necesidad de forzar una devaluación brusca del peso.

Como secretario de Programación y Presupuesto Zedillo expresó que el déficit en cuenta corriente no era motivo de preocupación

No fuimos indiferentes al aumento del déficit comercial. Por el contrario, trabajamos para fortalecer el ahorro interno. Además en el gabinete económico había un criterio compartido: si la fuente del déficit en cuenta corriente no representaba un desbordamiento del gasto público que se reflejara en déficit fiscal, esto significaba que la balanza de pagos se estaba financiando con la inversión extranjera que venía a complementar la falta de ahorro privado.

En la reunión de gabinete económico del 26 de julio de 1991, el secretario de Programación y Presupuesto, Ernesto Zedillo, expresó: "Los déficit en cuenta corriente no deben ser motivo de preocupación". Recordó la experiencia de Corea del Sur, un país que enfrentó durante cinco años déficit superiores al 5% y no sufrió crisis. En el gabinete económico del 24 de octubre se precisó la estimación de déficit de cuenta corriente para el siguiente año y se mostró que sería de más del 5% del PIB. En esa ocasión Zedillo señaló: "Si las finanzas públicas están disciplinadas y la inflación va para abajo, ese déficit es financiable".

¿Se destinó la inversión extranjera a la especulación?

¿Por qué se dio un déficit comercial en México entre 1990 y 1994? ¿Cómo se financió y adónde se fue ese dinero? El déficit se presentó porque hubo más inversión interna que ahorro interno. La diferencia se financió con inversión extranjera. El Banco de México confirmó que el dinero se gastó principalmente en plantas y equipo o en la compra de acciones de empresas. Esto quiso decir que con esa inyección del exterior se amplió la base de capital para generar más empleos.

Conviene agregar algunas precisiones sobre el financiamiento del déficit de la balanza de pagos. Durante los años setenta y principios de los ochenta el déficit en cuenta corriente se generó como consecuencia de un gasto excesivo del gobierno, debido a que ese gasto se financiaba mediante deuda externa contratada con los bancos extranjeros. Durante mi sexenio, en cambio, el gobierno tuvo superávit fiscal y el déficit en cuenta corriente se originó en un crecimiento anual del 10% real de la inversión privada; al mismo tiempo, el gasto privado tuvo que financiarse con recursos del exterior, mediante inversión extranjera también privada. La contraparte de esa inversión (la cual se registraba como superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos) era el déficit en la cuenta corriente.

En el caso de las empresas, las grandes utilidades que antes obtuvieron en una economía cerrada ahora se vieron reducidas como resultado de la apertura comercial y de una mayor competencia. Sin embargo, conviene recordar que la competencia estimulada por la apertura promovió una mayor eficacia y el retorno a niveles adecuados de utilidades.

En 1995 el Banco Central publicó la siguiente:

En la medida en que en una economía con escasez relativa de capital existan amplias y crecientes posibilidades de inversión, así como credibilidad y confianza en sus políticas, recibirá flujos de recursos externos que causarán inevitablemente... un déficit en cuenta corriente. Adicionalmente, si las finanzas públicas estuviesen equilibradas, entonces el déficit en cuenta corriente sería consecuencia del exceso de inversión privada sobre el ahorro interno del sector.⁴⁷

El mismo Banco de México desmintió otra de las múltiples explicaciones acerca de la inversión extranjera acumulada durante mi gobierno. No se orientó a la especulación. En este mismo informe, al final del párrafo anterior, el Banco de México señaló:

El flujo hacia México de ahorro externo fue la razón del déficit de la cuenta corriente y el destino de ese ahorro fue la importante acumulación de capital observada en la economía mexicana durante los últimos años.⁴⁸

Esto confirmó que la inversión privada extranjera hacia el país tuvo como destino "la importante acumulación de capital observada en la economía mexicana". Por eso el Banco de México agregó: "En los últimos años se presentó una importante acumulación de capital en México, cuya magnitud hubiera sido sustancialmente menor sin el concurso del ahorro externo".⁴⁹

Así, el Banco de México confirmó que los recursos provenientes del exterior se destinaron sobre todo a la acumulación de capital ya la inversión en planta y equipo. Los datos del Banco Central confirmaron que entre 1988 y 1994 el valor acumulado de la inversión fija bruta en México fue de 392,000 millones de dólares.⁵⁰

Si bien los recursos privados provenientes del exterior permitieron una inversión y un crecimiento económico mayores a los que se hubieran obtenido utilizando sólo recursos propios, debe reconocerse que para alcanzarlos había que competir con otros países en los mercados internacionales de capital. Para poder participar en esa competencia se requirió construir una política económica congruente, capaz de propiciar la estabilidad y el crecimiento y de generar confianza en todos los participantes. Éstas eran las reglas del mercado internacional de capitales; si se quería acceder a los recursos era necesario saber operar en ellos o de lo contrario atenerse a su disciplina.

Conviene precisar la forma como se financió la cuenta de capital de la Balanza de Pagos en 1994. Esto es necesario, pues por mucho tiempo se dijo que los recursos del exterior que entraron ese año al país provenían de capitales especulativos, y se adujo que ése había sido un factor adicional de la crisis posterior. Durante varios años, la mayor parte de los flujos de capitales fueron inversión extranjera directa, especialmente en 1994. El Banco de México precisó que durante ese año la inversión extranjera ascendió a 16,166 millones de dólares. De ese total, la inversión directa sumó 7,980 millones y la de cartera 8,186 millones de dólares.⁵¹ Del monto de inversión en cartera, la colocación de bonos y papel comercial por parte de nacionales en el exterior representó entradas por 6,324 millones de dólares.

Dos observaciones son relevantes: por una parte, la inversión extranjera en cartera mostró una severa contracción respecto a 1993, cuando había ascendido a casi 29,000 millones de dólares. Recuérdese que durante 1994 los fondos hacia los países en desarrollo disminuyeron pues los aumentos en las tasas de interés en Estados Unidos hicieron muy atractiva la inversión en ese país.

