



EL COLEGIO DE MEXICO

CENTRO DE ESTUDIOS INTERNACIONALES

LA POLITICA DE FINANCIAMIENTO PUBLICO
EXTERNO DE MEXICO:
1988 - 1994

T E S I S
QUE PARA OPTAR POR EL TITULO DE:
LICENCIADO EN RELACIONES
I N T E R N A C I O N A L E S
P R E S E N T A :
AGUSTIN PAREDES ORIHUELA

MEXICO, D.F.,

ENERO DE 1997.

A mis padres: María Luisa Orihuela L. y Agustín Paredes H. (q.e.p.d.)

A mi hijo: Agustín Paredes R.

Deseo aprovechar esta oportunidad única para agradecerle al Centro de Estudios Internacionales el ultimátum que me envió para concluir con este trámite escolar tantas veces diferido; sin un estímulo de esa magnitud la presente tesis hubiera sido pospuesta por enésima ocasión.

Al Dr. Emilio Zebadúa le expreso mi reconocimiento por la atención y el interés mostrado durante el desarrollo de esta tesis. Su orientación y sugerencias fueron invaluablees para su conclusión.

La confianza que el Lic. Salvador Mikel Rivera tuvo conmigo durante los últimos años fue un apoyo muy importante para terminar esta tesis. Por lo cual le estoy agradecido.

Desde mi salida de El Colegio hasta la terminación de la tesis un gran número de personas me apoyaron de distintas maneras para concluir con este trabajo. Aunque me es imposible mencionar a todas, deseo agradecer la solidaridad de Jorge Buendía, Armando González, Héctor Santana, Erubiel Tirado y Miguel Ángel Valverde, quienes me ayudaron y alentaron con mayor frecuencia.

A mis hermanos Luis, Héctor, Ivonne y Sandra les agradezco la confianza que depositaron en mí. Su interés para que terminara la tesis fue un gran incentivo.

Por último deseo agradecerle a Linda Rojas Cardiel la paciencia que mostró durante la elaboración de esta tesis. Su apoyo fue un estímulo invaluable.

Introducción.

En 1988 la economía mexicana enfrentaba una elevada transferencia neta de recursos al exterior derivada de una deuda externa excesiva. De 1982 a 1988 se transfirieron recursos netos por un monto cercano al 6% del PIB anual. Esta sangría y los programas de estabilización llevados a cabo dejaron su huella en la economía y en la población. De 1982 a 1988 el PIB creció a una tasa real de 0.2% promedio anual. La tasa de inflación promedió un 91.1% Los salarios reales se deterioraron en un 50% y el desempleo y subempleo aumentaron dramáticamente.

Los sucesivos programas de restructuración de la deuda, negociados a partir del inicio de la crisis en 1982, si bien habían servido como paliativo en el corto plazo, habían resultado insuficientes. Los nuevos mecanismos de reducción de deuda, el programa de conversión de deuda por capital (*swaps*) y el intercambio de deuda antigua por bonos con garantía de Bonos Cupón Cero habían tenido poca aceptación.

La nueva administración buscó superar la crisis económica a través de un amplio proyecto de restructuración económica. Por un lado, continuó el programa de ajuste económico que aceleró las reformas financiera y fiscal, buscó la estabilización macroeconómica y modificó la estructura del sector externo. Por otro lado, buscó atraer nuevos flujos de capital externo y aceleró tanto la apertura económica del país como la negociación de convenios comerciales. A estos objetivos se supeditó prácticamente toda la política exterior del nuevo gobierno.

Después de un año de negociaciones, el nuevo gobierno logró reestructurar la deuda externa bajo novedosos mecanismos de reducción del saldo y el servicio de la misma. Con la firma, el 23 de julio de 1990, del "Acuerdo en principio" el gobierno mexicano logró reducir el monto de los recursos destinados al servicio de la deuda de los próximos años y diferir el pago del principal por un periodo de 30 años. Esta reestructuración fue el catalizador más importante para que México tuviera acceso nuevamente a los mercados financieros internacionales.

La necesidad de mantener la credibilidad internacional ante las negociaciones de los acuerdos paralelos del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) provocó que el gobierno salinista privilegiara el objetivo de mantener una tasa mínima de inflación, lo cual acrecentó la apreciación del peso. Para ello, aprovechando el entusiasmo internacional por invertir en los mercados de países en desarrollo, buscó financiar el déficit de cuenta corriente a través de la captación de inversión extranjera en su modalidad de inversión en cartera.

A finales del sexenio, las complicaciones en la negociación del (TLCAN), el desequilibrio comercial y la inestabilidad política provocaron una delicada situación económica que desembocó en la devaluación y crisis económica que se iniciaría en diciembre de 1994.

¿Qué condiciones propiciaron la restructuración de la deuda externa en términos más favorables que las restructuraciones anteriores? ¿En qué circunstancias el contexto externo influyó en la toma de decisiones en materia de endeudamiento externo? ¿Cómo la evolución del sistema financiero internacional condicionó la actuación del gobierno mexicano en materia de endeudamiento externo? Ante el cambio en el escenario internacional ¿cuál fue la nueva política de financiamiento externo? ¿Por qué no se pudo evitar la crisis iniciada en diciembre de 1994?

Para tratar de responder a estas preguntas el objetivo de este trabajo es estudiar la forma en qué se instrumentó la política de endeudamiento externo público a partir de la nueva "lógica" del proyecto económico de la administración salinista. Asimismo, se analiza la manera en que los avances en el proyecto económico permearon dicha política y la influencia que tuvieron en esa política los cambios en el régimen financiero internacional y en las condiciones internas.

La tesis principal es que la estructura del financiamiento externo se ha modificado de acuerdo con las fases del sistema financiero internacional. Cuando las percepciones de los actores que participan en el sistema han coincidido en un mismo sentido el capital ha fluido fácilmente y los costos financieros para acceder a él han sido menores. Cuando un elemento desestabilizador - una recesión mundial, un aumento inesperado en las tasas de interés internacionales o factores políticos regionales - irrumpe en el sistema, modificando las percepciones de algunos actores, se produce un reajuste en el sistema. La duración y profundidad de los efectos del reacomodo en cada país depende de las políticas tomadas

por cada gobierno en la fase anterior.

El trabajo se divide en cuatro capítulos. En el primero se estudia el funcionamiento tradicional del sistema financiero internacional, sus características, las percepciones de cada uno de los actores involucrados y sus espacios de acción. Se pondrá especial atención en la evolución del sistema financiero internacional y la forma en que se desarrolló ante la crisis internacional de la deuda externa.

En el segundo capítulo se analiza la herencia de la crisis de la deuda externa en México y la forma en que las etapas de negociación respondieron a la evolución del sistema financiero internacional. Punto central será la evaluación de la restructuración de la deuda de 1989-1990 y las condiciones externas que posibilitaron su negociación. Finalmente se estudian las políticas específicas de financiamiento externo público que se dieron en la primera parte del sexenio salinista.

En el capítulo tres se estudia el nuevo auge del sistema financiero internacional, los nuevos esquemas de financiamiento y los desafíos que representan para los actores involucrados los nuevos flujos internacionales de capital. Se analizan las transformaciones del sistema financiero internacional y la actuación de los llamados "mercados emergentes".

El capítulo cuatro retoma el escenario internacional y las complicaciones políticas y económicas que caracterizaron los últimos años de la administración salinista. Analiza la descomposición económica que se vivió en 1994 como marco de referencia para observar la política de financiamiento público

externo. Inevitablemente el capítulo incluye un apartado en el que se analizan brevemente algunas de las causas que motivaron la crisis de diciembre de 1994.

Las conclusiones presentan algunas tendencias que guiaron la toma de decisiones en materia de política de endeudamiento externo en el periodo referido. Se tratará de explicar hasta qué punto y bajo qué modalidades la evolución del sistema financiero internacional modificó la política de endeudamiento público externo mexicano.

I. El sistema financiero internacional

1. Características.

El origen del actual sistema¹ financiero internacional se remonta a la cumbre de Bretton Woods, celebrada en julio de 1944, en la cual se crean dos instituciones con la finalidad de regular el sistema financiero: el Banco Mundial, que se encargaría de la tarea de financiar o garantizar proyectos específicos a largo plazo; y el Fondo Monetario Internacional (FMI), que regularía el acceso y empleo de los créditos contraídos para propósitos de balanza de pagos. Con la creación del sistema se pretendía que los países tuvieran un acceso adecuado, pero no ilimitado, a recursos para financiar sus balanzas de pagos.²

Una característica del régimen creado en Bretton Woods fue la administración del sistema por el FMI, el cual fue ideado como la única instancia capaz de legitimar la transferencia de recursos para corregir las balanzas de pago de los países en vías de desarrollo (debido principalmente a la ausencia de fuentes alternativas de financiamiento) a "través de la prescripción de los mecanismos apropiados que ayuden a asegurar que los países que reciban ayuda sean capaces de superar sus déficits".³

¹.- La definición de sistema que utilizamos es la que se refiere a cualquier conjunto de instituciones, de grupos y de procesos caracterizados por un cierto grado de interdependencia recíproca. Definición tomada de su equivalente de sistema político descrito por: David Easton, *Esquema para el análisis político*. Buenos Aires: Amorrortu, 1969.

².- Thomas Biersteker, "International Financial Negotiations and Adjustment Bargaining: An Overview," en Thomas Biersteker (ed.) *Dealing with Debt. International Financial Negotiations and Adjustment Bargaining*. Boulder: Westview Press, 1993. p. 3

³.- Melissa Birch, "The International Monetary Fund," en Thomas Biersteker (ed) *op. cit.* p. 19

A cambio del derecho a participar de los beneficios de recursos adicionales, los países participantes en el FMI están sujetos a condiciones que comprenden acuerdos de estabilización, acuerdos de contingencia o "stand-by", cartas de intención y criterios de ejecución mutuamente acordados.⁴

De los años cuarenta a los sesenta las instituciones oficiales creadas en Bretton Woods fueron las principales fuentes de financiamiento para los países en vías de desarrollo. Especialmente para los gobiernos de América Latina, los cuales complementaban sus necesidades de capital externo a través del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y los fondos estadounidenses canalizados a través de la Alianza para el Progreso⁵. Los flujos de financiamiento privado hacia América Latina prácticamente cesaron a partir de la crisis de 1930 y, cuando existieron, su participación fue poco significativa.

Hasta finales de la década de los sesenta, el FMI era aún la principal fuente de financiamiento para los problemas de la balanza de pagos. Sin embargo una serie de acontecimientos provocó que su papel disminuyera y se convirtiera en la última fuente de financiamiento complementario.⁶ "Los recursos que manejaba perdieron relevancia cayendo del 16.2% del comercio mundial en 1945 al 8.2% en 1972 y al 4.3% en 1978."⁷

⁴.- Para una explicación detallada de los programas de ajuste y los recursos otorgados por el FMI véase: Melissa Birch, *op. cit.*; y J. Gold, "Mexico and the Development of the Practice of the International Monetary Fund," en *World Development*. 16 (10): II. pp. 27-42 (1980) pp. 4-5

⁵.- Salvo México, que sólo se benefició marginalmente.

⁶.- Ernest Oliveri, *Latin America Debt and the Politics of International Finance*. Westport: Praeger, 1992. p. 51

⁷.- Sue Branford y Bernardo Kucinski, *The Debt Squads, the US, the Banks and Latin America*. Londres: Zed Books, Ltd, 1988. p. 18

La creación del mercado de "eurodólares"⁸ generó un enorme caudal de liquidez internacional, para el cual habría que encontrar nuevos mercados receptores. El monto de los depósitos de los euromercados alcanzó cifras sin precedentes subiendo de 12 mil millones de dólares en 1964, a 57 mil millones en 1970, 205 mil millones en 1979 y 661 mil millones para 1981.⁹

Con este exceso de capital internacional, los créditos de los bancos comerciales hacia países del tercer mundo y América Latina en particular fueron estimulados debido a cinco cambios ocurridos a finales de la década de los sesenta y principios de los setenta.

El primero fue la posibilidad de que los bancos dispersaran el riesgo de un préstamo entre un gran número de instituciones acreedoras (préstamos sindicados).¹⁰

El segundo fue la oportunidad de obtener tasas de interés más flexibles que premiaban a los prestamistas por invertir en países de alto riesgo.¹¹

El tercero fue la introducción de cláusulas de incumplimiento cruzado. Es decir, si un deudor no pagaba parte de un préstamo a un acreedor automáticamente no le pagaba a todos, lo cual pondría en peligro la estructura crediticia de la nación deudora.¹²

⁸.- Los eurodólares o euromercados son términos utilizados para describir prácticamente cualquier depósito de moneda de un país en otro.

⁹.- Victor Bulmer-Thomas, *The Economy History of Latin America Since Independence*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994. (Cambridge Latin American Studies, 77) p. 360

¹⁰.- Véase: Ernest Oliveri, *op. cit.* pp. 30-34. Howard Lehman, *Indebted Development. Strategic Bargaining and Economic Adjustment in the Third World*. Londres: The MacMillan Press, 1993. pp. 34-35

¹¹.- Ernest Oliveri, *op. cit.* pp. 30-34

¹².- Howard Lehman, *op. cit.* pp. 34-35

El cuarto fue la cuestión tributaria. Especialmente en Estados Unidos, cuando un banco "compartía su bonificación tributaria con el deudor fijando al préstamo una tasa diferencial menor, la autoridad fiscal del país de origen, cuyas entradas se veían reducidas por el impuesto retenido en el extranjero, estaba de hecho subsidiando directamente los préstamos de sus bancos al país extranjero. El banco se limitaba a tomar parte de su ganancia bajo la forma de menores pagos de impuestos al gobierno de su país de origen en vez de un mayor cargo de intereses al empréstito."¹³

El quinto fue la ampliación o el establecimiento de "sucursales y oficinas representativas de bancos internacionales en el mercado latinoamericano"¹⁴, para proporcionar servicios a sus clientes multinacionales en la región. Para 1983 existían en América Latina 427 sucursales de bancos comerciales estadounidenses, las cuales representaban el 50.8% de todas las sucursales estadounidenses en el mundo.¹⁵

La década de los setenta se convirtió en un periodo en el cual los antiguos controles financieros mundiales sufrieron un resquebrajamiento. La cooperación de los centros financieros desapareció y los bancos comerciales se vieron envueltos pronto en una lucha sin cuartel por otorgar préstamos. No existía una regulación para otorgar préstamos y la prudencia fue sustituida por la competencia. La cooperación entre los bancos comerciales únicamente implicó la formación de préstamos sindicados con el propósito de mover el exceso de liquidez.

De acuerdo con Lipson, el mecanismo de persuasión para que los países deudores continuaran pagando sus deudas era la amenaza de

¹³.- Karin Lissakers, *Banca, deudores e instituciones. Análisis de las crisis de la deuda internacional*. México: Gernika, 1993. Véase el capítulo 5.

¹⁴.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 360

¹⁵.- Ernest Oliveri, *op. cit.* p. 27

sanciones económicas y frenar el continuo acceso al crédito, con lo cual creaban "expectativas estables de que la deuda sea servida prontamente si hay las posibilidades económicas para hacerlo."¹⁶

El mecanismo de reestructuración convencional consiste en que el país deudor aplica un programa de ajuste auspiciado por el FMI; el siguiente paso es la negociación de la deuda oficial con el Club de París; por último, el deudor negocia sus créditos comerciales en el Club de Londres.¹⁷

Los miembros tradicionales del Club de París son por el lado de los acreedores los 24 gobiernos miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). Es necesario mencionar que el acuerdo con el Club de París no es más que un acuerdo "marco" para las negociaciones futuras con cada uno de los acreedores oficiales.¹⁸

Para que se entre en negociaciones con el Club de París existen 4 principios básicos: el incumplimiento inminente, éste asegura el inicio de las negociaciones sólo cuando exista evidencia de que el deudor incumplirá el servicio de su deuda sin un alivio inmediato; el alivio de corto plazo, es decir la premisa de que los problemas del deudor son de corto plazo causados por políticas internas inadecuadas (este principio cambió en 1985 cuando el Club introdujo los acuerdos multianuales); la condicionalidad, antes de negociar con el Club se debió haber llegado a un acuerdo con el FMI; la no discriminación, ésta asegura una participación equitativa de todos los acreedores oficiales aún cuando no participen en las

¹⁶.- Charles Lipson, "The International Organization of Third World Debt" en *International Organization*. 35:4 (Octubre de 1981) p. 606

¹⁷.- Ernest Oliveri, *op. cit.* pp. 40-41

¹⁸.- Véase: Alexis Rieffel, *The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems*. Princeton; Princeton University, 1985 (Essays in International Finance no 161)

negociaciones. ¹⁹

Aún cuando el Club de Londres sirve como acuerdo marco para las negociaciones con los bancos comerciales, al igual que el Club de París con los acreedores oficiales, ambos tienen diferencias en muchos aspectos.

La primera es que en el Club de Londres los intereses de la reestructuración los fija la tasa del mercado y en el de París sí pueden mantener las tasas originalmente pactadas. Normalmente el Club de Londres puede negociar nuevos créditos en tanto que el de París no. Los acuerdos se pueden extender a periodos multianuales en el primero si es necesario y en el segundo, hasta 1985, no.