Por su parte, la inversión extranjera directa, que ascendió a 7,980 millones de dólares, evolucionó muy positivamente durante 1994. Su nivel superó en 82% al del año anterior. El Banco de México explicó el motivo de ese crecimiento tan importante: "Las mayores facilidades otorgadas al capital extranjero en la nueva Ley de Inversión Extranjera que entró en vigor en 1994".⁵² Dentro de ese monto, la inversión que no requería ser autorizada por no estar dirigida a áreas estratégicas tuvo un crecimiento espectacular: pasó de 77 millones de dólares en 1993 a 5,469 millones en 1994.⁵³

Esto contradice la afirmación, repetida sin fundamento, de que los capitales que financiaron la cuenta de capital eran especulativos. En realidad provinieron de montos de inversión extranjera directa que crecían a una tasa elevada.

La falta de ahorro interno

Sin duda la falta de un ahorro interno suficiente limitó el crecimiento del país desde hace varias décadas. Sin embargo, conviene recordar el esfuerzo que llevó a cabo mi administración para fortalecer el ahorro público y elevar el ahorro privado. El ahorro público aumentó durante mi gobierno, al pasar de 1.7% del PIB en 1989 a 3.7% en 1994.⁵⁴ A este resultado habría que sumar la significativa reducción de la deuda nacional, la cual pasó de 63.5% del PIB al inicio de mi gobierno a 22.5% hacia el final del mismo. Esto mejoró sustancialmente la posición financiera del sector público y del país.

Otro aspecto que se omitía era el referente al efecto que en el ahorro nacional tuvieron los términos de intercambio. En la medida en que el precio de los productos mexicanos de exportación -principalmente el del petróleo- se elevó durante los años setenta, el ahorro creció; cuando los términos de intercambio se volvieron en contra del país a partir de 1983 y hasta 1994, el nivel de ahorro se vio también afectado. Las cifras de las cuentas nacionales lo prueban; en los años cincuenta el Ahorro Nacional Bruto ascendió en promedio al 6% del PIB; en los sesenta al 19.8%. Sin duda se trataba en ambos casos de un nivel bajo de ahorros para sostener tasas de crecimiento altas. Durante los años setenta ya principio de los ochenta el Ahorro Nacional Bruto llegó a su nivel máximo debido al aumento de los ingresos del petróleo. En realidad, las cifras de ahorro durante el boom petrolero representaron lo que se conoce como "efecto riqueza", derivado del aumento importante pero temporal de los precios del crudo y no de un ingreso permanente de la población. A partir de 1981, con el desplome del precio del petróleo, también comenzó la caída de la tasa de ahorro: para 1989, primer año de mi gobierno, el Ahorro Nacional Bruto bajó a 21.2% del PIB; seis años después se colocó en 17.1%. El ahorro del sector privado mostró una evolución similar al ahorro nacional: pasó de 26.8% en 1983 a 19.5% en 1989. Para 1994 se ubicó en 13.4% del PIB.⁵⁵

La disminución del Ahorro Nacional Bruto (de 21.2% del PIB a 17.1%, cuatro puntos porcentuales) no correspondía a las estimaciones manejadas en diversos medios al comentar el descenso ocurrido durante mi administración -hubo autores que hablaron de una caída de diez puntos del PIB. Estudios profesionales de la evolución del ahorro privado entre 1989 y 1994, señalaron que era necesario tomar en consideración otros métodos para calcular la caída del ahorro en ese período, pues las cifras oficiales sobre el ahorro no medían de manera directa el ahorro privado sino que lo determinaban por la diferencia entre el ahorro nacional y el

público. Esto no quiso decir que se consideraran adecuados los montos de ahorro interno en México: sin duda fueron bajos. Lo que sucedía era que su caída no se inició en mi administración. Con criterio más precisos se ha afirmado:

Las cifras convencionales sobrestiman el ahorro privado en los ochenta, exageran su caída dramática a partir del final de los ochenta y subestiman su monto al inicio de los noventa. En realidad, las series de tiempo ajustadas indican que el ahorro privado era bajo al inicio de los ochenta y se elevó al final de esa década conforme el proceso de reformas se aceleró y el ingreso privado disponible aumentó.⁵⁶

Las cifras revisadas a partir de bases económicas sólidas expusieron esa otra realidad el ahorro privado como proporción del PIB pasó de 156% al principio de los ochenta a 181 a finales de mi administración.⁵⁷ Esto modificó el dato oficial, según el cual el ahorro privado disminuyó de 25.5% en los ochenta a 159% durante mi administración. Cuando los precios del petróleo ascendieron, como al comienzo de los ochenta, ascendió también el consumo privado, lo cual fue consistente con la evidencia internacional que confirmaba la correlación entre el auge en los precios de productos como el henequén, el café o el petróleo y el aumento del consumo privado. La evidencia internacional también comprobó que las reformas de liberación de mercados intensificaron la eficiencia del sector público y del sector privado, lo que elevó el ingreso permanente. Por eso aumentó el ahorro privado al final del gobierno de De la Madrid y al principio de mi administración. Sin duda, esta tendencia a incrementar el ahorro se vio favorecida también por la estabilidad de precios lograda durante mi mandato.

En 1999 se publicó un análisis sobre el ahorro de los hogares y la distribución del ingreso en México.⁵⁸ Poco después al comentar en la prensa ese análisis, Enrique Quintana se refirió al comportamiento del ahorro macroeconómico durante mi administración. Quintana hizo notar que en ese período el ahorro de los particulares disminuyó, al menos en apariencia mientras que el del sector público cobró una gran importancia. “Ustedes seguramente recuerda –señalaba este analista profesional- que uno de los elementos central del diagnóstico oficial respecto a la crisis de 1994 es que cayó fuertemente el ahorro interno”: Y a continuación agregó:

Lo más interesante es que cuando el análisis es en el ámbito microeconómico, es decir, en los hogares, el resultado es contrario, pues entre 1989 y 1994 la tasa de ahorro promedio aumentó de 11.1% del ingreso disponible al 14.1%. En este lapso la masa salarial real, que mide el poder adquisitivo del ingreso familiar, creció 47.9%, lo que significa una tasa anual media de 8.1%. Con más ingresos en el hogar, se entiende que la proporción de éstos que puede destinarse al ahorro aumente y no baje, como dices las cifras macroeconómicas.⁵⁹

Eso significó que en México, durante mi gobierno, las familias ahorraron más.

La recuperación del consumo de las familias, durante mi administración no se logró mediante la disminución del ahorro, pues la proporción del consumo privado dentro del PIB permaneció constante: 70% en 1989 y 71% en 1994. Esto confirmó que la recuperación del consumo privado en esos años no se dio a costa de un aumento de su participación en el Producto Nacional. Por lo demás, desde una posición ética y razonable nadie hubiera podido demandar que en los noventa se continuara deprimiendo el consumo privado después de su terrible caída durante la década anterior.

¿Una crisis como la de 1982?

Se dijo también que al final de mi gobierno el país recayó en una crisis igual a la de 1982. Este argumento se utilizó con dos propósitos: primero, para tratar de convencer a la población de que era un problema de "más de lo mismo" y, en esa medida, conseguir que los mexicanos desestimaran todo lo hecho; segundo, para dar contenido a la campaña de "pánico moral" desatada a partir de 1995.

La realidad fue otra. La estructura económica que mi gobierno heredó en 1994 era radicalmente distinta a la de 1982: en 1982 la economía se encontraba prácticamente cerrada a la competencia internacional, dependía de las exportaciones petroleras y presentaba fuertes desequilibrios en las finanzas públicas; en 1994 en cambio, la economía se había modernizado sustancialmente luego de una apertura

gradual con el exterior. Por otra parte, mi gobierno consiguió eliminar el déficit de las finanzas públicas y, además, instrumentó profundas reformas estructurales para desarrollar la productividad y la competitividad de la economía. Las cifras arrojaron diferencias evidentes entre la situación de 1982 y la de 1994:

- En 1982 el PIB cayó 0.6% en términos reales. En 1994 la economía creció 3.5% real.
- En 1982 la inflación fue de 99%. En 1994 fue de sólo 7%, la más baja en un cuarto de siglo.
- En 1982 el déficit del sector público fue de 17% del PIB. En 1994 no había déficit en las finanzas públicas.
- En 1982 la deuda neta total del sector público representó el 52% del PIB. Para 1994 esa deuda se había reducido a 22.5% del PIB (la interna sólo 6% y la externa 16.5%).
- En 1982 el déficit en la cuenta corriente fue de 3% del PIB. En 1994 ascendió a 7.6%. Aquí conviene señalar que debido a los problemas estructurales de la economía en 1982, y dada la poca confianza de los inversionistas sobre el manejo de la política económica, el flujo de capitales de ese año y por tanto el déficit en la cuenta corriente fueron relativamente reducidos. Asimismo, la naturaleza de déficit en ambos años fue distinta. En 1982 el déficit en cuenta corriente fue el corolario del desequilibrio de las finanzas públicas; en 1994 con finanzas públicas en equilibrio, el déficit se debió a que la inversión privada fue mayor que el ahorro privado.
- En 1982 las exportaciones de manufacturas representaron sólo el 14% del total de las exportaciones. Su valor ascendió a 3,000 millones de dólares y con respecto a 1981 habían caído 10%. En 1994 las exportaciones manufactureras representaron el 83% del total, su valor fue superior a los 50,000 millones de dólares y en noviembre crecieron a una tasa anual de 30%.
- En 1982 la productividad laboral cayó 0.68%. En 1994 creció a una tasa superior al 8%.
- En 1982 el empleo {medido por el número de asegurados en el IMSS} cayó 0.5%. De diciembre de 1993 a noviembre de 1994 el empleo aumentó más de 2%. En 1982 los salarios cayeron 0.1%. En 1994 los salarios reales aumentaron 3.7%. Entre 1991 y 1994 la remuneración real por trabajador se incrementó a una tasa media anual de 5.8%. Como la productividad creció más que las remuneraciones, fue posible elevar salarios reales y aumentar la competitividad internacional del país sin devaluar.
- La estructura de la economía a finales de 1994 era muy diferente a la que presentaba en 1982. Durante mi sexenio se llevó a cabo una auténtica revolución microeconómica: se consolidó la apertura de la economía con el TLC; la desregulación abarcó a todas las áreas productivas; fueron privatizadas la mayoría de las empresas estatales; se reformó el sistema de tenencia de la tierra; se abrió al sector privado la inversión en infraestructura; se reformó el sistema fiscal con la reducción de las tasas impositivas, con un menor número de impuestos y con el reforzamiento del cumplimiento de las obligaciones fiscales; se inició la reforma del sistema de ahorro y de vivienda; el sector público dejó de absorber el 65% del total de los recursos financieros en la economía para sólo utilizar el 8%.