Otra diferencia es que aún cuando el Club de París está abierto a todos los acreedores oficiales, en la práctica sólo participan los que tienen comprometidos montos importantes en el país deudor. Por el contrario, el Club de Londres incluye en los términos de la reestructuración a todos los bancos comerciales que tengan préstamos en el país deudor, aunque no hayan participado directamente en las negociaciones y su representación haya sido tomada por otros bancos, generalmente bancos más grandes de su país. Debido a la cantidad de participantes en las negociaciones del Club de Londres las negociaciones tardan con frecuencia meses y son costosas. En contraste las negociaciones del Club de París pueden durar unas cuantas horas.²⁰ Otra diferencia es que mientras el Club de París requiere un acuerdo previo del gobierno deudor con el FMI, el Club de Londres puede negociar reestructuraciones en ausencia de un acuerdo con el FMI.²¹

¹⁹.- Christine Kearney, "The Creditor Clubs: Paris and London" en Biersteker, Thomas (ed.) *op. cit.* pp.62-64

²⁰.- *Ibid.* p. 67

²¹.- *Ibid.* p. 67

Otro actor que ha cobrado importancia, especialmente durante las épocas de crisis, es el Banco de Pagos Internacionales integrado por los bancos centrales del mundo occidental, el cual es un foro establecido para la acción conjunta de sus miembros y para la supervisión de las actividades de los bancos comerciales internacionales. El reducido número de sus integrantes le permite actuar con celeridad ante casos de urgencia. Generalmente ofrece créditos puente a los gobiernos en graves crisis financieras mientras negocian nuevos créditos con acreedores comerciales o con el FMI.

Por último queda hacer referencia al papel que los gobiernos han jugado en la coordinación del sistema financiero internacional, cuya participación directa generalmente se ha dado cuando los canales tradicionales de participación han fallado.²²

Debido a la hegemonía estadounidense en el periodo de la post-guerra, la creación del sistema financiero reflejó sus intereses específicos. La dirección del sistema financiero internacional fue asumida por Estados Unidos²³ (a través de sus políticas monetarias y comerciales) y por su influencia sobre las dos instituciones creadas: el Banco Mundial y el FMI.

Uno de los puntos centrales de la hegemonía de Estados Unidos en el sistema ha sido su papel de prestamista de última instancia en diversas situaciones de fragilidad. Por ejemplo, la Reserva Federal estadounidense ha organizado y dirigido decididamente los paquetes de rescate de los grandes deudores. "Siendo el Estado más grande y el más influyente en los asuntos financieros (internacionales), los Estados Unidos no tienen más opción que la de preocuparse por cuestiones (...) como la estabilidad del sistema".²⁴

²².- Charles Lipson, *op. cit.* p. 607

²³.- Ernest Oliveri, *op. cit.* pp. 48-50

²⁴.- Benjamin Cohen, "Balance-of-Payments Financing: Evolution of a Regime," en *International Organization*. 36, 2 (Spring 1982)

2. La crisis internacional de la deuda externa.

A partir de la década de los sesenta la deuda pública externa de los países en vías de desarrollo y especialmente de los gobiernos latinoamericanos comenzó a crecer paulatinamente. Aunque los principales prestamistas continuaban siendo instituciones oficiales como el Banco Mundial, el Banco Interamericano de Desarrollo y los gobiernos de los países desarrollados.

En la década de los setenta el monto de la deuda de los países en desarrollo alcanzó cifras astronómicas, aumentando la participación de los bancos comerciales en las operaciones realizadas. Para principios de la década de los ochenta los indicadores económicos de la deuda de los países en vías de desarrollo se deterioraron rápidamente y se hizo evidente la fragilidad del sistema financiero.

Numerosos argumentos se han dado para explicar los orígenes de la crisis internacional de la deuda externa de los países en desarrollo. Entre ellos sobresalen las afirmaciones que indican que su gestación se debió a cambios en el sistema financiero internacional que rompieron con muchas de sus estructuras que habían funcionado desde finales de la segunda guerra mundial.

El primero de ellos se refiere al colapso del sistema de Bretton Woods en 1971, ocurrido al desaparecer la paridad fija en los principales países desarrollados del mundo y a la falta de habilidad de la administración estadounidense para mantener la convertibilidad de dólares a oro a un precio fijo.²⁵ Lo anterior provocó que los principales países desarrollados decidieran

p. 282

²⁵.- La obra de: Sue Branford y Bernardo Kucinski *op. cit.*, estudia este punto en relación a los ciclos de la economía mundial.

mantener sus monedas flotando, lo que provocó la dificultad latinoamericana de mantener estables sus tasas de intercambio comercial real.²⁶

La crisis internacional del petróleo de 1973²⁷ motivó un exceso de liquidez mundial que encontró salida en un aumento de los préstamos a países en desarrollo. En esta ocasión el exceso de liquidez se encontraba en manos de bancos comerciales que comenzaron a jugar un papel protagónico en los préstamos hacia América Latina. Finalmente entre 1978 y 1981 se desató una "manía financiera"²⁸ entre los bancos comerciales para prestar.

Ésta no tomó en cuenta las experiencias de los años veinte y treinta cuando las mismas naciones habían suspendido pagos por más de 20 mil millones de dólares.²⁹ Por el contrario, en la década de los setenta los bancos comerciales subestimaron los riesgos. "La disposición del mercado a prestar, no la capacidad de pago del solicitante, se convirtió en la medida aceptada de idoneidad para el crédito".³⁰

²⁶.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* pp. 323-325

²⁷.- Para una amplia explicación de los choques del petróleo y su impacto en el mercado mundial de capital véase: Karin Lissakers, *op. cit.* Cap. 2

²⁸.- Una "manía financiera" inicia cuando algún acontecimiento inesperado altera las perspectivas económicas. Ante la posibilidad de obtener mayores utilidades se asumen nuevas actitudes que aparentan irracionalidad. Véase: Leopoldo Solís, *Crisis económico-financiera 1994-1995*. México: El Colegio Nacional, FCE, 1996. p. 9

²⁹.- *Ibid.* p. 29

³⁰.- *Ibid.* p. 26

Un funcionario del Banco Central argentino resume magníficamente la situación:

Cuando solicitábamos un préstamo sindicado, preparábamos algunas cifras, pero no hubo ni un analista financiero que las revisara. En 1979, quisimos un empréstito. Preguntamos qué necesitaban saber sobre nuestros proyectos. "Nada, no nos interesa en qué van a gastar el dinero siempre que la tasa diferencial sea conveniente", nos respondió un banquero japonés, ansioso de tomar parte en el crédito."³¹

Por su parte, los gobiernos latinoamericanos aprovecharon los cambios en el entorno internacional para demandar nuevos y cuantiosos préstamos por diversos motivos. En primer lugar su tradicional necesidad de financiar sus balanzas de pagos y sus déficits comerciales.³² Esta necesidad se incrementó ante la desaparición de la Alianza para el Progreso y la inevitable reducción de los préstamos oficiales estadounidenses. Asimismo, los préstamos comerciales tenían la ventaja adicional de que estaban libres de condiciones y evitaban la intromisión política extranjera.³³

Por último, a finales de los sesenta comenzó a gestarse un cambio en las ideas alternativas para fomentar el desarrollo y el comercio latinoamericano. Buscando resolver los problemas de la balanza de pagos se buscó el crecimiento basado en las exportaciones. Para lo cual era necesario fortalecer la planta productiva y por lo tanto obtener nuevos recursos del extranjero.³⁴

El detonante de la crisis internacional fue resultado de la recesión internacional que se vivió después de la segunda alza de

³¹.- Citado en: *Ibid.* p. 139

³².- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 361

³³.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 13

³⁴.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* pp. 323-325

los precios del petróleo en 1979, combinado con el aumento de las tasas de interés y la contracción del flujo de capital. En dos años el precio del petróleo aumentó de 13 a 35 dólares por barril. La tasa de crecimiento de los países de la OCDE, que había sido de 4% entre 1976 y 1979, bajó a 1.2% en 1980 y a menos de 0.5% en 1982. La respuesta de los gobiernos de los países desarrollados fue aumentar las tasas de interés y disminuir radicalmente el comercio con los países en vías de desarrollo.³⁵

Otro factor que exacerbó la situación fue el aumento de las tasas de interés. Ante el fracaso de las políticas económicas basadas - de alguna manera - en los preceptos keynesianos, emergieron nuevamente las teorías monetaristas conservadoras. El nuevo monetarismo, impulsado por Friedman, suponía que las tasas de interés no afectarían el nivel de la actividad económica estadounidense y que sólo un control rígido sobre la oferta monetaria disminuiría la inflación.³⁶

Así lo hizo en octubre de 1979 Paul Volcker, presidente de la Reserva federal estadounidense, quien cambió radicalmente la política de oferta de dinero y aplicó una severa restricción monetaria, subiendo las tasas de interés del 9 al 12%, después al 16, alcanzando el 20% en mayo de 1980. Finalmente, en enero de 1981 llegó al récord de 21.5%: "la más alta tasa de interés desde el nacimiento de Jesucristo" según Helmut Schmidt, Canciller alemán.³⁷

Por su parte, el presidente estadounidense Ronald Reagan propuso una política fiscal que redujera los impuestos a los ricos para fortalecer la inversión. En palabras del mismo Reagan:

³⁵.- Ernet Oliveri, *op. cit.* p. 14

³⁶.- Sue Branford y Bernardo Kucinski, *op. cit.* p. 103

³⁷.- Citado en: *Ibid.* p. 95

Cuando yo todavía trabajaba en Hollywood, después de mi primer filme cada año, si yo hiciera un segundo, alcanzaría la categoría impositiva de aquellos que deberían pagar 90% de su ingreso en impuestos. Por lo tanto yo acostumbraba no hacer un segundo filme. Esto estaba bien para mi, pero los camarógrafos, el equipo de producción y los pintores, todos, permanecían sin trabajo.”

Sin embargo, el déficit gubernamental estadounidense se incrementó por el aumento de los programas armamentistas durante la administración Reagan, lo cual presionó al alza a las tasas de interés. La nueva política monetaria junto con las políticas fiscales de la nueva administración estadounidense fue conocida como "Reaganomics". Política que en sus primeros años exacerbó la recesión mundial.

De acuerdo a algunas estimaciones se calculó que los países en desarrollo perdieron, durante 1981 y 1982, 59.4 mil millones de dólares por la caída del volumen y precio de las materias primas. William Cline calculó una pérdida de 78.6 mil millones de dólares para el mundo en desarrollo por la caída tanto en el precio como en el volumen del comercio mundial.”

Los gobiernos latinoamericanos tuvieron que pagar 1.8 mil millones de dólares adicionales por cada punto porcentual extra de las tasas de interés. La región pagó intereses en 1982, más del doble de lo erogado en 1979, al pasar de 14.4 mil millones de dólares a 36.1 mil millones⁴⁰.

El monto de la deuda externa total latinoamericana creció vertiginosamente. Como podemos ver en el cuadro 1.1, la deuda de

³⁶.- Citado en: *Ibid.* p. 105

³⁹.- Véase: *Ibid.* pp. 95-99

⁴⁰.- *Ibid.* p. 95

los gobiernos latinoamericanos creció de 75.4 mil millones de dólares en 1975 a 314.4 mil millones en 1982. Un aumento sin precedentes en la historia económica mundial. De igual manera los indicadores del pago del servicio e intereses de la deuda con relación a las exportaciones se deterioraron rápidamente a partir de la segunda crisis internacional del petróleo. Para 1980 la relación exportaciones/deuda había caído en un 200%.⁴¹

Cuadro 1.1
Indicadores de la deuda externa latinoamericana⁴²

Año	A	B	C	D
1960	7.2*	16.4	17.7*	3.6*
1970	20.8*	19.5	17.6*	5.6*
1975	75.4	42.9	26.6	13.0
1979	184.2	56.0	43.4	19.2
1980	229.1	56.6	38.3	21.2
1981	279.7	57.6	43.8	26.4
1982	314.4	57.6	59.0	34.3

A: Total de la deuda externa pública y privada en miles de millones de dólares.

B: Porcentaje del total de la deuda en manos de los bancos privados.

C: Relación de los pagos del servicio (intereses y amortizaciones) y las exportaciones.

D: Relación de los pagos de intereses y las exportaciones.

* Únicamente deuda externa pública

⁴¹.- *Ibid.* p. 364

⁴².- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 363

Hasta 1978-1979 el servicio de la deuda "fue sostenible debido a que la tasa nominal de los intereses de la deuda fue menor que la tasa de crecimiento nominal de las exportaciones. Altos niveles de liquidez internacional, junto con la recesión en los países en desarrollo después del primer choque petrolero, mantuvieron las tasas de interés nominal por abajo de la tasa mundial de inflación".⁴³ Por lo cual los países latinoamericanos tuvieron los ingresos suficientes (ayudados por los altos precios de las materias primas) para manejar su deuda externa.

La segunda crisis del petróleo fue el parteaguas. "Los países desarrollados entraron en recesión, empujando hacia abajo los precios de las materias primas y produciendo un deterioro en los términos de intercambio de los países importadores de petróleo latinoamericanos. Entonces los países desarrollados atacaron sus desequilibrios estructurales a través de políticas monetarias restrictivas, empujando las tasas de interés mundial a niveles astronómicos. Para 1981 las tasas base en Londres y Nueva York aumentaron a más del 16%, lo que empujó la tasa de interés pagable de la deuda bancaria a cerca del 20%"⁴⁴

A pesar del continuo deterioro de los indicadores del servicio de la deuda, los bancos y otros acreedores continuaron prestando aún después de la segunda crisis petrolera. La manía financiera por prestar continuó hasta que fue muy tarde. Como señala un agudo observador:

Todos las señales de precaución fueron ignorados por los deudores y los prestamistas hasta que fue muy tarde. Costa Rica y Nicaragua enfrentaron problemas graves en 1980, pero ambos fueron rechazados por su relevancia limitada para el resto de América Latina. El espectáculo de los países

⁴³.- *Ibid.* p. 363

⁴⁴.- *Ibid.* p. 363-364

exportadores de petróleo enfrentando déficits de cuenta corriente y presupuestarios a pesar del enorme aumento en los precios de petróleo no fue considerado muy imprudente. El amplio deterioro de las relaciones servicio-deuda y exportaciones-deuda no causó alarma. Únicamente en 1982, cuando el valor de las exportaciones latinoamericanas empezó a caer con respecto a su nivel del año anterior, hicieron que la paz de los préstamos se apagara.⁴⁵

Finalmente, en agosto de 1982 - debido a la suspensión por 90 días en los pagos de la deuda externa anunciada por el gobierno mexicano - el sistema financiero internacional entró en crisis. Para entonces la banca internacional tenía una gran cartera en América Latina. Los 18 principales bancos de Canadá y Estados Unidos habían prestado 70 mil millones de dólares a la región - de los cuales 10 mil millones eran créditos del Citicorp.⁴⁶

3. Evolución del sistema financiero.

a) La primera etapa. El ajuste por medio de la austeridad.

El cambio en las percepciones:

Durante esta etapa los estudios de la deuda sugerían que la crisis había ocurrido por condiciones económicas excepcionalmente desfavorables: la peor recesión económica mundial desde los treinta y altas tasas de interés. Por lo cual se esperaba que una mejora del ambiente internacional proporcionaría la mejor salida a la crisis. Diversas proyecciones sobre la deuda, hechas por W. Cline (1983, 1984), por el FMI (1984), por Dornbusch y Fischer (1984), por Enders y Mattione (1984), entre otras, sugerían que la crisis se solucionaría con la recuperación económica mundial, lo cual

⁴⁵.- *Ibid.* pp. 364-365

⁴⁶.- Stephanie Griffith-Jones, M. Marcel y G. Palma, *Third World Debt and British Banks: A Policy for Labour*. Londres: Fabian Society, 1987. Tabla 2.

aumentaría las exportaciones de los países endeudados mejorando sus indicadores de deuda externa.⁴⁷ Se asumía que la crisis era de liquidez y no de insolvencia.

En los grandes centros financieros emergió poco a poco el llamado "consenso Washington".⁴⁸ El cual establecía como condición esencial para reestructurar los préstamos una serie de programas de ajuste y estabilización supervisados por el FMI y el Banco Mundial con el fin de "establecer las condiciones macroeconómicas y microeconómicas que hicieran posible el servicio de la deuda".⁴⁹

De acuerdo con R. Dornbusch en este periodo "todo hacía esperar que la recesión de la economía mundial sería seguida por recuperación y que las elevadas tasas de interés bajarían como resultado del éxito del combate a la inflación en Estados Unidos. Los precios de las materias primas experimentarían una recuperación cíclica al igual que las exportaciones de los países en desarrollo. En el frente interno los esfuerzos de ajuste de los países deudores no podrían dejar de mejorar su capacidad para el servicio de la deuda (...) Y si no bastara la confianza en estos factores había un argumento más fuerte aún. Si no se esforzaban para permanecer dentro del sistema, los países deudores perderían el acceso al mercado mundial de capitales. Pero tal enfoque acabaría con sus perspectivas de crecimiento porque sin contar con capital externo para complementar su ahorro interno sería oscurecer las perspectivas de formación de capital."⁵⁰

⁴⁷.- Para un análisis de las proyecciones hechas en este periodo véase: William Cline, *International Debt reexamined*. Washington: Institute for International Economics, 1995. pp. 7-10 y cap. 3-4.

⁴⁸.- Véase: J. Williamson, *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990.