El efecto del alza en las tasas de interés de los Estados Unidos durante 1994

Durante enero de 1994 entraron al país más de 10,000 millones de dólares. Tres meses después, en abril, se verificó una importante salida de capitales: 10,000 millones de dólares. El asesinato de Colosio en marzo de ese año provocó que saliera la mayor parte de esa cantidad, aunque la fuga se había iniciado semanas antes debido a que en febrero la Reserva Federal de los Estados Unidos registró un proceso de alzas continuas en las tasas de interés, implementadas para impedir que aumentara la inflación. En menos de doce meses las tasas de interés se duplicaron, de modo que durante 1994 los Estados Unidos se convirtieron en el país más atractivo para colocar dinero.⁶⁰ El impacto de estas alzas en los mismos Estados Unidos y en el resto de los países industrializados fue muy importante y tuvo que reconocerse como un elemento que influyó en la pérdida de reservas mexicanas:

Una percepción entre los inversionistas de que los valores mexicanos tenían riesgos, en combinación con el atractivo de las altas tasas de interés en los países industrializados avanzados, causaron una fuga masiva de capitales de México durante el primer año del TLC, 1994.⁶¹

A partir de febrero de ese año cada incremento en las tasas estadounidenses estimulaba la salida de capitales de nuestro país. Eso provocó que las salidas de capital se volvieran permanentes.

Después de un acelerado crecimiento de flujos de capitales hacia los mercados emergentes a principios de los noventa, la serie de incrementos en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal en Estados Unidos revirtieron esta tendencia. Entre 1990 y 1993 los flujos netos a todos los países en desarrollo pasaron de 39,000 millones de dólares a 154,700 millones. Sin embargo, en 1994 el monto fue menor, pues esos recursos se redujeron a 125,000 millones de dólares. Los flujos a los países asiáticos aumentaron levemente, mientras que los flujos hacia América Latina y el Caribe se desplomaron de 62.3 a 38,600 millones entre 1993 y 1994 respectivamente.⁶² Esta reducción en el financiamiento externo puso presión en los mercados cambiarios de México y de otros países. Sin embargo, como se detalló anteriormente, las autoridades monetarias mexicanas utilizaron varios instrumentos a su disposición para hacer ajustes de carácter permanente ante las alzas en las tasas de interés internacionales. Esto produjo que subieran las tasas de interés domésticas, se devaluó el tipo de cambio y se emitieron Tesobonos para los choques temporales.

Factores políticos que contribuyeron a la crisis

De acuerdo con algunos politólogos fueron los acontecimientos políticos de 1994 los que provocaron la crisis de 1995. Entre esos acontecimientos señalaban principalmente el magnicidio de Colosio y el levantamiento en Chiapas. Muy pocos analistas intentaron explicar la crisis mediante la observación de otros factores políticos: la reacción de aquellos grupos que se vieron afectados por los cambios promovidos durante mi administración y por las nuevas alianzas y retos que esos cambios significaron para los tradicionalistas. Como si las reformas y los cambios políticos no demandaran una constante lucha. En la espiral de la descalificación, se estableció como un lugar común atribuir las reformas a una presidencia omnipotente ya la capacidad de promover la imagen del gobierno. Se llegó incluso a plantear que durante mi gobierno el sistema se había transformado en un inquebrantable monolito hasta que, de repente, llegaron los rechazos y lo facturaron. Esto resultó ser falso: en realidad el sistema siempre reflejó tensiones, luchas internas y choques entre diversos grupos.⁶³

Se entregó la economía del país con retos . pero también con activos para enfrentarlos

Anteriormente se ha descrito la verdadera situación en la que al final de mi gobierno se encontraban los Tesobonos, el déficit en cuenta corriente, la productividad y la competitividad. Como reconocí, existían en aquel momento problemas y retos de diversa índole Pero conviene subrayar que al entregar la presidencia de la República, se dejó como herencia para la nueva administración una circunstancia económica que permitía enfrentar con solvencia las dificultades. Así, el primero de diciembre de 1994.

- La economía crecía a tasas superiores al 4.5% anual en términos reales. En noviembre, la inflación era de sólo 6% al año.
- Las reservas internacionales daban muestras de estabilidad luego de los impactos negativos provocados por el alza de las tasas de interés en los Estados Unidos y por los acontecimientos del país
- Se dejó disponible una línea de crédito con las autoridades de los Estados Unidos y Canadá por más de 7,000 millones de dólares adicionales.
- En la última semana de la administración la bolsa de valores subió cerca de 100 puntos. Esto reflejaba la confianza de los inversionistas en el gobierno saliente y, al mismo tiempo, la existencia de un clima propicio hacia el gobierno que arrancaba.
- Las tasas de interés estaban en 14.5%
- Se entregaron las finanzas públicas sin déficit (existía un superávit de 01% de PIB) y con la proporción más baja de deuda pública en un cuarto de siglo la deuda disminuyó de 63.5% del PIB en 1988 a 22.5% en 1994.
- Las exportaciones habían crecido en 1994 a la tasa más elevada del sexenio y aumentaban cada vez más Por otra parte, las importaciones disminuían.
- Los empresarios no consideraban insuficiente el tipo de cambio De acuerdo con una encuesta de noviembre de 1994, publicada por el Centro de Estudios Económicos del Sector Privado, para los empresarios el tipo de cambio no era un factor determinante entre los elementos que hubieran podido limitar las exportaciones.

- La productividad crecía a una tasa de 8%.⁶⁴ Esto permitió que los salarios reales se recuperaran por sexto año consecutivo sin afectar la competitividad de la economía
- El ahorro nacional comenzaba su fortalecimiento el gobierno operaba sin déficit y el sector privado fortalecía su ahorro gracias a la reforma del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR), que en tan sólo tres años había captado dos puntos del PIB.
- El gasto social representaba la proporción más alta del presupuesto en más de 20 años, mientras que el pago de intereses representaba la más baja. Los recursos para educación alcanzaron en 1994 el porcentaje más alto de la historia respecto al PIB más de 6%. Estas erogaciones, que se contabilizaban como gasto de consumo del gobierno, en realidad eran auténticas inversiones en capital humano
- Después de importar maíz por más de 25 años (producto por cierto de origen mexicano), se logró la autosuficiencia, al tiempo que se otorgaban apoyos directos a los campesinos.
- Los derechos de propiedad se reafirmaron de manera sin paralelo, al entregar más de dos millones de títulos de terrenos y parcelas a colonos y campesinos.
- El endeudamiento externo ese año se mantuvo un 28% por debajo de lo autorizado por el Congreso. El fondo de contingencia se utilizó en su totalidad para amortizar deuda pública.⁶⁵
- Los analistas internacionales han subrayado que el margen de victoria del PRI en la elección presidencial y lo impecable del proceso representaban un activo que contribuía considerablemente a la confianza de los mercados financieros internacionales.⁶⁶

A mediados de 1997, y cuando la economía mexicana recuperaba las tasas de crecimiento previstas desde 1994, un experto financiero sudamericano me comentó: "El hecho de que la recuperación mexicana haya venido tan fuerte y tan rápido confirma que el modelo no estaba mal; y prueba que lo que provocó la crisis de 1995 fue un error y no un modelo equivocado".