⁴⁹. Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 371

⁵⁰.- Rudiger Dornbusch, John Makin y David Zlowe, (comps.) *Soluciones a los problemas de la deuda en los países en desarrollo*. México: Fondo de Cultura Económica, 1990. pp. 10-

Por su parte, las prioridades de los banqueros internacionales fueron las de seguir manteniendo los esquemas de pagos de honorarios, comisiones e intereses de los deudores.⁵¹

La administración de la crisis:

A partir del inicio de la crisis internacional de la deuda externa y ante los cambios en las percepciones e intereses de los actores involucrados en ella, se realizaron una serie de modificaciones de emergencia en las que las normas y procedimientos fueron cambiando a medida que resultaban útiles para la estabilidad del sistema financiero internacional.

Ante la falla de los mecanismos tradicionales del sistema financiero para preservar su estabilidad, el gobierno estadounidense intervino decididamente. La administración norteamericana utilizó todo su poder e influencia para evitar el colapso generalizado.

Aunque la primera administración Reagan diseñó una política con fuerte énfasis en la economía de libre mercado y limitó los recursos al FMI y al Banco Mundial afirmando que inducían préstamos irresponsables al tercer mundo,⁵² ante la declaratoria mexicana de una moratoria por 90 días, el FMI, la Reserva Federal estadounidense y el Secretario del Tesoro norteamericano trabajaron conjuntamente para evitar el derrumbe del sistema financiero internacional.

Después de diseñar el paquete financiero para ayudar al gobierno mexicano, le siguieron los casos de Brasil, Argentina y Yugoslavia. La presión del FMI y de los grandes bancos que participaban en las negociaciones forzaron a los restantes bancos

11

⁵¹.- Véase: Howard Lehman, *op. cit.* p. 31

⁵².- William Cline, *op. cit.* p. 205

comerciales a participar con recursos frescos.⁵³

El principio básico del sistema fue restablecido y el FMI ocupó nuevamente su papel de administrador central, cargo que perdió ante los bancos comerciales en la década de los setenta.⁵⁴ Se restableció el principio de condicionalidad, es decir que "los países deudores que implementan reformas económicas orientadas al mercado deberían ser premiadas con alguna forma de alivio para sus cargas crediticias inmediatas. En principio, esto significa el intercambio de estabilización de sus balanzas de pagos por reestructuraciones de la deuda".⁵⁵

Los principales cambios en los procedimientos del sistema financiero internacional fueron la introducción de los préstamos concertados, los acuerdos multianuales; y las modificaciones fiscales a los bancos comerciales.

El primero se refiere a la imposición a los bancos comerciales para que participaran con nuevos créditos en cada reestructuración. Se ha estimado que la mitad de los préstamos a los países en desarrollo en 1983 fue involuntario.⁵⁶

Sin embargo, a cada reestructuración le seguía una nueva y el malestar entre los bancos comerciales aumentaba resquebrajando el frente común bancario. Como afirmaba un banquero sueco en el otoño de 1986:

Estoy realmente harto de que Reed o Preston [presidente del Morgan Guaranty] me llamen por teléfono a mitad de la noche para decirme que si mi banco no participa en el nuevo empréstito al país X, el sistema bancario occidental se

⁵³.- *Ibid.* pp. 205-206

⁵⁴.- Thomas Biersteker, "International ... *op. cit.* p. 3

⁵⁵.- *Ibid.* p. 3

⁵⁶.- William Cline, *op. cit.* p. 72

derrumbará y la culpa será mía - Y añadió - ¡Maldición! ¡Este paquete mexicano es la última vez!⁵⁷

Aún así durante la primera fase de la crisis, el gobierno de Estados Unidos fue capaz de presionar a los bancos comerciales para que continuaran prestando fondos a los países en vías de desarrollo, aunque los préstamos bajaron de 30 mil millones de dólares anuales a 9 mil millones para 1983.⁵⁸

Ante el fracaso de las reestructuraciones anuales, a partir de 1984 se impuso la necesidad de llegar a acuerdos multianuales para evitar las cansadas negociaciones e impedir una posible moratoria de algunos gobiernos.

El otro cambio importante en el manejo de la crisis fueron las modificaciones a las regulaciones sobre reservas contra pérdidas. Se les pidió a los bancos que destinaran el 1% del valor nominal de sus activos frente a los principales deudores como reservas contra posibles pérdidas. En noviembre de 1983 el Congreso norteamericano aprobó una ley (el *International Lending Supervision Act of 1983*) por medio de la cual los organismos reguladores impondrían, además, reservas especiales - ATRR's - a los créditos a países con problemas. Estas reservas se tendrían que tomar del ingreso corriente y sí podrían ser deducibles de impuestos, pero no podrían considerarse como parte del capital.⁵⁹

En 1983 se les pidió a los bancos comerciales que elevaran su reserva de 4.63% a 5.35%. En junio de 1985 el nivel mínimo requerido subió al 6%.⁶⁰

⁵⁷.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 280

⁵⁸.- Ernest Oliveri, *op. cit.* p. 63

⁵⁹.- Para una explicación detallada de las regulaciones bancarias estadounidenses véase: *Ibid.* cap. 2

⁶⁰.- Howard Lehman, *op. cit.* p. 39

Los programas de ajuste:

De acuerdo con Bulmer-Thomas, el inicio de la crisis internacional de la deuda provocó un cambio en el modelo de desarrollo económico en América Latina. La transición iniciada en la década de los setenta hacia un modelo basado en la promoción de exportaciones, se estableció definitivamente, dejando atrás el modelo de sustitución de importaciones.⁶¹

La respuesta a la transferencia negativa de flujos de capital, a los déficits crónicos de cuenta corriente y de la balanza de pago de la mayoría de los países de la región fue un cambio en favor del libre mercado y una intervención más moderada del gobierno en las economías. Este nuevo patrón de desarrollo reflejó también un consenso que se había gestado en los años precedentes entre las instituciones mundiales, los académicos y los gobiernos de los países involucrados en "favor del libre mercado, la liberalización financiera y comercial, y la privatización de las empresas públicas".⁶²

Este nuevo modelo de desarrollo coincidió con la primera ola de los programas de estabilización ortodoxa recomendados por el FMI. "Aunque el FMI seguía comprometiendo las devaluaciones monetarias, la liberalización financiera y el control del crédito interno, los programas inspirados en el FMI enfatizaban la necesidad de reducir el déficit fiscal a través del incremento en los ingresos y reducciones en el gasto. El llamado a la disciplina fiscal fue reforzado en muchos países por acuerdos con el Banco Mundial sobre el ajuste estructural y con la Agencia norteamericana para el desarrollo (USAID) sobre reducciones en las actividades del sector público".⁶³

⁶¹.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* pp. 366-369

⁶².- *Ibid.* p. 367.

⁶³.- *Ibid.* pp. 393-394

Los programas ortodoxos recomendados por el FMI en general fueron medidas de corto plazo "diseñadas principalmente para revertir los déficits agudos de la balanza de pagos a través de la generación de superávits comerciales en periodos relativamente cortos de tiempo".⁶⁴

Por su parte, los programas auspiciados por el Banco Mundial se dirigieron a reforzar la recuperación económica a largo plazo y con frecuencia se dirigió a institucionalizar elementos de los planes de corto plazo del FMI.⁶⁵

Los programas diseñados para cada país variaron. Algunos países pudieron negociar la exención de algunas medidas. Las posibilidades dependieron de tres factores: el tamaño de la deuda del país, su importancia estratégica y su acceso a otras fuentes no condicionadas de financiamiento.⁶⁶

El aumento en los intereses sobre la deuda, interna y externa, provocó que en la mayoría de los gobiernos la reducción de los gastos públicos no tuviera éxito. Ante la debilidad de las reformas fiscales, el FMI puso mayor énfasis en el incremento de los precios de los servicios públicos para aumentar los ingresos gubernamentales. Adicionalmente, se favoreció la privatización de las empresas paraestatales.

Esta primera ola de programas de estabilización no resultó del todo exitosa y, a mediados de la década de los ochenta, comenzó a dar muestras de agotamiento. La inflación permanecía acelerada y el FMI culpaba a los gobiernos de falta de disciplina fiscal y monetaria.

⁶⁴.- Thomas Biersteker, *op. cit.* p. 5

⁶⁵.- *Ibid.* p. 5

⁶⁶.- *Ibid.* p. 7

Evolución de la deuda:

En esta primera fase de la crisis internacional, los indicadores económicos de la deuda de los 17 países en vías de desarrollo más endeudados (HD17: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Costa de Marfil, Ecuador, Jamaica, México, Marruecos, Nigeria, Perú, Filipinas, Uruguay, Venezuela, Yugoslavia) mostraron un freno en su deterioro.

Cuadro 1.2**Indicadores económicos de la deuda externa del grupo HD17.⁶⁷**

Año	A	B	C	D
1982	392 085	290.4	41.5	29.8
1983	424 279	311.8	52.2	28.7
1984	438 717	278.4	51.5	26.0
1985	457 301	298.8	54.6	25.0

A: *Deuda externa bruta. (Millones de dólares)*

B: *Relación deuda externa neta/exportaciones de bienes y servicios. (% basado en el PIB de 1982)*

C: *Relación deuda externa neta/PIB. (% basado en el PNB de 1982)*

D: *Relación pago neto de intereses/exportaciones de bienes y servicios (% basado en el PIB de 1982)*

Fuente: *Banco Mundial. Varios años.*

Como podemos ver en el cuadro 1.2, el monto total de la deuda del grupo de los HD17 aumentó de 392 mil 085 millones de dólares al inicio de la crisis a 457 mil 301 millones de dólares en 1985, mostrando una clara reducción en su aumento con respecto a los años previos a la crisis. Aunque la relación deuda externa neta con

⁶⁷.- Datos obtenidos de: William Cline, *op. cit.* Varias tablas.

respecto al PIB aumentó en 10 puntos porcentuales, el indicador pago de intereses con respecto a las exportaciones bajó de 29.8 a 25% en el mismo periodo.

De 1982 a 1983, 13 países latinoamericanos lograron recalendarizar 50 mil millones de dólares que vencían entre 1982 y 1984, y recibieron 33 mil millones de dólares en nuevos préstamos. Entre 1983 y 1984, cinco gobiernos latinoamericanos restructuraron 20 mil millones de dólares que vencían en 1985 y obtuvieron nuevos préstamos por 11 500 millones. De 1984 a 1985 las restructuraciones de 13 gobiernos comprendieron deudas por 113 mil millones de dólares que vencían en 1990 - que ya incluían algunos préstamos recalendarizados previamente - y lograron recursos nuevos por 5.5 mil millones de dólares.**

Evaluación:

Para 1985 ya había signos evidentes del fracaso de esta primera etapa de administración de la crisis de la deuda. Aunque en un principio se dio un crecimiento de las exportaciones latinoamericanas, debido a que las tasas de interés internacional cayeron y a que los países desarrollados empezaron a crecer, esta fase se enfrentó a dos grandes problemas.

En primer lugar, el incremento del volumen de las exportaciones no se vio reflejado en un incremento de las ganancias y la capacidad de los países deudores para reanudar el servicio de su deuda no mejoró.

El segundo gran problema fue que a pesar de la disposición de los acreedores para restructurar las deudas, no garantizaron nuevos préstamos a la región. Los bancos comerciales se rehusaron terminantemente a conceder nuevos préstamos a la región y los préstamos de instituciones oficiales se enfocaron principalmente a

**.- Karin Lissakers, *op. cit.* pp. 288-289

reestructurar viejos adeudos.

Los "préstamos concertados" de los bancos comerciales terminaron en 1984 y los préstamos voluntarios no hacían aún su reaparición. De acuerdo con datos del FMI los préstamos concertados hacia América Latina fueron del orden de 13.3 mil millones de dólares en 1983; de 15.5 en 1984; y de sólo 2.2 en 1985. Por su parte los préstamos voluntarios cayeron de 1.9 mil millones de dólares en 1983 a 0.6 en 1984 y a sólo 0.2 en 1985."

Mientras esto sucedía, se buscaron fórmulas alternativas para mejorar la "eficiencia y flexibilidad de las renegociaciones crediticias. Un mercado secundario de la deuda bancaria comenzó a aparecer (...) se utilizaron "bonos de salida" (*exit bonds*) que permitieron a pequeños bancos acreedores recuperar parte de sus préstamos".⁷⁰ Se utilizaron mecanismos de "swaps", para adquirir deuda en el mercado secundario y convertirlo a moneda local.

Sin embargo, todos estos mecanismos no atacaron el problema de fondo: la necesidad de revertir el flujo de fondos de América Latina. "La transferencia de recursos, que había alcanzado un porcentaje positivo de 13 mil millones de dólares anuales entre 1979 y 1981, se volvió negativa en 1982 y permaneció así por el resto de la década. Para la mitad de la década de los ochenta la transferencia negativa de recursos alcanzó alrededor de 30 mil millones de dólares, equivalente al 4 por ciento del PIB y 30% de las exportaciones (latinoamericanas)".⁷¹

Adicionalmente, en los primeros años posteriores al inicio de la crisis de la deuda, los países latinoamericanos enfrentaron una fuga de capitales que agravó el flujo negativo de recursos. "Un

⁶⁹.- Citado en: William Cline, *op. cit.* p. 207

⁷⁰.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 372

⁷¹.- *Ibid.* p. 373

estudio de la Reserva Federal (estadounidense) concluía que, en ocho importantes países deudores, durante el periodo de 1974 a 1982, la exportación de capitales privados constituía el segundo uso más cuantioso de las divisas después del servicio de la deuda. En el caso de América Latina, la acumulación de valores extranjeros pudo alcanzar hasta 43% del monto total de la deuda externa durante el periodo de 1973 a 1987.⁷²

Por otro lado, la iniciativa de consolidar un cartel de deudores por parte de los gobiernos latinoamericanos - en una reunión que celebraron en Cartagena, Colombia, en 1984 - fracasó por dos razones: "Los otros deudores latinoamericanos consideraban a México como el país mejor colocado para obtener consideración especial en Washington. Quizás por esa misma razón, México se mostró poco dispuesto a tomar parte en cualquier enfoque colectivo con respecto a la cuestión de la deuda (...) El segundo factor consistió en la fuerte reacción de la administración Reagan."⁷³

El entusiasmo con el que fueron recibidas en muchos sectores las fuertes acusaciones al sistema financiero internacional hechas por Fidel Castro y su llamados a repudiar la deuda, aunque realmente tuvieron poca recepción en los gobiernos latinoamericanos, preocupó a los banqueros.⁷⁴

Finalmente, para mediados de la década, diversos acontecimientos se sumaron a la endeble situación. Los terremotos de la Ciudad de México aumentaron el déficit de ese país y su gobierno requirió nuevos préstamos internacionales. La transición política en Argentina en 1984 y Brasil de 1985 provocó un relajamiento de las políticas de ajuste en esos países.

⁷².- Karin Lisaeker, *op. cit.* p. 188

⁷³.- *Ibid.* p. 273

⁷⁴.- Sue Branford y Bernardo Kucinski, *op. cit.* p. 119

b) **La segunda etapa. El ajuste por medio del crecimiento. El Plan Baker.**

El cambio en las percepciones:

El cambio más importante en esta etapa fue que los bancos comerciales habían perdido la esperanza de recuperar íntegramente los fondos prestados a América Latina y comenzaron a aumentar sus reservas. Mientras Baker les pedía más capital, ellos estaban limitando su riesgo contra los préstamos al Tercer mundo.

A pesar del rechazo a realizar este tipo de operaciones, y como resultado de la moratoria brasileña anunciada en febrero de 1987, John Reed, Presidente de Citicorp anunció en mayo de 1987 que "el Citibank estaba dejando una reserva de 3 mil millones de dólares para atender sus problemáticos préstamos latinoamericanos e intentaría convertir gran parte de su cartera de préstamos en capital".⁷⁵

Este anuncio fue seguido de medidas similares por la mayoría de los bancos comerciales, quienes aprovecharon los beneficios fiscales que los gobiernos de sus países estaban otorgando. "En conjunto los quince mayores bancos de Estados Unidos reportaron, en el segundo trimestre, pérdidas de casi 11 mil millones de dólares."⁷⁶

Por su parte, los bancos europeos tomaron casi con indiferencia el anuncio del Citibank. "El favorable tratamiento fiscal y la presión de sus reguladores al inicio de la crisis había animado a los alemanes y a los suizos a guardar grandes reservas desde el principio."⁷⁷ No obstante, las reservas en los bancos canadienses, ingleses, franceses, alemanes y suizos alcanzaron un nivel del 60 al 75% contra préstamos riesgosos de países en desarrollo para

⁷⁵.- Citado en: Karin Lisakers, *op. cit.* p. 173.

⁷⁶.- *Ibid.* p. 282

⁷⁷.- *Ibid.* p. 285

finales de 1991.⁷⁸

Los grandes afectados fueron los bancos japoneses a quienes su Ministerio de Economía sólo les permitía crear una reserva por el 5% sobre el saldo de los deudores problemáticos, porcentaje que aumentó al 10% en 1987 y al 15% en 1989.⁷⁹ Alcanzando el 35% en 1991.

La medida tomada por el Citibank fue, "en parte, un mero ejercicio contable. De los 3 000 millones de dólares asignados a las reservas para pérdidas crediticias, sólo los 500 millones devengados de ganancias corrientes constituyeron un aumento real del colchón contra pérdidas del banco. Los otros 2 500 millones entrañaban una transferencia en el balance de la columna A, capital propio, a la columna B, reserva para pérdidas crediticias. Bajo la regulación estadounidense anterior a 1989, tanto la columna A como la B contaban como capital primario para fines de adecuación de capital. El movimiento de los 2 500 millones debía explicarse, en la declaración de ingresos, como una pérdida operativa (no reconocida como pérdida real por el Servicio de Recaudación Interna, puesto que no implicaba cancelaciones de valores). Pero el banco esperaba recuperarlo en declaraciones posteriores de ingresos, reclamando deducciones de impuestos en previsión de cancelaciones futuras."⁸⁰

El significado de este aumento de reservas fue que se terminó con las esperanzas de los banqueros de recuperar parte de las pérdidas sobre los préstamos extranjeros. Se terminó así con la idea de que los deudores reanudarían pronto los pagos, que la crisis sólo era de liquidez y que pronto se volvería a la normalidad. Además, con esta medida los bancos comerciales se independizaban aún más de Washington y evitaban prestar a los países deudores "a cambio de

⁷⁸. - Jean Claude Berthélemy y Ann Voruc'h, *Debt Relief and Growth*. París: OCDE, 1994. p. 33

⁷⁹. - Karin Lissakers, *op. cit.* p. 286

⁸⁰. - *Ibid.* pp. 252-253

conservar la ficción de que los préstamos valían la cifra total de su valor en libros".⁸¹

Mientras tanto, a pesar de las reestructuraciones, un gran número de países continuaban incumpliendo el pago del servicio de sus deudas, por lo cual varios activos fueron declarados incobrables o su valor en los mercados secundarios cayó.

La administración de la crisis:

Ante el fracaso de la primera etapa de la crisis, el gobierno estadounidense emprendió una política más comprometida para mantener la estabilidad del sistema. La transición entre las dos fases coincidió con el arribo a la Secretaría del Tesoro de un nuevo equipo que se inclinó hacia una política más activa en materia de la deuda.

En 1985 se anunció el Plan Baker, el cual "pedía el incremento en 30 mil millones de dólares en nuevos préstamos para los quince países más endeudados (después aumentó a los 17 ya mencionados), de los cuales, 20 mil millones debían ser proporcionados por los bancos comerciales y 10 mil millones por las agencias oficiales internacionales."⁸²

Esta estrategia "consistía en que los bancos y los prestamistas gubernamentales compartirían la carga de mantener a flote a los deudores hasta que tuvieran efecto las reformas económicas diseñadas por el FMI, permitiendo a estos países reiniciar el crecimiento y el pago de sus deudas. En el ínterin, al eludir las pérdidas sobre sus préstamos a los países menos desarrollados, los bancos ganarían tiempo para acumular reservas y capital y para superar sus problemas mediante una expansión en mercados

⁸¹.- John Makin, "Los problemas de la deuda de los países en desarrollo después de siete años," en Rudiger Dornbusch, et al. *op. cit.* pp. 20-21

⁸².- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* pp. 373-374

presuntamente menos arriesgados."⁸³

Los programas de ajuste:

Ante el poco éxito de los programas impuestos por el FMI en la primera fase de la crisis de la deuda, el Plan Baker buscó que los países deudores emprendieran políticas de ajuste más severas que comprendían la liberalización de importaciones, la liberalización del trato para el capital foráneo y la privatización.⁸⁴

Sin embargo, ante el fracaso de los ajustes en varios países latinoamericanos y al descontento popular al que estaban asociados, los nuevos requerimientos del Fondo fueron rechazados en muchos países. De ahí que sólo hasta 1987 se lograran los primeros grandes paquetes que incluían dinero nuevo para México y Argentina.⁸⁵

Evolución de la deuda:

Cuadro 1.3
Indicadores económicos de deuda externa de HD17.⁸⁶

Año	A	B	C	D
1986	481 950	384.4	59.7	25.2
1987	528 664	368.1	66.9	25.4
1988	506 839	312.8	57.6	25.1

A: *Deuda externa bruta. (Millones de dólares)*

B: *Relación deuda externa neta/exportaciones de bienes y servicios. (% basado en el PIB de 1982)*

C: *Relación deuda externa neta/PIB. (% basado en el PIB de 1982)*

D: *Relación pago neto de intereses/exportaciones de bienes y servicios (% basado en el PIB de 1982)*

Fuente: Banco Mundial. Varios años.

⁸³.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 312

⁸⁴.- William Cline, *op. cit.* p. 209

⁸⁵.- *Ibid.* p. 212. Karin Lissakers, *op. cit.* p. 306

⁸⁶.- Datos obtenidos de William Cline, *op. cit.* Varias tablas.

Los indicadores de los países HD17 permanecieron prácticamente estancados. Aunque el monto total de la deuda aumentó en sólo 24.89 mil millones de dólares, la relación pago neto de intereses con relación a las exportaciones de bienes y servicios no sufrió variación entre 1986 y 1988.

En este periodo se reestructuraron 180 mil millones de dólares y se obtuvieron nuevos préstamos por 15.2 mil millones.⁸⁷

Evaluación:

La idea más aceptada es que el Plan Baker fracasó debido a que los bancos comerciales no prestaron los montos prometidos. Sin embargo, W. Cline encontró que entre 1986-1988 sus préstamos alcanzaron dos terceras partes de lo acordado.⁸⁸ Por lo cual el fracaso se tiene que encontrar en una amalgama de factores externos e internos a la administración de la crisis que agotaron rápidamente esta fase.

Entre los factores externos se encontraron la caída de los precios del petróleo en 1986 y los problemas de los países exportadores de esta materia prima, los cuales vieran frustrados sus intentos por salir de la crisis y se encontraron nuevamente en una situación crítica.

Entre los factores internos destacan: el aumento de las provisiones contra la deuda de los principales bancos comerciales a partir de 1987; la moratoria de Brasil; las divergencias entre los bancos comerciales y el rechazo de los bancos europeos, japoneses y regionales estadounidenses para prestar más dinero; las presiones internas e internacionales para aliviar las cargas de la deuda; y la impresión de los funcionarios estadounidenses de que los bancos comerciales le estaban pasando el riesgo de la deuda a las

⁸⁷.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 289

⁸⁸.- William Cline, *op. cit.* p. 209

instituciones públicas.⁸⁹ Adicionalmente, el Plan Baker no ofreció alicientes suficientes a los actores involucrados para cambiar sus políticas.⁹⁰

Otro obstáculo, por el lado de los deudores, fueron las tensas negociaciones con los gobiernos deudores que se resistían a aceptar algunas cláusulas del acuerdo con el FMI, indispensables para recibir la ayuda del Plan Baker.

La segunda fase de la crisis recibió el golpe mortal cuando Brasil declaró la moratoria unilateral en febrero de 1987. Como resultado para diciembre de 1987 los precios de la deuda latinoamericana en los mercados secundarios habían caído estrepitosamente. La moratoria brasileña y la caída del valor de la deuda forzaron a los bancos comerciales a tomar mayores precauciones y a revalorar sus activos en papeles de deuda.

La moratoria brasileña y el anuncio de Citibank modificaron los términos en los que los actores involucrados habían venido administrando la crisis de la deuda: "que las medidas importantes relacionadas con la deuda tenían que tomarse colectivamente, que los deudores debían continuar pagando en su totalidad los intereses, que por lo tanto estos préstamos seguirían conservando su valor nominal pleno y no se requeriría una reserva extraordinaria por parte de los bancos".⁹¹

Las limitaciones de esta fase provocaron que para 1987-1988 ya se hiciera énfasis en las "propuestas de un menú" para movilizar los préstamos bancarios, gracias a la cual los bancos podían escoger la participación que más convenía a sus intereses.⁹²

⁸⁹.- *Ibid.* pp. 15-16

⁹⁰.- Rudiger Dornbusch et al., *op. cit.* p. 12

⁹¹.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 254

⁹².- William Cline, *op. cit.* p. 212

También se realizaron algunos experimentos con reducciones de la deuda basadas en el precio del mercado, como la conversión de deuda por bonos de México, apoyado por el Morgan Guaranty, y los bonos brasileños de 1988; Argentina intentó la primera operación de este tipo en 1987, sin embargo fracasó debido a que el descuento solicitado era muy alto.⁹³

Finalmente cabe señalar que cada nueva ronda de recalendarizaciones era una señal del fracaso del sistema financiero internacional para solucionar la crisis. Para 1988 la estrategia de restructuración se había agotado. Deudores, bancos y gobiernos acreedores estaban cansados.

c) La tercera etapa. El ajuste por medio de reducciones. El Plan Brady.

El cambio en las percepciones:

Para finales de la década de los ochenta, la literatura académica sobre la deuda enfatizaba la necesidad de reducir la deuda y su servicio, y las condiciones en las que debería darse para beneficiar a los deudores y a los acreedores. Análisis de Krugman, Sachs⁹⁴ y Claessens, entre otros, subrayaban la necesidad de aliviar la carga de la deuda para fortalecer la inversión y mejorar las condiciones futuras de pago de los países deudores.⁹⁵

También a finales de la década de los ochenta una corriente de literatura sobre la deuda, la del análisis histórico, criticaba el manejo de la crisis de la deuda. Estudios como los de Eichengreen

⁹³.- *Ibid.* p. 215

⁹⁴.- Fueron los análisis de Sachs los más influyentes en el cambio de las percepciones, los cuales estuvieron influenciadas por su participación en el diseño de las políticas de endeudamiento del gobierno de Bolivia en 1986. Citado en: *Ibid.* p. 224

⁹⁵.- Para una revisión de los análisis hechos en esta fase véase: *Ibid.* Cap. 4

y Portes, y Fishlow analizaban las similitudes y diferencias con las crisis de la deuda del siglo pasado y de la década de los treinta, y subrayaban la necesidad de reducir la deuda para superar la crisis.⁹⁶

Adicionalmente varios "think tanks" estadounidenses como el Consejo de Relaciones Exteriores (*Council on Foreign Relations*) y el Instituto de Economía Internacional (*Institute for International Economics*) publicaban ensayos en los que pedían se hicieran reducciones en la deuda.⁹⁷

Igualmente en el congreso estadounidense comenzó a cobrar fuerza el consenso de que era necesaria la condonación y la concesión para evitar problemas políticos para Estados Unidos en su frontera sur. El representante por Arizona Jim Kolbe citaba en 1990 al senador Bentsen, presidente del Comité de Finanzas del Senado, quien dijo: "No creo que algunos de estos países pague algún día su deuda si no hay cierta reducción de las tasas de interés y del principal. Tiene que haber algo de condonación y de concesión."⁹⁸

El Senador Bill Bradley propuso reducciones de un 18% sobre la deuda por tres años desde 1986. En 1987 después de la moratoria brasileña, los representantes Bruce Morrison y John LaFalce propusieron la creación de un nuevo organismo internacional que adquiriera la deuda de países en desarrollo a su valor en los mercados secundarios y perdonara la diferencia a los gobiernos deudores.⁹⁹

Otra poderosa fuente de presión fueron los intereses de las grandes empresas estadounidenses que se quejaron de que las políticas

⁹⁶.- *Ibid.* p. 13

⁹⁷.- *Ibid.* pp. 225-226

⁹⁸.- Jim Kolbe, "La necesidad de concesiones y condonaciones de la deuda," en Rudiger Dornbusch et al., *op. cit.* p. 114

⁹⁹.- William Cline, *op. cit.* p. 226

seguidas hasta entonces favorecían a los intereses bancarios y los perjudicaban a ellos. Debido a la crisis las exportaciones estadounidenses hacia América Latina habían caído de 42 mil millones de dólares en 1981 a 26 mil millones en 1983. Aunque habían aumentado nuevamente a 35 mil millones en 1987 y a 44 mil millones en 1988, se calculaba que se habían perdido miles de millones de dólares en exportaciones.¹⁰⁰

Fuera de Estados Unidos, el presidente francés Francois Mitterrand, el primer ministro japonés Kiichi Miyazawa¹⁰¹ y Alfred Herrhausen¹⁰², director del Deutsche Bank, habían propuesto reducciones en el monto de la deuda antes del anuncio del plan Brady.

En cuanto al valor mercantil de la deuda, "un activo mercado secundario para el comercio y la venta de préstamos bancarios a países en desarrollo había crecido con rapidez. En 1990 se calculaba que el mercado comerciaba por lo menos 60 000 millones de dólares en deuda de los países menos desarrollados. La mayoría de los empréstitos se comerciaban con fuertes rebajas. El débito argentino se vendía a trece centavos por dólar; el brasileño, a veintitrés centavos; el mexicano, a treinta y cinco centavos, y el chileno, a sesenta centavos por dólar."¹⁰³

Finalmente las percepciones de los bancos comerciales, analizadas en el apartado anterior, permitieron un cambio en las políticas a desarrollar. La aceptación de los bancos comerciales de que se podía llegar a reducciones de la deuda con base en las condiciones del mercado fue, sin duda, una de las más importantes contribuciones hechas a la tercera fase de la administración de la deuda.

¹⁰⁰.- Citado en: *Ibid.* p. 216

¹⁰¹.- *Ibid.* p. 227

¹⁰².- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 321

¹⁰³.- *Ibid.* pp. 316-317

La administración de la crisis:

Con la nueva administración estadounidense se cristalizó el cambio en las percepciones de los actores. "La elección de George Bush como presidente de Estados Unidos en noviembre de 1988, y la recomposición del gobierno que ello produjo en torno a la facción moderada del Partido Republicano, dio lugar a la elaboración en Washington de una respuesta pragmática e internacionalista al triple desafío que representaban en ese entonces para el bienestar económico de Estados Unidos el desequilibrio presupuestal, el déficit en la balanza comercial y la deuda externa de los países en desarrollo."¹⁰⁴

Otro detonante del cambio de la política del gobierno estadounidense fueron los hechos políticos en América Latina: "los disturbios y las matanzas en Venezuela, el deterioro de la capacidad (política y económica) de México para sostener el servicio de la deuda, y posiblemente una revisión de las implicaciones políticas de un profundo deterioro de la prosperidad de América Latina."¹⁰⁵

Finalmente la administración estadounidense anunció el 10 de marzo de 1989 la nueva fase de la administración de la deuda: el "Plan Brady". Este plan fue diseñado para obtener los descuentos que ofrecía el valor de la deuda en los mercados secundarios. Las condiciones incluían "la eliminación de atrasos y la adopción de reformas políticas aceptables para Washington. Cada país enfrentaba una opción clara: continuar acumulando atrasos, y el riesgo de la exclusión del mercado internacional de capital, o aceptar las condiciones del Plan Brady y participar de los descuentos de la deuda latinoamericana en el mercado secundario."¹⁰⁶

¹⁰⁴.- Emilio Zebadúa, "Del Plan Brady al TLC: la lógica de la política exterior mexicana, 1988-1994," en *Foro Internacional*. Vol. XXXIV, no. 4, octubre-diciembre de 1994. p. 639

¹⁰⁵.- Rudiger Dornbusch et al., *op. cit.* p. 13

¹⁰⁶.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 375

El ingrediente clave para las reducciones voluntarias de la deuda fue la seguridad de que se usarían fondos del sector público para participar en las operaciones.¹⁰⁷ Adicionalmente, el Plan contemplaba que el Banco Mundial y el FMI podían otorgar préstamos a los países aún cuando éstos no hubieran llegado a un acuerdo con sus bancos o estuviesen retrasados en sus pagos. "En otras palabras, las agencias multilaterales ya no utilizarían necesariamente su influencia financiera para apoyar la posición negociadora de la banca comercial. El frente común de los acreedores había desaparecido".¹⁰⁸

Se diseñó un paquete de opciones que comprendía las estrategias empleadas en el acuerdo alcanzado con el gobierno mexicano: el reemplazo de deuda por bonos con altos descuentos, reducciones en las tasas de interés sobre los bonos a la par de su valor nominal y opciones de dinero fresco.¹⁰⁹ Aunque se añadieron algunas otras como la recompra al contado (*cash buyback*) para países pequeños. En el caso brasileño, por ejemplo, el menú consistía de seis opciones.¹¹⁰

Los programas de ajuste:

A mediados de la década de los ochenta, ante el desaliento provocado por algunas de las consecuencias de los programas ortodoxos, ganó gran aceptación la implementación de modelos de ajuste de corte heterodoxo. Sus partidarios pensaban que la inflación era inercial y proponían la liberalización de precios para romper esa inercia.¹¹¹

Numerosos gobiernos latinoamericanos diseñaron una serie de políticas económicas basadas en los modelos de ajuste heterodoxo.

¹⁰⁷.- William Cline, *op. cit.* p. 219

¹⁰⁸.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 305

¹⁰⁹.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 376

¹¹⁰.- William Cline, *op. cit.* p. 232

¹¹¹.- *Ibid.* pp. 341-342

Sin embargo, cuando estas medidas no fueron acompañadas por políticas ortodoxas fracasaron. "Para inicios de la década de los noventa, después de una década de fallidos programas de estabilización, la necesidad de combinar medidas fiscales ortodoxas (incluida la privatización) con políticas heterodoxas fue finalmente reconocida".¹¹²

Evolución de la deuda:

Si bien el monto total de la deuda de los países HD17 aumentó de 501 mil millones de dólares en 1989 a 574 mil millones en 1993, su proporción como porcentaje del PIB cayó de 54.4 a 42.5% en el mismo periodo.