La otra herencia: relaciones comerciales diversificadas

Además de los activos arriba mencionados, mi administración le heredó a la siguiente relaciones económicas con el exterior altamente diversificadas. El TLC, al abrir para México el mercado más grande del mundo, el de Norteamérica, le dio al país la posibilidad de salir más rápido de sus más graves problemas; al mismo tiempo, contribuyó a que la economía mexicana no dependiera de un solo mercado. Durante mi sexenio, México se incorporó por pleno derecho a la Asociación de Países del Pacífico, APEC, integrada por 18 naciones cuyo valor de producción era equivalente a la mitad del valor de la producción mundial. En noviembre de 1994, antes de que concluyera mi periodo presidencial, me trasladé a Indonesia para representar a México en la primera gran reunión intercontinental de la APEC; durante este encuentro se logró formalizar la creación de un mercado de libre comercio para el año 2010, el cual se estimaba que generaría una ganancia adicional para los países miembros de alrededor de 303,000 millones de dólares por año en términos reales.⁶⁷ Asimismo, se concretaron una serie de acuerdos de libre comercio con naciones centroamericanas y sudamericanas como Costa Rica, Venezuela, Colombia, Bolivia y Chile. Se dejaron también las bases para establecer con la comunidad económica europea un acuerdo comercial similar al TLC.

Todo era evidencia de que si bien al final de mi gobierno el país padecía algunos problemas, existían las condiciones propicias para enfrentarlos. No era necesaria una macrodevaluación para salir adelante, dado el dinamismo de las exportaciones, el elevado crecimiento de la productividad y la tendencia de las importaciones a disminuir su dinámica. Se ha dicho que el tamaño del déficit en cuenta corriente exigía operar la macrodevaluación. Sin embargo ese déficit no provenía del sector público sino del sector privado y sólo había dos caminos para reducirlo: gradualmente, mediante la conducción de los instrumentos de política económica de manera que la reducción que ya se observaba en la dinámica de las importaciones continuara; o bien a través de una recesión que abatiera las compras en el exterior. Zedillo optó por la segunda opción. Aun así, desde mi punto de vista el costo social de esa medida no debió pasar por el trauma de una severa recesión.

En diciembre de 1994 se entregó una economía viable, con problemas pero no en crisis

Al entregar el gobierno a fines de noviembre de 1994 había problemas importantes, los he reconocido. Pero para poder enfrentar esos problemas entregué una economía viable en lo monetario y en lo fiscal; esta

solidez económica había permitido que la confianza de los inversionistas se fortaleciera de manera gradual. Las cifras señaladas arriba demuestran que la nuestra no era, en el momento del cambio de poderes, una economía débil o al borde de la crisis.

Aun los mismos críticos a la política macroeconómica de mi administración que discutieron el trabajo de Dornbusch en la reunión de Brookings a mediados de 1994, y después se les consideró como "los que anticiparon el problema", afirmaban que la situación presentaba una vulnerabilidad pero no una crisis. Considérense los argumentos presentados al final de esa discusión. Todos versaron sobre el trabajo que habían presentado Dornbusch y Werner. Se incluyen algunos del propio Dornbusch y de Stanley Fischer Sub-Director del FMI, entre otros.⁶⁸

Stanley Fischer sostuvo: México debe empezar por negociar un nuevo pacto...en caso en que no sea posible un acuerdo para llegar a una devaluación ordenada, México debe de mantener sus políticas actuales, con un desliz lo más rápido posible.

Dornbusch estaba confiado en que podía instrumentarse un plan para una devaluación y un nuevo pacto, el cual "puede ser negociado rápida y secretamente" .y agregó: la experiencia histórica sugiere que no seguirá un desastre a la devaluación como lo indican las recientes de Italia, Suecia y aun México mismo con la reciente devaluación [real] de 8%.

Guillermo Calvo sostuvo: No es el momento de ejecutar una devaluación a la Dornbusch-Werner... Es imperativo que México obtenga un amplio apoyo del departamento del Tesoro Estadounidense.

Nora Lustig criticó la conveniencia de una devaluación inmediata, y agregó: cualquier modificación al tipo de cambio debe llevarse a cabo después de las elecciones y aun entonces se debe evitar una devaluación escalonada.

Incluso cuando ocurrió la devaluación en diciembre, el FMI emitió un boletín en el que apoyó la medida. Ahí se recogió una declaración de Stanley Fischer que era congruente con el consenso sobre la existencia de un problema pero no de una crisis: "Los ajustes al tipo de cambio... fortalecerán la recuperación económica que ha sido evidente desde el inicio de 1994 y asegurar la viabilidad de la posición externa de México".⁶⁹

Esto confirma que el país se encontraba listo para el crecimiento sostenido. No había razones para pensar en una crisis financiera; sólo un golpe contra la confianza en la solidez de la economía podía provocarla.