El indicador pago neto de intereses con relación a las exportaciones de bienes y servicios por primera vez mantuvo una tendencia constante a la baja. Pasando de 19.4% en 1989 a 10.9% en 1993, ubicándose en menos de dos quintas partes de su nivel al comenzar la crisis.¹¹³

En mayo de 1994, los acuerdos alcanzados bajo los auspicios del Plan Brady abarcaban a 18 países, representando un monto de 191 mil millones de dólares o el 80% del total de la deuda considerada elegible; el monto de las reducciones de los bonos de descuento en promedio representó un 30-35%, alcanzando 60 mil millones de dólares.¹¹⁴

Aunque los nuevos préstamos fueron sólo el 2% del monto original requerido y los bancos comerciales dejaron prácticamente de hacer préstamos a largo plazo, surgieron otras formas de financiamiento.

¹¹².- *Ibid.* p. 397

¹¹³.- William Cline, *op. cit.* pp. 6-7

¹¹⁴.- *Ibid.* pp. 15-18

Cuadro 1.4
Indicadores económicos de la deuda externa de HD17.¹¹⁵

Año	A	B	C	D
1989	501 696	276.1	54.4	19.4
1990	528 185	252.1	46.9	15.8
1991	541 979	255.0	43.9	14.3
1992	547 151	231.8	42.4	10.5
1993	574 273	225.3	42.5	10.9

A: *Deuda externa bruta. (Millones de dólares)*

B: *Relación deuda externa neta/exportaciones de bienes y servicios. (% basado en el PIB de 1982)*

C: *Relación deuda externa neta/PIB. (% basado en el PIB de 1982)*

D: *Relación pago neto de intereses/exportaciones de bienes y servicios (% basado en el PIB de 1982)*

Fuente: Banco Mundial. Varios años.

Evaluación:

El éxito de la última ronda de reestructuraciones y la desaparición de los problemas crediticios como crisis mundial se debió en gran parte a un ambiente internacional favorable. En el cual podemos incluir la reducción de las tasas de interés estadounidenses a partir de 1985, especialmente en 1990-1991, lo cual mejoró los términos del servicio de la deuda a tasas flotantes; para la segunda mitad de la década de los ochenta la tendencia negativa de las exportaciones de los países deudores comenzó a revertirse; y los resultados exitosos de los programas de ajuste en ciertos países deudores, como México y Chile.¹¹⁶

¹¹⁵.- Datos obtenidos de *Ibid.* Varias tablas.

¹¹⁶.- Jean Claude Berthélemy y Ann Voruc'h, *op. cit.* pp. 18-20

Un indicador importante de la superación de la crisis es el crecimiento de la economía, medido por el PIB. Cline encontró que en los 16 países más endeudados (del grupo considerado en el Plan Baker con excepción de Yugoslavia) después de los dos primeros años de recesión (con tasas de -0.4 y -3.5% en 1982-1983) se vivió un crecimiento moderado entre 1984 y 1987 (de 2.1, 4.1, 4.2 y 2.9% respectivamente), con una nueva caída en 1988-1990 (2.6, 1.9 y 1.5%). A partir de 1991 se muestra un crecimiento constante: 3.5, 2.5 y 3.2% para 1991, 1992 y 1993 respectivamente.¹¹⁷

Por su parte los indicadores de inflación para América Latina mostraron tasas de 200% entre 1984-1985, aumentando a 800% en 1987 y a 1,000% en 1988-1989. A principios de los noventa las tasas en toda la región cayeron, alcanzando el 49% en 1991 y el 22% en 1992.¹¹⁸ Las cuales reflejan los logros obtenidos por los programas de ajuste implementados en toda la región.

De acuerdo con Bulmer-Thomas, las negociaciones bajo las directrices del Plan Brady proporcionaron el máspreciado bien para los gobiernos latinoamericanos: la credibilidad. "Las tasas de interés internas cayeron en México cuando fue anunciado el acuerdo y todos los países dentro del Plan Brady vivieron la experiencia de la repatriación de capitales."¹¹⁹

La credibilidad propició el regreso de capitales a América Latina. El flujo neto de capitales a la región cayó de 40 mil millones de dólares en 1981 a 10 mil millones anuales entre 1983 y 1989 y ascendió a 60 mil millones de dólares en 1992. Dándose el incremento en los años en que se anunciaba el acuerdo auspiciado por el Plan Brady.¹²⁰

¹¹⁷.- William Cline, *op. cit.* pp. 57-59

¹¹⁸.- *Ibid.* pp. 57-60

¹¹⁹.- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* p. 376

¹²⁰.- William Cline, *op. cit.* p. 18

Otro resultado del Plan Brady fue que los países endeudados pudieron regresar al mercado internacional de capitales después de una década, en comparación de las 4 décadas que les llevó hacerlo a raíz de la crisis de la década de los treinta.

Finalmente, América Latina pudo obtener nuevamente una transferencia neta de recursos positiva en 1991 por 8.3 mil millones de dólares.¹²¹ "Para 1992, una década después de que emergió la crisis, era claro que la deuda había dejado de ser un tema dominante. Los indicadores de la deuda y de su servicio habían mejorado, y la fuga de capitales se había revertido en muchos países. Un monto formidable de deuda permanecía en todos los países, pero ya no era más una crisis de la deuda."¹²²

¹²¹.- CEPAL, *Preliminary Overview of the Latin American and the Caribbean Economy 1993. Notas sobre la Economía y el Desarrollo*. Santiago de Chile: ONU, CEPAL, 1993. p. 45

¹²².- Victor Bulmer-Thomas, *op. cit.* pp. 376-377

II. La herencia de la crisis y el perfil de la deuda al inicio de la administración de Carlos Salinas.

1. La crisis de la deuda: 1982-1988.

a) El inicio de la crisis.

El 13 de agosto de 1982, el secretario de Hacienda de México, Jesús Silva Herzog, viajó a Washington para informar al FMI, al Departamento del Tesoro y a la Reserva Federal estadounidense que el gobierno mexicano se encontraba prácticamente en bancarrota. Aunque para algunos observadores esta noticia fue recibida con sorpresa, lo cierto es que la catástrofe ya era predecible desde varios meses atrás.

Gracias a los descubrimientos de los yacimientos petroleros, el gobierno mexicano se embarcó en un programa para impulsar el crecimiento económico, el cual fue financiado con un impuesto inflacionario y con endeudamiento externo. El exceso de liquidez de los mercados internacionales de capital fue aprovechado por el gobierno mexicano, quien al igual que sus colegas latinoamericanos, se vio inmerso en la "manía financiera" de los años setenta por pedir prestado. Ejemplo de ello son las declaraciones de un funcionario de la secretaría de Hacienda de México, quien afirmaba en ese entonces que cuando un banco no ganaba un mandato pasaba a otro rápidamente:

El banco número cuatro telefona para decirnos que no consiguieron determinado negocio y que todavía les queda lugar en la línea de crédito. Les responderemos que está bien, que vayan a Pemex por el proyecto X.¹

¹.- Citado en: Karin Lissakers, *op. cit.* p. 139

Como consecuencia el monto de la deuda externa aumentó en forma estratosférica. El total de la deuda externa aumentó de 22.9 mil millones de dólares en 1977 a 58.8 mil millones en 1982, incrementándose sólo en 1981 el 56.5%. La relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones de bienes y servicios aumentó de 11% en 1978 a 22.3% en 1982.

A partir de 1981 los precios internacionales del petróleo comenzaron a bajar, provocando un deterioro en los ingresos del gobierno e incrementando el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. La recesión estadounidense provocó una disminución de las exportaciones mexicanas a ese país. El aumento de las tasas de interés internacionales fue la puntilla. La relación servicio de la deuda con respecto a las exportaciones se volvió inmanejable.

Cuadro 2.1
Indicadores de la deuda

Año	Deuda pública externa (1)	Crecimiento (1)	Servicio de la deuda / exportaciones(2)
1977	22 912	16.9	n.d.
1978	26 264	14.6	11.0
1979	29 757	13.3	6.9
1980	33 813	13.6	4.9
1981	52 961	56.6	11.7
1982	58 874	11.2	22.3

Fuente: (1) Angel Gurría, *op cit.* Anexo 1.
(2) Christine Kearney, *op. cit.* p. 102

Mientras las exportaciones continuaban disminuyendo, las importaciones aumentaban y en 1981 el déficit de cuenta corriente

aumentó a 13.9 mil millones de dólares, comparados con los 1.9 mil millones de dólares de 1977.

La caída de los precios internacionales de petróleo provocó un aumento de los préstamos de corto plazo (menores a un año), los cuales pasaron del 5% del total de la deuda externa en 1980, al 22% en 1981.² El déficit financiero del sector público pasó de 5.2% del PIB en 1977 al 7.9% en 1980 y al 14.5% en 1981.³

Un suceso que agravó la situación fue la fuga de capitales. Se calculó que en 1981 salieron 11 828 millones de dólares.⁴ Como respuesta a esta situación el gobierno mexicano llevó a cabo modificaciones al sistema cambiario, lo cual aumentó la desconfianza, y la fuga de capitales se disparó. Como resultado, en junio, julio y agosto de 1982, el Banco de México tuvo que negociar con la Reserva Federal estadounidense un intercambio de "swaps" por 24 horas para mantener los requerimientos de reservas legales a fin de mes. El último de ellos se realizó bajo la condición de que el gobierno mexicano entrara en negociaciones con el FMI.⁵

A principios de agosto la crisis era inminente. El gobierno mexicano decretó un sistema dual de control de cambios en un intento de frenar la salida de capitales. La primera llamada de alerta por parte de la comunidad financiera internacional fue la negativa de los banqueros a conceder nuevos créditos por 11 mil millones de dólares a principios de 1982. Lo único que se pudo negociar fue un crédito por 2.5 mil millones de dólares para Pemex, en mayo de ese mismo año. A diferencia de los préstamos anteriores, este préstamo sindicado encontró fuertes resistencias por parte de los bancos comerciales, los cuales comenzaban a dudar de la

².- Ernest Oliveri, *op. cit.* p. 87

³.- *Ibid.* p. 87

⁴.- Angel Gurriá, *op. cit.* p. 25

⁵.- Christine Kearney, "Mexico, 1982: Paving the Way with Exceptions," en Thomas Biersteker (ed.) *op. cit.* p. 83

solvencia financiera del gobierno mexicano.⁶

b) El primer paquete de rescate: 1982-1983.

La noticia de la bancarrota del gobierno mexicano no fue una sorpresa para los funcionarios con los que se entrevistó Silva Herzog, especialmente para Paul Volcker, presidente de la Reserva Federal, y para Jacques de Larosiere director del FMI, quienes monitoreaban de cerca la situación mexicana. Ante la gravedad de la situación y ante la falta de mecanismos para enfrentar problemas de esa magnitud, el departamento del Tesoro organizó la primera parte del paquete de rescate. Ofreció, después de dos días de tensas negociaciones⁷, un préstamo de emergencia por dos mil millones de dólares, mil para compra de alimentos estadounidenses y mil a cambio de ventas anticipadas de petróleo. Adicionalmente se consiguió un crédito por 2 mil millones de dólares del Banco de Importaciones y Exportaciones estadounidense para la importación de productos básicos.⁸

Paul Volcker organizó un préstamo puente por parte de los principales bancos centrales del mundo, agrupados en el Banco de Pagos Internacionales (BPI), mientras el gobierno mexicano negociaba un programa de asistencia con el FMI. Después de un par de semanas se consiguieron recursos por un total de 1.85 mil millones de dólares del BPI.⁹

Después de cansadas negociaciones, el 10 de noviembre de 1982 se firmó una carta de intención con el FMI. El Fondo se comprometió a prestar 3.92 mil millones de dólares en un periodo de 3 años y

⁶.- Ernest Oliveri, *op. cit.* p. 83

⁷.- Christine Kearney, "Mexico, 1982 ... *op. cit.* pp. 87-89. Para una lectura de los hechos por parte de los negociadores mexicanos véase: Angel Gurria, *op. cit.*

⁸.- *Ibid.* p. 36

⁹.- Ernest Oliveri, *op. cit.* p. 92. Christine Kearney, *op. cit.* pp. 89-90.

ofrecer facilidades compensatorias por 1.26 mil millones adicionales. Por su parte el gobierno mexicano se comprometió a instrumentar un severo programa de ajuste.

Larosiere instrumentó la restructuración con los bancos comerciales. Para facilitar la operación se creó un comité acreedor que incluía a los bancos con mayores préstamos en México, asumiendo en la práctica la coordinación William Rhodes, representante del Citibank. El comité aceptó en principio una moratoria por 90 días. Después de arduas negociaciones, y debido en parte a las presiones del FMI y del gobierno estadounidense, el 3 de marzo de 1983 se firmó la restructuración de la deuda por 23 mil millones de dólares mismos que vencían originalmente entre 1982 y 1984. Bajo el nuevo acuerdo debían amortizarse en 8 años con un periodo de gracia de cuatro a una tasa de interés de 1.875 sobre la Libor ó 1.75 sobre la Prime.

Adicionalmente se obtuvo un crédito por 5 mil millones de dólares con un plazo de amortización de seis años y tres de gracia. Para lograr la aceptación de los bancos regionales la tasa de interés se ubicó en 2.25% sobre la Libor y se cobró una comisión del 1.25% sobre el monto del préstamo.¹⁰

c) El segundo paquete de rescate: 1984-1985

Apenas se acababa de terminar el primer rescate, cuando éste demostró ser insuficiente. En septiembre de 1983 el gobierno mexicano inició pláticas para conseguir nuevos préstamos. Para noviembre del mismo año el Citibank estimó que México requería 3.4 mil millones de dólares para 1984 y que en 1985 retornaría al endeudamiento normal. También afirmó la necesidad de reducir las

¹⁰.- Angel Gurria, *op. cit.* p. 43. Christine Kearney, *op. cit.* p. 94. William Cline, *op. cit.* p. 297

comisiones y las tasas de interés.¹¹

Aprovechando la experiencia adquirida en las negociaciones previas, en un tiempo relativamente corto se firmó el segundo préstamo. En abril de 1984 se consiguieron créditos con la banca comercial por 3.8 mil millones de dólares con una tasa de interés de 1.5 % sobre la LIBOR ó 1.125 % sobre la Prime, con un periodo de gracia de cinco años y 10 años de maduración.¹²

En septiembre de 1984 se firmó un acuerdo en principio con el comité acreedor que incluía la restructuración de 48.5 mil millones de dólares de préstamos que vencían entre 1985 y 1990. Se logró un año de gracia y una amortización de 14 años. También se logró una tasa de interés menor en un 1.25%¹³ Para acelerar las negociaciones con los bancos comerciales, el gobierno mexicano firmó un nuevo acuerdo con el FMI en marzo de 1985. Las negociaciones con los bancos comerciales finalizaron en agosto de 1985.

d) El tercer paquete de rescate: 1986-1987

El paquete de restructuración multianual de 1984-1985 le permitió al gobierno mexicano un alivio momentáneo. Los terremotos de septiembre de 1985 y la caída de los precios internacionales del petróleo a finales de ese año profundizaron el déficit de la cuenta corriente y aumentaron el déficit público. A finales de 1985, el gobierno mexicano rompió el acuerdo con el FMI. En octubre de 1985, funcionarios mexicanos anunciaron sus requerimientos de créditos, calculados entre 2 y 3 mil millones de dólares.¹⁴

Después de 4 años de recesión económica, el gobierno de De la Madrid modificó su posición con respecto a la deuda asumiendo que

¹¹.- Ernest Oliveri, *op. cit.* p. 105

¹².- Angel Gurría, *op. cit.* p. 53

¹³.- William Cline, *op. cit.* p. 297

¹⁴.- Ernest Oliveri, *op. cit.* p. 107

"México podría reajustar unilateralmente el servicio de la deuda a su capacidad de pago".¹⁵ Sin embargo, confirmó su programa de austeridad, profundizó la política de ajuste fiscal, liberalizó aún más las regulaciones comerciales y financieras, permitiendo una mayor inversión extranjera, emprendió una agresiva restructuración del sector público, iniciando un proceso de desincorporación de empresas públicas.

A partir de marzo de 1986 el gobierno mexicano inició nuevamente pláticas con el FMI. Sin embargo, diferencias en el tamaño del ajuste, principalmente en relación al déficit público, estancaron las conversaciones. La renuncia de Silva Herzog a la Secretaría de Hacienda retrasó todavía más las negociaciones. Finalmente en julio de 1986 se firmó un acuerdo que comprometía 1.7 mil millones de dólares del FMI en tramos trimestrales, 2.3 mil millones del Banco Mundial durante 1986-1987 y 41 millones de dólares del BID. A cambio, el gobierno mexicano se comprometía a reducir su déficit presupuestal del 13% al 10% del PIB.¹⁶

Con la banca comercial se firmó un acuerdo en principio en septiembre de 1986. Las negociaciones con los bancos comerciales implicaron la restructuración de 43.7 mil millones de dólares con 20 años de amortización y 7 de gracia. Se lograron créditos nuevos por 6 mil millones de dólares y 1.7 mil millones adicionales en casos de contingencias - principalmente ante disminuciones del precio internacional del petróleo. Se logró una tasa de interés del 0.8125% sobre la Libor.¹⁷

¹⁵.- *Ibid.* p. 107

¹⁶.- *Ibid.* p. 109

¹⁷.- *Ibid.* p. 110. Angel Gurría, *op. cit.* pp. 80-82.

e) Conclusión

En primer lugar debemos resaltar la posición de avanzada del gobierno mexicano en las negociaciones de la crisis de la deuda internacional. Esto se debió a tres factores: el primero fue la posición estratégica que México tiene para el gobierno estadounidense, quien en todo momento apoyó los esfuerzos por mantener la estabilidad de su vecino. El segundo fue el monto de la deuda mexicana. El tercero fue el impresionante programa de ajuste económico llevado a cabo por el gobierno mexicano, cuyos resultados lo hacían un candidato favorito para reestructurar su deuda en mejores términos.¹⁸

Esta posición se reflejó en las innovaciones que el gobierno mexicano logró en las etapas de reestructuración, las cuales marcaron el camino a seguir en las negociaciones de los países latinoamericanos. Estas innovaciones estuvieron determinadas por el cambio de las percepciones de los actores involucrados.

Al final de esta etapa quedó claro para todos los actores que el esquema seguido hasta el momento para administrar la crisis había sido insuficiente. La percepción de que la crisis era de liquidez fue superada y en todo el mundo empezaron a surgir nuevas propuestas privilegiando el alivio y la reducción de la deuda para superar de una vez por todas la crisis internacional.¹⁹

Dentro de esta nueva corriente, el gobierno mexicano participó en la reconversión de deuda por capital (*swaps*) desde 1986, aunque más tarde fue criticada esta opción por sus efectos inflacionarios.²⁰ En 1988, en conjunto con el Morgan Guaranty, el gobierno mexicano

¹⁸.- William Cline, *op. cit.* pp. 296-297

¹⁹.- Por ejemplo, W. Cline y Roett propusieron la necesidad de realizar reducciones en el monto de la deuda en 1986. Cit. en: *Ibid.* p. 297

²⁰.- Angel Gurría, *op. cit.* pp. 94-96.

inauguró un nuevo esquema: el intercambio de deuda antigua por bonos a 20 años con garantía de principal mediante bonos cupón cero del Tesoro estadounidense, buscando intercambiar 20 mil millones de dólares de deuda aprovechando el descuento de la deuda en los mercados secundarios. Aunque finalmente sólo se intercambiaron 3.6 mil millones de dólares, y el descuento fue menor de lo esperado, estas operaciones ayudaron a convencer a los actores involucrados de que era posible reducir el monto de la deuda a través de mecanismos de mercado.²¹

Cuadro 2.2
Indicadores de la deuda

	1983	1984	1985	1986	1987
Deuda pública externa	62 556	69 378	72 081	75 351	81 407
Endeudamiento neto del sector público	4 352.4	2 612.8	762.9	1 386.7	2 961.4
Deuda externa total / PIB	60.2	53.6	52.0	76.3	73.9
Servicio de la deuda externa pública / PIB	7.4	6.4	6.3	8.4	8.7
Pago de intereses de la deuda externa total / exportaciones	45.3	48.4	46.9	51.6	39.5
Transferencias externas netas / PIB	- 7.60	- 6.10	- 5.50	- 2.90	- 1.60

Fuente: Angel Gurría, *op. cit.* Anexos I y II.

²¹ - William Cline, *op. cit.* p. 297

En las reestructuraciones también podemos observar el cambio en las percepciones de la administración de la deuda. En el primer paquete de reestructuración las condiciones para el gobierno mexicano fueron muy onerosas. Se tuvo que aceptar una tasa de interés de 2.25% sobre la Libor y una comisión de 1.25 sobre el monto total de la deuda. Para la tercera reestructuración la tasa de interés se ubicó en 0.8125% sobre la Libor.

Por su parte, los indicadores de la deuda muestran los cambios ocurridos en la economía mexicana. Si bien el servicio de la deuda externa pública en relación al PIB y el pago de intereses de la deuda externa total en relación a las exportaciones disminuyeron en 1984 y 1985 con respecto a 1983, las condiciones adversas de 1985 se reflejaron en los indicadores de 1986.

2. La reestructuración de la deuda: 1989-1990.

a) El entorno internacional.

Al finalizar la década de los ochenta diversos acontecimientos precipitaron el resquebrajamiento de las relaciones que habían dominado el mundo en la postguerra. Dos tendencias transformaban la distribución de poder en el mundo. La primera fue la caída del muro de Berlín y el desmembramiento del bloque comunista que pusieron fin a la denominada guerra fría.

La caída del socialismo provocó que la atención internacional se desplazara de las nociones estratégicas de la guerra fría hacia los "nuevos asuntos globales":²² democracia, medio ambiente, narcotráfico, derechos humanos y políticos, así como la transparencia de los procesos electorales.

²².- Mario Ojeda, "El cambiante contexto internacional a finales del segundo milenio," en Carlos Arriola (comp.) *Testimonios sobre el TLC*. México: Porrúa, 1994. p. 18

El fin del esquema bipolar dejó a Estados Unidos como la única potencia hegemónica a nivel mundial. Sin embargo, su debilitamiento económico frente a Japón y Alemania principalmente, no respaldaba suficientemente su liderazgo político. Tanto el creciente déficit comercial como el estancamiento de su economía provocaron que el nuevo gobierno estadounidense concentrara su atención en los asuntos económicos regionales.²³

La segunda tendencia fue la conformación de grandes bloques regionales de carácter comercial. Los avances en la integración económica europea y la integración silenciosa en la Cuenca del Pacífico provocaron que varios países buscaran protegerse contra los nuevos desafíos. La búsqueda de alianzas económicas regionales *versus* el aislamiento internacional dominaron las agendas de los gobiernos.

El proceso de ajuste económico mexicano y la debilidad relativa de Estados Unidos coincidieron a fines de los años ochenta en relaciones más cordiales entre ambos países. Un acontecimiento que ayudó a lograr este consenso fue la reunión de los presidentes electos de México y Estados Unidos en Houston, Texas, el 22 de noviembre de 1988. La extraordinaria relación personal de los presidentes George Bush y Salinas de Gortari propiciaron una nueva alianza²⁴ que se materializaría en la creación de una zona de libre comercio.

Más allá de la relación personal entre Salinas y Bush encontramos algunos sucesos que determinaron la extrema cordialidad que vivieron las dos nuevas administraciones. Por un lado tenemos la percepción de que la crisis económica había disminuido la capacidad de control del partido hegemónico sobre el sistema político

²³.- Clint Smith, "México y Estados Unidos: hacia una alianza económica," en Gustavo Vega (comp.) *México - Estados Unidos - Canadá. 1991-1992*. México: El Colegio de México, 1993. p. 249

²⁴.- *Ibid.* pp. 265-266

mexicano. La inestabilidad política inherente a este proceso causaba preocupación al gobierno estadounidense. Por lo cual apoyar al gobierno mexicano a superar la crisis era un tema de seguridad nacional.

La decisión del Congreso estadounidense de suspender la ayuda a los contras nicaragüenses y la política mexicana de baja intensidad con respecto a los sandinistas, en comparación con la activa participación de México en Centroamérica en los ochenta, ayudó a disminuir un punto conflictivo en la agenda de ambos países.

Por otro lado, las primeras acciones emprendidas por la administración salinista - el arresto de la Quina, la remoción del líder magisterial, el reconocimiento de un gobierno estatal de oposición y el arresto de Felix Gallardo, entre otros - incrementaron la confianza de los estadounidenses en la modernización del sistema político mexicano y fortalecieron el apoyo norteamericano a las políticas emprendidas por Salinas de Gortari.²⁵

Por último tenemos que el programa de ajuste económico mexicano iniciado en 1983 había producido espectaculares resultados que eran reconocidos tanto en México como en Estados Unidos. La apertura unilateral de la economía mexicana llevó al gobierno mexicano a enfatizar la necesidad de aprovechar las oportunidades de la vecindad con su vecino del norte.

Los intereses de ambos gobiernos y los nuevos enfoques en el sistema financiero internacional, con respecto a la crisis de la deuda, permitieron crear un consenso entre los diferentes actores para buscar aliviar el monto de la deuda.

²⁵.- Susan Kaufman Purcell, "U.S. - Mexico Relations: an Optimistic View," en *Journal of International Affairs*. Vol. 43, invierno de 1990. pp. 423-426

b) Las negociaciones.

Para diciembre de 1988, el saldo de la deuda externa pública ascendía a 81 003 millones de dólares, de los cuales 57 786 millones estaban contratados con la banca comercial. Las negociaciones de la nueva administración para reestructurar la deuda comenzaron el 6 de febrero de 1989 con el viaje a Washington del equipo negociador mexicano.

En el primer mes de negociaciones el equipo negociador mexicano visitó a los principales encargados de la toma de decisiones financieras en Estados Unidos, Japón, Canadá, Inglaterra, Francia, Alemania y España. Sin embargo, la primera posición de parte de los bancos acreedores fue pedir un esfuerzo adicional en el programa de ajuste.

El 10 de marzo de 1989, el gobierno estadounidense dio a conocer el Plan Brady. El cual aceptaba la necesidad de aliviar la carga de la deuda externa de los países en vías de desarrollo y hacía un llamado a todos los actores para que proporcionaran su apoyo al plan. Nuevamente México fue el primer país en acogerse a los beneficios del nuevo esquema.

Después de un par de meses de negociaciones²⁶, el 26 de mayo de 1989 se firmó un convenio de facilidad ampliada con el FMI. Se lograron créditos por 4 135 millones de dólares por tres años para apoyar el programa de estabilización, de los cuales una tercera parte podría ser utilizada en operaciones para reducir la deuda con los bancos comerciales.²⁷

²⁶.- Ernest Oliveri, *op. cit.* pp. 112-113. Para estudiar la posición de la delegación mexicana en las negociaciones véase: Angel Gurría, *op. cit.* pp. 128-130.

²⁷.- Pedro Aspe, *El camino mexicano de la transformación económica*. México: Fondo de Cultura Económica, 1993. p. 123. Angel Gurría, *op. cit.* p. 129

El 30 de mayo se llegó a un acuerdo con el Club de París, cuyo resultado fue "la recalendarización de los pagos del principal por 2 600 millones de dólares con un periodo de 10 años de gracia, lo que significaría un alivio de 100% tanto del principal como de los intereses entre junio de 1989 y marzo de 1990, 100% del principal y 90% de los intereses hasta marzo de 1991 y 100% del principal y 80% de los intereses hasta mayo de 1992. Lo más importante de todo fue que el Club de París ofrecería garantías al crédito para la exportación por aproximadamente 2 mil millones de dólares al año, hasta 1992".²⁸

El 30 de mayo también se logró un acuerdo con el gobierno japonés, el cual a través de su Banco de Exportaciones e Importaciones (Eximbank) ofreció apoyo a México por un total de 5 000 millones de dólares en tres años, de los cuales 2 050 millones se podrían destinar a apoyar la formación del paquete de garantías para las operaciones de reducción de la deuda.²⁹

El 13 de junio de 1989 se llegó a un acuerdo con el Banco Mundial, que otorgó créditos de ajuste estructural por 1 960 millones de dólares en 1989 y un promedio de 2 mil millones de dólares entre 1990 y 1992. Adicionalmente, "el propio banco haría también una reserva de recursos para las operaciones de reducción de deuda".³⁰

Con el apoyo de estos paquetes económicos y bajo el manto protector del Plan Brady, el gobierno mexicano inició las negociaciones con los bancos comerciales, representados por el Comité Asesor de Bancos. Las diferencias entre las partes fueron principalmente en cuanto al monto de reducción. La posición inicial mexicana fue pedir el 55% de descuento (equivalente al precio de la deuda mexicana en el mercado secundario). La posición inicial de los

²⁸.- Pedro Aspe, *op. cit.* p. 123

²⁹.- Angel Gurría, *op. cit.* pp. 136-137.

³⁰.- Pedro Aspe, *op. cit.* p. 123

bancos fue ofrecer el 15% de descuento, el cual fue elevado al 22%.³¹ Después de tensas negociaciones en las que se fueron conciliando las posturas de ambas partes³², gracias en parte a la mediación del gobierno estadounidense,³³ el gobierno mexicano y el Comité Asesor firmaron el 23 de julio de 1989 el Acuerdo en Principio el cual establecía un menú con tres opciones para recalendarizar la deuda:

- a) Bonos a la par. El intercambio al valor nominal de la deuda histórica por bonos a una tasa de interés fija de 6.25%, con pagos de interés semestrales y amortización en un pago después de 30 años, con garantía de bonos cupón cero del Tesoro estadounidense.
- b) Bonos de descuento. Cambio de la deuda por bonos con un valor 35% menor al valor nominal. Estos bonos pagarían una tasa de interés Libor más 13/16 de punto, con pagos de interés semestrales y amortización en un pago al vencimiento en 30 años, con las mismas garantías.
- c) Dinero fresco. El cambio de deuda por nuevos instrumentos de deuda con vencimientos a 15 años y 7 años de gracia, con una tasa de interés Libor más 13/16, junto con el compromiso de otorgar financiamiento en los mismos términos durante el periodo 1990-1992 por un importe equivalente a 25% de la deuda asignada a esta opción.³⁴

³¹.- Willliam Cline, *op. cit.* p. 220

³².- Para analizar la postura del equipo mexicano véase: Angel Gurría, *op. cit.* capítulo 2

³³.- Bernardo Mabire, "El fantasma de la antigua ideología y su resistencia al cambio de la política exterior en el sexenio de Salinas de Gortari," en *Foro Internacional*. Vol. XXXIV, no. 4, octubre-diciembre de 1994. p. 553

³⁴.- Pedro Aspe, *op. cit.* pp. 124-125. Angel Gurría, *op. cit.* pp. 138-150.

Finalmente, el 4 de febrero de 1990 se firmaron los convenios definitivos del Paquete Financiero en la Ciudad de México. Y el 28 de marzo de 1990 se efectuó el canje de deuda por los nuevos bonos en la ciudad de Nueva York. Las opciones elegidas por los bancos acreedores fue de 46.5% de la deuda elegible para los bonos a la par, 42.6% para los bonos de descuento y 10.9% para la opción de dinero fresco. Las aportaciones de los recursos para garantías fueron del Banco Mundial (2 010 millones de dólares), del FMI (1 689), del gobierno japonés (2 050) y del gobierno mexicano (1 374) para un total de 7 122 millones de dólares.³⁵

Entre las cláusulas del Paquete Financiero se encontraban además: un programa de intercambio de deuda por capital (*swaps*) por 3 500 millones de dólares en un periodo de tres años y medio; una cláusula de contingencia en el caso de una disminución del precio del petróleo; una cláusula de recaptura, en el caso de aumentos en el precio del petróleo; y flexibilidad para efectuar recompras directas de los bonos de reducción.³⁶

Gracias al paquete se redujo el principal de la deuda externa pública en 7 200 millones de dólares, por el intercambio de los bonos de descuento; y beneficios directos por 3 673 millones de dólares en promedio anual entre 1990-1994. Esto último resultado de un ahorro en los pagos de intereses por 1 301 millones de dólares, reducciones en las amortizaciones por 2 154 millones, por nuevos créditos por 218 millones de dólares anuales en dicho periodo.³⁷

c) Conclusión.

Gracias a la coincidencia de las percepciones entre los actores participantes, el gobierno mexicano pudo reestructurar en términos

³⁵.- *Ibid.* p. 156

³⁶.- *Ibid.* pp. 151-152

³⁷.- *Ibid.* pp. 156-157

más favorables su deuda externa. Debido a ello, el gobierno mexicano pudo participar nuevamente en los mercados voluntarios de capital después de una década. Las primeras estimaciones sobre el impacto del Plan Brady en México concluyeron que "en términos de restauración de crecimiento y estabilidad económica el acuerdo fue un éxito espectacular".³⁸

Van Wijnbergen estimó en 1991 que la firma del acuerdo bajo los auspicios del Plan Brady reduciría en casi 4 mil millones de dólares anuales las transferencias netas que México debería hacer a sus acreedores entre 1989 y 1994. Utilizando un modelo econométrico para simular lo que hubiera pasado sin el acuerdo de restructuración concluyó que el impacto del Plan Brady aceleraría el crecimiento de México en 2 puntos porcentuales entre 1989 y 1994.³⁹

El éxito más espectacular del Plan Brady fue el retorno de la confianza⁴⁰, "en particular la solución de la extrema incertidumbre con respecto a la estabilidad de la tasa de cambio."⁴¹ Pocos días después de la firma del Paquete Financiero las tasas internas de interés comenzaron a bajar. "La tasa nominal de Cetes a 28 días pasó de un nivel cercano a 60% anual en julio de 1989 a alrededor de 35% en agosto."⁴² Alentando con ello la inversión y aliviando el pago de intereses de la deuda interna.

Así, México entró en un "círculo fiscal virtuoso. La reducción en los déficits que no incluyen los intereses mejoraron las

³⁸.- William Cline, *op. cit.* p. 246

³⁹.- Sweder Van Wijnbergen, "La restructuración de la deuda externa de México en 1989-1990," en Carlos Bazdresch, et al. (comp.) *México: Auge, crisis y ajuste*. Vol. 2. México: Fondo de Cultura Económica, 1992. (Lecturas del Trimestre Económico, 73) pp. 359-360

⁴⁰.- Jean Claude Berthélemy y Ann Voruch'h, *op. cit.* p. 143. Rudiger Dornbusch, "Mexico's economy at the Crossroads," en *Journal of International Affairs*. Vol. 43, invierno de 1990. pp. 321-322

⁴¹.- William Cline, *op. cit.* p. 246

⁴².- Angel Gurría, *op. cit.* p. 163

expectativas, permitiendo una reducción en las altas tasas de interés interno, lo cual se convertía en una mayor reducción de todo el déficit gubernamental a través de la caída de los pagos de intereses."⁴³

Otro efecto del retorno de la confianza fue la repatriación de capitales. Solamente en 1989 se repatriaron capitales por 4 226 millones de dólares. "Desde que se instituyó el (programa denominado) "timbre fiscal" y hasta agosto de 1993, se registraron repatriaciones de capital por alrededor de 11 300 millones de dólares. De esta cantidad, 63% fue captado a través de las casas de bolsa, mientras que los bancos captaron el 37% restante. Así, la repatriación de capitales registrada mediante el timbre fiscal en 38 meses equivalió a 40% del capital fugado entre 1973 y 1988."⁴⁴

3. Las políticas de ajuste interno.

a) Antecedentes: 1982-1987.