Un agudo observador de la realidad económica escribió a mediados de 1996:

La crisis económica que se desencadenó con el "error de diciembre"... hizo muy impopular la noción de reforma. Este hecho político no cambia ni un ápice la circunstancia de que sólo con la continuación y profundización de la reforma será posible efectivamente elevar los niveles de vida de la población. Pero si el gobierno no logra recobrar la popularidad de la reforma, esa mejoría no se va a dar, para desgracia de los mexicanos. Si no hubiera habido crisis en 1994, el proceso de creación de nuevas empresas seguramente hubiese compensado la muerte de otras, con lo que poco a poco se habría logrado una mejoría generalizada. La crisis de 1994 acabó con esa posibilidad, porque aceleró la muerte de muchas empresas que no era competitivas, a la vez que desincentivó – la creación de nuevas actividades productivas con la celeridad y el volumen que se requería. Las consecuencias políticas de la crisis de 1994 todavía están por conocerse en su verdadera magnitud. Pero algunas consecuencias políticas en el ámbito económico son ya evidentes: la reforma se convirtió en el chico malo de la película; las privatizaciones y la desregulación se convirtieron en las causas de todos los males habidos y por haber; y la búsqueda de nuevos mercados y de maneras de producir se transformó en una urgencia por obtener subsidios y descuentos por parte del gobierno y de los bancos... En lugar de abogar por la reforma y de impulsarla, el gobierno (de Zedillo) se ha convertido en uno de los peores impedimentos para su continuación....Dado que el país compite por la inversión externa con otras

ciento cincuenta naciones en el mundo, un retraso en el proceso de reforma no implica que simplemente nos quedemos en el mismo lugar, sino que nos rezaguemos respecto a todos los demás. EL riesgo del momento actual es que entre quienes se oponen a la reforma y quienes, sin oponerse, no saben explicarla y convencer de ella, logren minarla de tal forma que su continuación resulte imposible. Paradójicamente, el gobierno continúa dependiendo en muchos casos de quienes se oponen a la reforma, en lugar de buscar nuevos apoyos entre quienes podrían ser sus beneficiarios naturales. En este contexto, la única forma de salir adelante con la reforma es haciéndola popular.⁷⁰

Vuelvo a la reflexión que dio pie a esta larga enumeración de hechos: al entregar la presidencia de la República se heredan activos y pasivos: Pero cuando en realidad se tiene vocación de servir y deseos de trabajar para la nación, quien recibe la responsabilidad e la Presidencia, en lugar de quejarse de los problemas heredados se apoya en los activos recibidos y, al asumir el mando, trabaja para engrandecer a México. Por mi parte, nunca busqué construir el apoyo popular mediante campañas de desprestigio contra mi antecesor, quien me abrió una oportunidad para servir a la patria. Lo hice con una convocatoria a sumar esfuerzo alrededor de una causa común: el engrandecimiento justo y soberano de México.

1. Banco Mundial, *Global Outlook and the Developing Countries*. Washington, D.C., 1994. FMI, *International Capital Markets. Development, prospects and policy issues*, Washington D.C., septiembre, 1994. FMI, *World Economic Outlook*, Washington D.C., octubre, 1994.
2. Morgan, *Emerging Markets Outlook* (varios números), 1994; *Chemical Bank Newsletter* (noviembre 1994); *Swiss Bank Corporation Newsletter* (diciembre 1994/enero 1995). También los reportes de Bear Stearns noviembre de 1994.
3. Kerry Fraser realizó una compilación de las observaciones de los principales bancos de inversión sobre México. Comprendió el período noviembre-diciembre de 1994. Lo hizo con 20 reportes presentados en esos dos meses. De ellos, dos pronosticaban la apreciación del peso, doce no consideraban la posibilidad de una devaluación y ocho reconocían que el déficit de cuenta corriente era elevado, pero tampoco pronosticaban devaluación. En "Who lost México?", *Emerging Markets Investor*; 1995.
4. Bear Stearns, *Latin America Outlook 1995*, noviembre 16 de 1994.
5. Citado en *Reforma*, octubre 31 de 1994.
6. J. Carpizo, *Un año en la Procuración de Justicia*, 1993. México, Editorial Porrúa, 1994. Introducción.
7. Estos argumentos se expresaron en discursos oficiales que recogió la prensa a partir de 1995. También están contenidos en las diferentes ponencias que a mediados de 1996 se presentaron en la reunión realizada en Washington, D.C. por la *Carnegie Endowment for International Peace*. No faltaron en esa reunión los supuestos "expertos" sobre política mexicana. En sus argumentos, sin embargo, nunca se habló de la intensa lucha por el poder que hablan provocado las reformas ni de los procesos de negociación política. También los "cientistas políticos" repetían lugares comunes y uno de ellos, chileno formado en la Universidad de Chicago, mostró un rostro inusitado: inició su crítica resentido porque durante la primera mitad de los noventa la comunidad financiera internacional centró su atención en México, debido a la firma del TLC "en un régimen democrático", y no en Chile, "cuyas reformas exitosas se habían tomado bajo un régimen militar autoritario".
8. En 1996. un corresponsal extranjero en México se sumaba a la ofensiva para producir "pánico moral" y declaró: "Salinas también me engañó". Es decir, todo lo hecho había sido un engaño. Un comentarista explicó la forma en que, según él, se había logrado ese engaño: "Si el ex presidente mexicano pudo hacer creíble esa imagen fue por su maestría en las relaciones públicas". Sergio Aguayo. *El panteón de los mitos*, México, Grijalbo, 1998, p.228.
9. José Carreño Carlón, *The Mexican peso crisis*, tesis de Maestría, Leiden. Holanda, septiembre, 1996, Introducción.
10. *The Economist*, octubre 29 de 1995.
11. Pareció una manera de excusarse de la responsabilidad de alertar sobre la crisis. En particular, funcionarios del FMI y del Banco Mundial lo afirmaron en textos que presentaron en la reunión de la *Carnegie* de mediados de 1996.
12. A lo largo de 1994 se dieron a conocer en distintos medios nacionales las estimaciones casi