Políticas macroeconómicas:

La magnitud de la crisis económica obligó al presidente De la Madrid a iniciar rápidamente un programa de ajuste económico. A finales de 1982 acordó con el FMI un programa de estabilización con la modalidad de extensión ampliada por un periodo de tres años que incluía: reducir el déficit público del 16.5% del PIB a 8.5% en 1983, 5.5% en 1984 y 3.5% en 1985; no incrementar su deuda pública en más de 5 mil millones de dólares en 1983; buscar un sistema más flexible de tasas de cambio; elevar las tasas de interés internas; y reducir los subsidios.⁴⁵

⁴³.- William Cline, *op. cit.* p. 294

⁴⁴.- Angel Gurría, *op. cit.* p. 196

⁴⁵.- Ernest Oliveri, *op. cit.* pp. 94-95

Puso en marcha en 1983 el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE).⁴⁶ Una de las políticas centrales del programa de ajuste fue la corrección fiscal. Para lo cual se recortaron sustancialmente el gasto gubernamental y se aumentaron los precios y tarifas del sector público. "Excluyendo los pagos de interés, el gasto de gobierno cayó del 36% del PIB al 23% (...) la inversión pública disminuyó del 10% del PIB al 5%"⁴⁷

Aunque el déficit primario⁴⁸ y operacional disminuyeron como consecuencia del PIRE, el déficit total aumentó a consecuencia de la inflación. El déficit fiscal primario el cual alcanzó 8% del PIB en 1981, se revirtió alcanzando un superávit de 4% del PIB en 1983.⁴⁹ Sin embargo, para 1986 el relajamiento de la política fiscal en 1985 (por motivos electorales⁵⁰) y por la caída de los precios del petróleo llevó al superávit fiscal primario al 1.6% del PIB.

Los terremotos que afectaron principalmente a la Ciudad de México y la caída de los precios internacionales del petróleo afectaron profundamente la economía mexicana. Se calculó que solamente la caída de los precios del petróleo mermó el ingreso del gobierno mexicano en casi 8.5 mil millones de dólares en 1986, equivalentes a 6.5% del PIB.⁵¹ Estos hechos obligaron a reconsiderar el programa económico y a reestructurar el monto de la deuda externa. A mediados de 1986 se llegó a un nuevo acuerdo con el FMI tipo "stand-by" por

⁴⁶.- René Villarreal, "Deuda externa y política de ajuste, el caso de México 1982-1986," en Stephany Griffith-Jones (comp.) *Deuda externa, renegociación y ajuste en la América Latina*. México: Fondo de Cultura Económica, 1988. (Lecturas del Trimestre Económico, no. 61) p. 43

⁴⁷.- William Cline, *op. cit.* p. 294

⁴⁸.- Existen 3 formas de medir el balance fiscal: financiero o nominal, primario y operacional. El primero incluye todos los gastos. El segundo excluye los pagos de interés, suponiendo que éstos están fuera del control del gobierno. El tercero es el déficit fiscal real: excluye sólo el componente inflacionario del pago de intereses.

⁴⁹.- William Cline, *op. cit.* p. 294

⁵⁰.- *Ibid.* p. 294

⁵¹.- Guillermo Ortiz, "México después de la crisis de la deuda," en Carlos Bazdresch, et al., (comp.) *op. cit.* Vol. 2. p. 135

18 meses y se puso en marcha el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC). La función principal del nuevo programa fue enfrentar la inflación, aumentar los ingresos tributarios, disminuir la evasión fiscal y modernizar la administración tributaria.

Para 1987 y 1988 el programa de ajuste llevado a cabo por el gobierno mexicano logró que el superávit fiscal primario alcanzara porcentajes del 4.7% y 8%, respectivamente⁵². Cline calculó que el ajuste fiscal en el periodo fue equivalente al 16% del PIB. Aunque la mayor parte de este ajuste se llevó a cabo a través de recortes en el gasto gubernamental, el cual, excluyendo los pagos de intereses, cayó del 36% del PIB al 23% en 1988.⁵³

Entre 1982 y 1988 el promedio de crecimiento económico fue prácticamente cero. La tasa de inflación fluctuó entre 57.7% en 1985 hasta el máximo de 131.8% en 1987. La inflación seguía subiendo sin cesar, "debido en parte a la marcada devaluación real del tipo de cambio requerido por la declinación de los términos de intercambio de 1986. El control de facto del tipo de cambio real que se impusiera entonces, junto con un aumento en la frecuencia de los ajustes de salarios y costos, reveló en el sistema un elemento de inestabilidad inherente, lo que provocó una corrida contra el peso en el último trimestre de 1987 junto con una inflación de tres dígitos."⁵⁴

Para 1987 si bien el superávit fiscal primario fue del 5% del PIB, las altas tasas de inflación (cercanas al 160%) provocaron que el pago de intereses sobre la deuda interna elevara el déficit fiscal nominal (total) al 16% del PIB.⁵⁵

⁵².- William Cline, *op. cit.* p. 293

⁵³.- *Ibid.* p. 294

⁵⁴.- Sweder Van Wijnbergen, *op. cit.* p. 327

⁵⁵.- William Cline, *op. cit.* p. 295

Tabla 2.3
Indicadores económicos⁵⁵

Indicador	1982	1983	1984	1985	1986	1987
PIB (crecimiento %)	-0.6	-5.3	3.7	2.7	-3.7	1.8
Inflación (%)	58.9	101.8	65.5	57.7	86.2	131.8
Inversión Bruta *	35.5	20.2	20.7	22.2	18.3	18.8
Balance fiscal financiero *	-16.9	-8.6	-8.5	-9.6	-16.0	-16.0
Balance fiscal primario *	-7.3	4.2	4.8	3.4	1.6	4.7
Balance fiscal operacional *	-5.5	0.4	-0.3	-0.8	-2.4	1.8
Exportaciones **	26.0	27.1	30.0	27.4	21.9	27.6
Importaciones **	20.1	12.8	16.2	18.4	16.3	17.2
Balance de cuenta corriente **	-6.3	5.4	4.2	1.1	-1.7	4.0

* Porcentaje del PIB

** Miles de millones de dólares

Por su parte las transferencias netas a México "cayeron precipitadamente: de 7.4% del PIB en 1981 pasaron a -5.8% en 1985 y a -5.7% en 1988. De este modo el país, de ser un importador neto de capital del orden de 12 mil millones de dólares al año en 1981, se convirtió en un exportador neto de capitales, con una salida de

⁵⁵ - William Cline, *op. cit.* p. 293

más de 10 mil millones de dólares durante la última administración."⁵⁷

A finales de 1987 el desplome de la Bolsa Mexicana de Valores, impulsada por la caída de los principales centros financieros del mundo, y la persistencia de la inflación provocó una intensa fuga de capitales que llevó a devaluar el peso en noviembre de ese año.

Cambio estructural:

En este apartado encontramos diferentes políticas gubernamentales que se desviaron de su tendencia histórica. Principalmente a partir de 1985 se inició un proceso de desregulación y apertura comercial, fomentando la inversión extranjera y la privatización.

En primer lugar tenemos la liberalización comercial. El gobierno buscó una nueva estrategia de apertura comercial. En 1986 México entra al GATT y ese mismo año se promulgó la Ley de Comercio Exterior. Las restricciones a las importaciones disminuyeron del 100% en 1983 al 30% en 1985 y al 14% en 1990. Para diciembre de 1987 la tarifa máxima cayó del 100% al 20%. Para 1990 la tarifa promedio se ubicó en un 10%.⁵⁸

Otro de los cambios importantes fue la privatización. Política que se inició en el sexenio delamadridista, logrando para 1988 que el número de empresas propiedad del Estado pasara de 412 a 151. "De un total de 905 empresas que se desincorporaron entre 1982 y 1988, 204 fueron vendidas y el resto fueron liquidadas, fusionadas o transferidas. A pesar del gran número de operaciones, éstas ascendieron a un valor acumulado de menos de 500 millones de dólares."⁵⁹ Como consecuencia, el proceso de transferencias al sector paraestatal disminuyó del 2.7% del PIB en 1982 a 1.5% en

⁵⁷.- Pedro Aspe, *op. cit.* pp. 23-24

⁵⁸.- *Ibid.* p. 295

⁵⁹.- Pedro Aspe, *op. cit.* p. 182

1987.⁶⁰

b) **Estabilización macroeconómica: 1988-1991.**

En el último año del sexenio de De la Madrid, ante la fuga de capitales que se vivía y las altas tasas de inflación, el gobierno mexicano comenzó a diseñar un programa de ajuste con herramientas no ortodoxas, de moda en esos años en América Latina, que permitiera combinar el ajuste fiscal con el combate de la inercia inflacionaria.

El 15 de diciembre de 1987, el gobierno y los sectores obrero, campesino y empresarial firmaron el Pacto de Solidaridad Económica (PSE). El cual tenía como objetivos principales: corregir las finanzas y reducir el tamaño del sector público; aplicar una política monetaria restrictiva; corregir la inercia salarial; definir acuerdos sobre precios en sectores líderes; ampliar la apertura comercial; y llevar a cabo controles de precios.

La combinación de las políticas logró sus primeros éxitos justo antes de las elecciones, logrando reducir la inflación de 160% en 1987 a 52% en 1988, con una tasa de inflación mensual en mayo de 1988 de 2%. Esta disminución fue conseguida sin una recesión ya que el PIB creció en un 1.1% ese año.⁶¹ En diciembre de 1988, la nueva administración negoció otro Pacto, el PECE, manteniendo las mismas políticas que el anterior. Para finales de 1990, el Pacto había pasado por 8 fases.

Política fiscal:

Con el fin de consolidar los logros de la reforma fiscal de los años previos, el PSE buscó tres objetivos centrales: disminuir los

⁶⁰.- Rolando Cordera y José Ayala, "Estado y privatización: una aproximación a la experiencia mexicana," en Carlos Bazdresch, et al. (comp.), *op. cit.* Vol. 3. p. 267

⁶¹.- Jean Claude Berthélemy y Ann Voruc'h, *op. cit.* p. 142

gastos oficiales; profundizar la reforma fiscal; y desincorporar empresas no estratégicas del Estado.

En 1988 el gasto programable sufrió una reducción de 8.9% en términos reales. Logrando que entre 1988 y 1991 el superávit primario del sector público alcanzará un promedio de 7% del PIB.⁶² "Junto con las iniciativas para recortar el gasto público, se redujo el nivel de subsidios y transferencias" principalmente en energía eléctrica, subsidios a la petroquímica y reducción de transferencias a la banca de desarrollo.

En lo que respecta a la reforma fiscal, entre 1989 y 1991 se aprobó el "paquete fiscal". El cual incluía reformas al Impuesto sobre la Renta, Reforma de la administración fiscal, reducción de la tasa del IVA, creación de un esquema tributario especial para la repatriación de capitales, eliminación de deducciones y exenciones no justificadas.

Las tasas disminuyeron mientras la ampliación de las bases impositivas incrementó la recaudación total. La "tasa máxima del impuesto sobre la renta para personas físicas bajó de 50 a 35% y la tasa impositiva de las empresas de 42 a 35%. Gracias a la cual los ingresos públicos adicionales entre 1988 y 1991 representaron aproximadamente 2.2% del PIB anual."⁶³

De la tabla 2.4 resalta el incremento del superávit primario de casi 3.3 puntos del PIB durante el primer año del Pacto, y la caída del déficit financiero o nominal del sector público en casi 15 puntos del PIB entre 1987 y 1991.

⁶². - Pedro Aspe, *op. cit.* p. 33

⁶³. *Ibid.* pp. 34-37

Tabla 2.4
Indicadores económicos⁶⁴

Indicador	1987	1988	1989	1990	1991
PIB (crecimiento %)	1.8	1.4	3.1	3.9	3.6
Inflación (%)	131.8	114.2	20.0	26.7	22.7
Inversión Bruta *	18.8	21.2	21.6	22.8	23.6
Balance fiscal financiero *	-16.0	-13.0	-5.6	-3.9	-1.5
Balance fiscal primario *	4.7	8.0	7.9	7.8	5.3
Balance fiscal operacional *	1.8	-3.6	-1.7	2.2	3.3
Exportaciones **	27.6	29.1	32.9	38.4	39.6
Importaciones **	17.2	24.9	31.1	41.2	48.7
Balance de cuenta corriente **	4.0	-2.4	-4.0	-7.1	-13.8

* Porcentaje del PIB

** Miles de millones de dólares

Política monetaria:

En lo que respecta a la política monetaria, su diseño durante el Pacto contenía dos elementos: "por un lado, el Banco de México evitó movimientos bruscos del tipo de cambio mediante una política crediticia muy restrictiva. Por otro, las autoridades aceleraron el proceso de innovación y reforma financiera para facilitar la repatriación de capitales y apoyar la intermediación financiera para permitir que la economía respondiera a las oportunidades de inversión."⁶⁵

⁶⁴.- William Cline, *op. cit.* p. 293

⁶⁵.- Pedro Aspe, *op. cit.* p. 39

Como resultado del Pacto, la tasa de intercambio dual fue reemplazada por una devaluación gradual del 16%." Entre diciembre de 1989 y mediados de 1990 se aprobó el "paquete financiero" que comprendió reformas a la Ley de Instituciones de Crédito, a la Ley del mercado de valores y a la Ley para Regular a las Agrupaciones Financieras.

Adicionalmente, con el objeto de disminuir la incertidumbre se cambió el marco regulador de los intermediarios financieros en diciembre de 1989. Adicionalmente, en marzo de 1990 se aprobó una iniciativa para privatizar los bancos comerciales (los cuales para 1992 fueron privatizados en su totalidad).

El último de los cambios en la política monetaria fue el financiamiento del sector público. El cual se realizó haciendo un "uso cada vez mayor del mercado de dinero como fuente de financiamiento y, por tanto, (permitiendo) la existencia de menores presiones inflacionarias."⁶⁷ Esto, como veremos más adelante, trajo profundos cambios en el financiamiento público.

c) Aspectos estructurales.

Privatizaciones:

Uno de los elementos más importantes de la reforma estructural de la economía mexicana fue la desincorporación de empresas del sector público. Este esfuerzo comenzó su primera etapa en 1983. "De 1155 empresas bajo control estatal en 1982, se han desincorporado un total de 950 más otras 87 que se encuentran en proceso de desincorporación. Esto se ha traducido en ventas acumuladas por 43 billones de pesos (aproximadamente 5% del PIB), y la transferencia de 250 mil empleados al sector privado hacia fines de 1991."⁶⁸ Como

⁶⁶.- Jean Claude Berthélemy y Ann Voruc'h, *op. cit.* p. 143

⁶⁷.- Pedro Aspe, *op. cit.* p. 85

⁶⁸.- *Ibid.* p. 154

resultado los subsidios totales a las paraestatales descendieron de 12% del PIB en 1982 a 2.51% en 1990.⁶⁹

Apertura comercial:

La segunda etapa de la apertura comercial se inició con la firma del PSE. "Entre diciembre de 1987 y diciembre de 1988, el arancel más alto descendió de 100 a 20%, y el número de artículos sujeto a restricciones cuantitativas pasó de 1200 a 325, representando 21.2% de las importaciones totales. Durante 1989, 13 artículos adicionales quedaron excluidos del esquema de restricción de cuotas, y 106 más durante 1990. Para finales de 1991, menos de 10% del valor total de las importaciones está sujeto a permisos de importación, el nivel más bajo en 36 años."⁷⁰

Como parte de la liberalización comercial, y ante las coincidencias con la nueva administración estadounidense, ambos gobiernos comenzaron a explorar la posibilidad de crear una zona de libre comercio. En febrero de 1991 los presidentes de México, Estados Unidos, y posteriormente el de Canadá, anunciaron formalmente que iniciarían pláticas para negociar un Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN). Las pláticas iniciaron en junio de 1991 y su anuncio aumentó la confianza en el crecimiento de la economía mexicana.

Inversión Extranjera Directa:

La inversión extranjera directa había estado regulada por la "Ley para promover la inversión mexicana y regular la inversión extranjera" de 1972 que, ratificando los principios de un decreto presidencial emitido en 1944, otorgaba al gobierno facultades para exigir 51% de la propiedad mexicana sobre las compañías asentadas en suelo mexicano.