- exactas del total de las reservas. Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens presentaron una lista de estimaciones sobre el monto de las reservas internacionales, publicadas a lo largo de 1994 en medios como *El Financiero* (julio 25 de 1994); la Casa de Cambio Vector (misma fecha); *La Jornada* (agosto 29); Enrique Quintana (septiembre 28); Grupo Financiero Banorte (octubre 9); especialistas del Sector Privado (octubre 11); *El Financiero* (noviembre 18). Las estimaciones publicadas en esas fechas fueron prácticamente idénticas a los montos reales. Véase Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens, "One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales About the Mexican 1994- 95 Crisis" , *The American Economic Review* , mayo 1996.
13. *The Economist*, enero 5 de 1996. En esa fecha, Summers era subsecretario del Tesoro.
 14. *The Economist*, julio 23 de 1994.
 15. Podría aducirse que la cifra de Tesobonos se publicaba con un retraso de dos meses. Sin embargo, los *Indicadores* de noviembre, último mes de mi administración, publicaron el saldo hasta el mes de septiembre: 47,858 millones de pesos, un monto muy cercano al de noviembre. Es decir, cualquiera que siguiera este boletín del Banco de México podía conocer con precisión la evolución del monto de los Tesobonos al final de mi administración.
 16. FMI, *International Capital Markets. Development, prospects and policy issues*, Washington D.C., enero 1996 (reedición del documento publicado en agosto de 1995), Cuadro 1.3, p. 61.
 17. Las cifras de 1982 y 1988 provienen de la base de datos del **FMI**; la cifra de 1994 corresponde al 30 de noviembre de ese año y está tomado de Banco de México. *Informe Anual*. 1994. p. 198.
 18. J. Boltvinik, en *La Jornada*. junio 25 de 1999
 19. Este argumento fue repetido por analistas internacional y era posible encontrarlo en revistas como *The Economist* de octubre 28 de 1995.
 20. Incluye un monto reducido de ingreso de privatizaciones. Si se excluyen, se registra un déficit de 0.3% del PIB.
 21. Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens, "One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales About the Mexican 1994-95 Crisis", *The American Economic Review*, mayo 1996. Los autores mostraron que las contribuciones al crecimiento del PIB durante 1994 fueron: en el primer trimestre, 0.87 de crecimiento derivado del gasto público y 0.11 del gasto privado, para dar un crecimiento de 0.68%; en el segundo trimestre, 1.0 del gasto público, 4.8 del privado, para un crecimiento de 4.8%; el tercer trimestre, 1.2 del gasto público, 4.1 del privado, crecimiento de 4.5%; y el cuarto trimestre --0.47 del gasto público, 5.86 del gasto privado, crecimiento de 4.0% (la diferencia se explica por la contribución al crecimiento de las exportaciones netas).
 22. *Ibid.*
 23. Las cifras del déficit de intermediación financiera están tomadas del artículo de Gil Díaz Y Carstens, op. Cit., y del presentado por ellos en la reunión de la Carnegie en 1996: difieren parcialmente de las contenidas en Banco de México, op. Cit. Al déficit de 1994 se le dedujo el costo de una sola vez de la reestructuración de la cartera agropecuaria.
 24. Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública. Acciones y resultados del cuarto trimestre de 1994*, México, febrero 15 de 1995, p. 82. Este informe fue preparado por el nuevo gobierno y presentado al Congreso de la Unión en 1995.
 25. Banco de México, *Informe Anual 1994*, p. 83.
 26. Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens, "One Year of Solitude: Some Pilgrim Tales About the Mexican 1994-95 Crisis", *The American Economic Review*, mayo 1996.
 27. Banco Mundial, *Mexico, Financia! Sector Technical Assistance Project. Technical Annex*, diciembre 22 de 1994.
 28. Secretaria de Hacienda y Crédito Público, *Informes sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública. Acciones y resultados del cuarto trimestre de 1994*, México, febrero 15 de 1995, p. 15.
 29. Este argumento fue presentado por J. Sachs, A. Tomen y A. Velasco *The Collapse of the Mexican Peso: What have we learned*. 1995, y por Guillermo Calvo y Enrique Mendoza, "Petty Crime and Cruel Punishment. Lessons from the Mexican Debacle", *American Economic Association, Papers and Proceedings*, Mayo 1996.
 30. Banco de México, op. cit., p. 69
 31. Gil y Carstens, op cit:
 32. Rudi Dornbusch y Alejandro Werner, "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth",

- Brookings Papers of Economic Activity*, primavera 1994.
33. Informe Mensual sobre la Economía Mexicana, Centro de Análisis e Información Económica A. C., (CAIE), México, julio 1994.
 34. Para un análisis teórico sobre los regímenes cambiarlos véase Emiliano Salinas Ocelli, "Bandas y opciones cambiarlas: experiencia de la política cambiarla en México", Tesis de licenciatura, México, ITAM, junio 1999.
 35. El observador podría señalar que si compara el tipo de cambio al cierre de noviembre de 1994 (3.44) con el de enero de ese año (3.10), la devaluación nominal sería 10%. Además, si le descontara la diferencia de inflación entre México y Estados Unidos, la devaluación real sería de alrededor de 4%. Sin embargo, el Banco de México en su *Informe anual 1994*, señaló: "Entre los índices de tipo de cambio real que se calculan con base en índices de precios, el menos controvertido es aquel que se estima con relación a una canasta de monedas de 128 países. Utilizando precios al consumidor se tiene que en los primeros once meses de 1994 el peso mexicano se depreció en términos reales 14.8%", p. 187.
 36. Véase el artículo de Ted Bardacke en *Financial Times*, agosto 9 de 1996.
 37. Algunos autores estimaban 10010. Véase J. Sachs, A. Tomell y A. Velasco *The Collapse of the Mexican Peso: What have we learned*, 1995.
 38. El valor del peso en el año base (1980) se convierte en 100. Cuando aumente este índice, significa que el peso está sobrevaluado. Cuando disminuye, ocurre una devaluación de su valor.
 39. Banco de México, op. cit., p. 187.
 40. Ibid. p. 169. Si se incluyen las maquiladoras, las exportaciones de manufacturas crecieron 20.2%.
 41. Durante esos cinco años las exportaciones manufactureras sin maquila de México crecieron 73%, mientras que las de los otros países mencionados lo hicieron en 28%, -5.6%, 38%, 32%, 48% y 33% respectivamente. Véase Banco de México, op. cit., Cuadro 13, p. 49.
 42. Para los distintos cálculos de sobrevaluación del peso y competitividad véase Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens, op. cit.
 43. Citado e Ibid.
 44. Las cifras están tomadas de Banco de México, op. cit. Por su parte, la OCDE en su Informe de 1996 para México, en la página 25, Cuadro 5, consignó que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pago fue incluso inferior en esos años: en 1992 fue de 6.7% del PIB, en 1993 de 5.8% y en 1994 de 7.1%. Es decir, durante la segunda mitad de mi sexenio convivimos, sin crisis, con un déficit elevado y nunca fue de 10% del PIB como señalaron algunos.
 45. Puede tenerse un ahorro interno muy elevado y también déficit: en cuenta corriente. En 1995, Tailandia ahorra 36% de su ingreso nacional, y tenía un déficit en cuenta corriente de 8% del PIB. Es más, durante ocho años tuvo déficit en cuenta corriente superior al 5% del PIB sin macrodevaluaciones ni fugas de capital. Véase *Financial Times*, julio 15 de 1997.
 46. Banco de México, op. cit., p. 2.
 47. Banco de México, op. cit., p. 47. Curiosamente, tres años después en 1998, el gobierno dio una explicación diferente; en un documento público la Secretaría de Hacienda afirmó: "La mayor parte de las entradas de dinero fueron a muy corto plazo y no en inversiones estables y productivas. Con prestamos que vuelan (sic) a la menor incitación, no es posible financiar necesidades permanentes". SHCP. *Fobaproa, la verdadera historia*, México, 1998, p. II.
 48. Banco de México, op. cit., p. 47.
 49. Ibid. p. 48.
 50. Ibid., p. 47.
 51. Ibid, pp. 181-183.
 52. Ibid, p. 184.
 53. Ibid. Según el país de procedencia de los recursos, la inversión extranjera directa provino en 90% de Estados Unidos, 14% del Reino Unido, 9D/o de Japón, 5% de Holanda, 5% de Alemania, 2% de Canadá y 2% de España, entre otros.
 54. Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens, op. cit. 58.
 55. Los datos provienen del INEGI, Sistema de Cuentas Nacionales, y están consignadas en Francisco Gil Díaz y Agustín Carstens, op. cit.
 56. J. P. Morgan, "How low is Mexico's private savings?", *Emerging Markets Data Watch*, septiembre 6, 1996. Los autores calculan el efecto del aumento de los precios del petróleo y correctamente consideran como ingreso privados los financiamientos de la banca de desarrollo a

los particulares. Además, incluyen en el ingreso privado únicamente los ingresos derivados de rendimientos reales de las tasas de interés y no de las tasas nominales, elevadas por la inflación de los ochenta.

57. Ibid.
58. Orazio Attanasio y Miguel Székely, "El Ahorro de los hogares y la distribución del ingreso en México", en *Revista Economía Mexicana*, citado por Enrique Quintana en *Reforma*, agosto 23 de 1999.
59. Ibid. Más adelante Quintana hacía notar: "En contraste, entre 1994 y 1996 no aumenta la tasa de ahorro de las familias, como parecen sugerir las cifras macroeconómicas. Al contrario la tasa baja dramáticamente hasta 9.5% del ingreso total en promedio, como resultado de la crisis económica que en esos dos años hace descender la masa salarial en 27%".
60. Weintraub, *El TLC cumple tres años. Un informe de sus avances*. México: FCE, 1997, p.108.
61. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *Informe sobre la situación Económica, las Finanzas públicas y la deuda pública. Acciones y resultados del cuarto trimestre de 1994*. México, 1995
62. FMI. *Word Economic and Financial Surveys*, Agosto 1995
63. 63. Varios analistas estuvieron dispuestos a aceptar la versión de Zedillo y la *nomenclatura*, en el sentido de que los acontecimientos de 1994 se dieron como resultado de un pleito personal. En realidad, fueron reflejo de los cambios y su oposición a ellos.66. Véase J. Sachs, et al., op. cit., p. 29.
64. La cifra viene de Banco de México, op. cit. La prensa especializada destacó la eficiencia alcanzada por la economía mexicana y la manera como se convirtió en la base para la acelerada recuperación de 1996 y 1997: "La rapidez de la recuperación en México liderada por las exportaciones, especialmente cuando se le compara con la recesión prolongada que se inició con la crisis de la deuda de 1982, sugiere que mejoras sustanciales en la eficiencia han ocurrido en la economía desde los ochenta", *Financial Times*, Suplemento Ff Exporter, julio de 1997.
65. Balance presentado en Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *Informe sobre la situación Económica, las Finanzas públicas y la deuda pública. Acciones y resultados del cuarto trimestre de 1994*. México, 1995
66. Véase J. Sachs, et. Al., op. cit., p. 29
67. Véase la estimación del *Financial Times* de marzo 12 de 1996.
68. Estos comentarios están contenidos en: *Brookings papers on Economic Activity*, 1: 1994, pp. 298-312.
69. FMI, "IMF supports Mexico's Exchange Rate Action." Boletín No. 94/18, diciembre 22, 1994.
70. Luis Rubio en *Reforma*, agosto 11 de 1996.