⁶⁹.- *Ibid.* p. 186

⁷⁰.- *Ibid.* pp. 137-138

El 16 de mayo de 1989 se aprobó el reglamento a la Ley de 1972, que ofreció un marco más claro y menos discrecional para promover la inversión extranjera directa. A partir de entonces los inversionistas extranjeros contaron con la posibilidad de establecer nuevos negocios en México participando con el 100% de la propiedad en actividades económicas no restringidas.⁷¹

Otros sectores donde se realizaron avances en el proceso de desregulación económica fueron: tecnología, patentes y marcas; comunicaciones y transportes; industria automotriz; telecomunicaciones; acuicultura y pesca; textiles; petroquímica; y electricidad.⁷²

d) Conclusión

La instrumentación de un programa de ajuste que combinó herramientas ortodoxas y heterodoxas, a través de los Pactos, implicó la reducción de la inflación, un crecimiento moderado de la economía y renovó la confianza de los inversionistas extranjeros en México.

La estrategia del programa de ajuste se centró en tres aspectos: Primero, la aplicación de medidas ortodoxas para aumentar el superávit fiscal primario y restringir la oferta de crédito. Segundo, medidas heterodoxas para disminuir la inflación y generar expectativas de estabilización. Tercero, la profundización de las reformas estructurales.

Sin embargo, como advertía Guillermo Ortíz en 1990, "el aumento de la demanda agregada (...), la apreciación del tipo de cambio y los efectos de la liberalización comercial han provocado un rápido aumento de las importaciones. Las tasas de interés han permanecido

⁷¹.- Sweder Van Wijnbergen, *op. cit.* p. 329

⁷².- Pedro Aspe, *op. cit.* pp. 146-149

muy altas desde que se inició el programa y el precio relativo de los bienes controlados se ha deteriorado."⁷³ El aumento en la demanda agregada y las importaciones provocó a su vez un aumento en el déficit de la balanza comercial (o un descenso en el excedente).

Aunque el gobierno mexicano pudo mantener el superávit primario en el periodo y revertir el déficit operacional para 1990 y 1991, la persistencia del déficit financiero obligó al gobierno a seguir recurriendo al ahorro externo para cubrir sus requerimientos financieros.

Finalmente aún cuando en términos macroeconómicos se puede hablar de un éxito del programa de ajuste, los costos sociales fueron cuantiosos y fueron absorbidos por las clases medias durante la primera mitad de los ochenta y por las clases pobres rurales durante la segunda mitad.⁷⁴

De acuerdo con un análisis de Nora Lustig, "la proporción de los individuos que viven por debajo de la línea de la pobreza extrema habría aumentado de 9.9% en 1981 a 21.8% en 1988. La proporción de los individuos que viven por debajo de la línea de la pobreza moderada aumentó de 42.8% en 1981 a 62.5% en 1988".⁷⁵ El programa de reformas durante 1982-1987 provocó una reducción salarial superior a los 9 puntos porcentuales del PIB.⁷⁶

⁷³.- Guillermo Ortiz, *op. cit.* p. 128

⁷⁴.- Véase: Nora Lustig, "El efecto social del ajuste," en Carlos Bazdresch, et al. (comp.), *op. cit.* Vol. 3. pp. 201-238

⁷⁵.- *Ibid.* p. 236

⁷⁶.- Vladimiro Brailovsky, "Las implicaciones macroeconómicas de pagar: la política económica ante la crisis de la deuda en México, 1982-1988," en Carlos Bazdresch, et al. (comp.), *op. cit.* Vol. 2. p. 123

4.- La política de financiamiento público externo, 1988-1991.

La política de financiamiento público en los tres primeros años del gobierno salinista se enfocó a aprovechar los descuentos y el crédito fresco que ofreció la restructuración de la deuda de 1989-1990; utilizar los créditos multilaterales y bilaterales; y explorar nuevos mecanismos para aprovechar formas alternativas de financiamiento.

En la tabla 2.5 podemos observar una clara tendencia a recurrir cada vez en menor medida a los préstamos sindicados y con la banca privada. Esto obedece, más que a un cambio de estrategia, a la reticencia de los bancos comerciales por seguir prestando a los países en vías de desarrollo. Por lo tanto, los países de América Latina tuvieron que recurrir a los organismos financieros internacionales, quienes desplazaron a la banca privada como fuente de financiamiento.

La otra tendencia que debe mencionarse es el aumento espectacular de la colocación de bonos como forma de financiamiento público externo. Este rubro pasó de un 4.7% en 1989 al 54.2% y 53.3% en 1990 y 1991, respectivamente. No es casualidad que este aumento se haya dado en 1990, ya que evidentemente existe una fuerte relación con el anuncio del Plan Brady y la restructuración de la deuda mexicana. La confianza de los inversionistas extranjeros en la superación de la crisis de la deuda provocó una nueva "manía financiera".

Tabla 2.5
Deuda externa pública por fuente de financiamiento
Millones de pesos y (%)

Fuente	1988	1989	1990	1991
Total	154 950.7 (100)	178 974.3 (100)	216 358.1 (100)	228 648.3 (100)
Créditos sindicados	63 080.0 (40.7)	71 349.1 (39.8)	17 886.4 (8.2)	16 425.2 (7.1)
Banca privada	53 527.2 (34.5)	62 163.6 (34.7)	23 696.1 (10.9)	24 517.3 (10.6)
Organismos financieros internacionales	18 261.6 (11.7)	22 954.3 (12.8)	39 528.3 (18.2)	48 541.7 (21.2)
Cartas de crédito	10 507.5 (6.7)	3 036.4 (1.6)	1 167.6 (0.5)	1 620.9 (0.7)
Bonos públicos y privados	6 996.1 (4.5)	8 504.1 (4.7)	117 354.6 (54.2)	121 686.3 (53.2)
Aceptaciones bancarias	0.0	8 556.0 (4.7)	9 726.8 (4.4)	8 372.2 (3.6)
Banca de exportación e importación	0.0	0.0	4 835.9 (2.2)	5 094.1 (2.2)
Otros	2 578.3 (1.6)	2 410.8 (1.3)	2 162.4 (1.0)	2 390.6 (1.0)

Fuente: INEGI. *El ingreso y el gasto público en México*. México: INEGI, 1994. p. 144

a) Instrumentos derivados del Paquete Financiero 1989-1990.

Dentro de este rubro podemos encontrar las operaciones que se hicieron para utilizar la opción de recompra de deuda en el mercado

secundario; la instrumentación del programa de swaps acordado en el Paquete Financiero; la restructuración de las líneas interbancarias; la restructuración de las aceptaciones bancarias de Pemex y el uso de coberturas de las tasas de interés.

En 1990 se llevó a cabo el programa de swaps por 3 500 millones de dólares. Se realizaron dos subastas. La primera de ellas se llevó a cabo el 16 de julio por un monto de 1 000 millones de dólares. Se recibieron 359 posturas por un monto superior a 18 500 millones de dólares. La tasa de descuento se ubicó en 52.05%”

La segunda subasta se realizó el 10 de octubre de 1990 por un monto de 2.5 mil millones de dólares, obteniéndose un descuento de 52%. Sin embargo, a lo largo de 1991, la utilización de swaps fue desestimulada por el aumento de los precios de la deuda mexicana en el mercado secundario. Para abril de 1992, cuando terminó la vigencia del programa el "monto de Derechos de Intercambio ejercido fue de 600 millones de dólares (37% del total asignado), lo que permitió cancelar deuda pública externa por 813 millones de dólares".”

Las líneas interbancarias "son depósitos de corto plazo (entre una semana y seis meses) efectuados por bancos internacionales en los bancos mexicanos que cuentan con agencias en el extranjero".” En el Paquete Financiero de 1989-1990 se había pactado que los bancos acreedores mantuvieran hasta diciembre de 1992 el saldo de estas líneas. Al mes de julio de 1991 el monto de tales líneas era de 3 776 millones de dólares. El 3 de julio del mismo año se realizó una subasta en la que se ofrecieron 1 170 millones de dólares en líneas interbancarias que se cambiaron por Bonos de Privatización Bancaria.

”.- Angel Gurría, *op. cit.* pp. 173-175

”.- Angel Gurría, *ibid.* pp. 176-177

”.- *Ibid.* p. 186

Las aceptaciones bancarias de Pemex, las cuales se habían emitido entre 1979 y 1981, vencían en marzo de 1991 por un total de 3 384 millones de dólares. Ese mismo año se logró su renovación por un total de 2 784 millones de dólares a liquidarse en los siguientes tres años y la amortización de los 600 millones de dólares restantes.⁸⁰

Finalmente, con el objeto de reducir el riesgo provocado por el aumento de las tasas de interés internacionales, a finales de 1991 se inició el Programa de Cobertura de Riesgo "que protege a una parte de la deuda pública externa contratada a una tasa flotante, contra incrementos en las tasas de interés internacionales".⁸¹

b) Créditos bilaterales y multilaterales.

Ante la imposibilidad de obtener créditos por parte de los bancos comerciales, el gobierno mexicano utilizó con más frecuencia los recursos provenientes de organismos multilaterales y de gobiernos para financiarse.

Los créditos concedidos por los organismos financieros internacionales aumentaron de 18 261.6 millones de pesos en 1988 a 48 541.7 millones en 1991, incrementando su participación en el financiamiento público del 11.7% al 21.2% en el mismo periodo.

En cuanto a los créditos bilaterales destacan los créditos concedidos por el gobierno estadounidense, el Club de París y el Eximbank de Japón dentro del marco de la restructuración de 1989-1990. Adicionalmente se obtuvieron acuerdos con el gobierno español por un monto de 1 500 millones de dólares, con el Eximbank de Estados Unidos por 5 000 millones de dólares, entre 1991 y 1998, para financiar el programa de inversiones de Pemex y un protocolo

⁸⁰.- *Ibid.* pp. 190-191

⁸¹.- *Ibid.* p. 192

con el gobierno francés para financiar proyectos de electricidad.

c) **Nuevos esquemas de financiamiento.**

A partir de la reestructuración de 1989-1990, México tuvo acceso nuevamente al mercado voluntario internacional de capital. Sin embargo, en virtud de la escasez de créditos que la banca comercial ofrecía para los países en vías de desarrollo, el gobierno mexicano tuvo que buscar fuentes alternativas de financiamiento. Pronto comenzaron a explorarse distintas fuentes de financiamiento externo como la emisión de bonos y la colocación de acciones en los mercados internacionales de capital.

El primer experimento de este tipo se realizó en junio de 1989, cuando el Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext) realizó una emisión de bonos por 100 millones de dólares.⁴² La aceptación de esta emisión en los mercados internacionales provocó que se utilizara cada vez más este tipo de financiamiento. Para finales de 1991 el sector público había colocado 27 emisiones por un monto de 3 047 millones de dólares.

Tabla 2.6
Colocación de bonos del sector público⁴³

Año	Número de emisiones	Monto (millones de dólares)
1989	2	420
1990	9	792
1991	16	1,835

⁴².- *Ibid.* p. 170

⁴³.- *Ibid.* p. 180

Las 27 emisiones se realizaron en los mercados de capitales europeos, "utilizando una diversidad de instrumentos, como Eurobonos, europagarés, Pagarés con Tasa Flotante, Certificados de Depósito con Tasa Flotante, Eurocertificados con Depósito Convertibles y Pagarés Garantizados."⁴⁴

Para lograr una mejor colocación de bonos en los mercados internacionales de capital es necesario que agencias internacionales especializadas clasifiquen el riesgo de inversión. De hecho un gran número de inversionistas institucionales no pueden adquirir títulos de emisores que no hayan sido calificados al menos una vez. En diciembre de 1990 la agencia *Moody's Investors Service* "otorgó una calificación de Ba3 a los bonos de deuda restructurada (Bonos de Descuento y bonos a la Par) y al Gobierno Federal como deudor le asignó un nivel superior de Ba2. De acuerdo con la nomenclatura de dicha agencia, ambas calificaciones situaron a México dentro del grado especulativo".⁴⁵ Pero lo importante fue que esta calificación duplicó de hecho la colocación de bonos para 1991.

d) Conclusión

La restructuración de la deuda, el anuncio de las negociaciones para alcanzar un tratado de libre comercio con Estados Unidos y Canadá y el resultado del programa de ajuste económico permitieron recuperar la confianza de los inversionistas en México.

De acuerdo con las cifras de la tabla 2.7 tenemos una reducción en el saldo de la deuda pública en 1989. El cual se explica por la "cancelación de deuda que algunas instituciones recibieron como pago por la venta de paraestatales (1 830 millones de dólares); operaciones de intercambio de deuda pública por capital,

⁴⁴.- Pedro Aspe, *op. cit.* p. 127

⁴⁵.- Angel Gurría, *op. cit.* p. 181

autorizadas antes de noviembre de 1987 (750 millones); amortizaciones netas (323 millones), y variaciones del tipo de cambio del dólar con respecto a otras monedas (2 041 millones)."⁶⁶

Tabla 2.7
Indicadores de la deuda

	1988	1989	1990	1991
Deuda pública externa*	81 003	76 059	77 770	79 988
Endeudamiento neto del sector público*	-746.1	-2883.74	2168.4	2530.3
Deuda externa total/PIB	60.2	47.7	40	35.6
Servicio de la deuda externa pública / PIB	9.0	7.1	4.6	5.7
Pago de intereses de la deuda externa total/exportaciones	42.1	40.6	34.3	31.2
Transferencias externas netas/PIB	-5.70	0.30	2.60	5.97

Fuente: Angel Gurría, *op. cit.* Anexos I y II.

* Millones de dólares

También podemos observar que los indicadores de la deuda mejoraron notablemente ante la restructuración de 1989. La deuda externa total como porcentaje del PIB pasó del 60.2% en 1988 a 40% y 35.6% en 1990 y 1991. El servicio de la deuda externa pública bajó 3.3% del PIB entre 1988 y 1991. Lo más importante fue que las transferencias netas pasaron de un monto de -5.70% del PIB en 1988 a 2.60 y 5.97% del PIB en 1990 y 1991.

⁶⁶.- *Ibid.* p. 227

Otros resultados del retorno de la confianza fueron el regreso de capitales fugados en la década anterior y que el gobierno mexicano pudo financiarse nuevamente en los mercados voluntarios de capital. Sólo que ahora, ante los cambios que se desarrollaban en el sistema financiero de capital, México sería catalogado como mercado emergente y la Bolsa Mexicana de Valores sería uno de los mercados con mayores rendimientos del mundo.

III. La nueva fase del sistema financiero internacional.

1.- El auge financiero: 1990-1995.

a) El cambio en las percepciones

El derrumbe del sistema socialista y el fracaso de los modelos de desarrollo alternativo, que habían operado en algunos países del entonces llamado tercer mundo, permitieron el afianzamiento del capitalismo y el triunfo del libre mercado.¹ Este triunfo consolidó las políticas de liberalización del comercio, privatización, balances presupuestarios y estabilización de la tasa de cambio, entre otras.

Dentro de esta nueva etapa, el sistema financiero internacional experimentó un creciente flujo de capitales que se dirigió hacia los países en vías de desarrollo, especialmente a los ubicados en Asia y América Latina. La magnitud de estas corrientes de capital posibilitó que los gobiernos latinoamericanos accedieran a los mercados voluntarios de capital después de casi una década. A partir de entonces surgió el término "mercados emergentes".

El nuevo flujo de capitales sorprendió a los observadores quienes apenas unos años atrás no pronosticaban un retorno rápido de los países altamente endeudados al financiamiento externo. Sin embargo, la combinación de una serie de factores modificó las percepciones de los actores involucrados y posibilitó el inicio del nuevo auge. Estos sucesos ocurrieron tanto en el ámbito internacional como en el regional.

Desde los años setenta numerosos países comenzaron a liberalizar sus sistemas financieros permitiendo un mayor flujo de capitales.

¹.- Véase: Jeffrey Sachs, "Consolidating Capitalism," en *Foreign Policy*. Vol. 98, primavera de 1995. pp. 50-64

Los avances tecnológicos y las innovaciones en las técnicas financieras crearon las condiciones necesarias para acelerar las transferencias internacionales de capital.

Por su parte, los gobiernos comenzaron a utilizar fuentes opcionales de financiamiento para aliviar la carga de su deuda externa. El primero en hacerlo fue el gobierno sueco quien desde principios de los años ochenta realizó operaciones financieras para saldar su adeudo con los bancos comerciales mediante su refinanciamiento en los mercados de capital. Con la ayuda de sus banqueros, el gobierno sueco realizó una emisión gigante de pagarés con emisión flotante por mil millones de dólares para intercambiar su deuda. A partir de entonces Dinamarca, España, Gran Bretaña y otros gobiernos europeos han favorecido su financiamiento en los mercados de capital sobre los créditos bancarios sindicados.²

Por otro lado, el crecimiento de los activos totales de los inversionistas institucionales en los principales mercados de capital permitió una mayor movilización de flujos. Al mismo tiempo existió una tendencia a diversificar las inversiones en el exterior por parte de estas instituciones. Por ejemplo la proporción de los activos de los fondos de pensiones británicos en el extranjero llegó casi al 20% en 1990, en los holandeses al 15% y en los estadounidenses al 4%.³ Dados los altos rendimientos de las inversiones en los mercados emergentes se espera que esta tendencia aumente en los próximos años.

Finalmente entre las causas externas encontramos la recesión en los países industrializados y la caída de las tasas de interés en

².- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 339

³.- Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephanie Griffith-Jones, "Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas," en Ricardo Ffrench-Davis y Stephanie Griffith-Jones (comp.), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*. Chile: Fondo de Cultura Económica, 1995. (El Trimestre Económico no. 81) p. 312

Estados Unidos. El crecimiento real de los países miembros del Grupo de los Siete pasó de un promedio de 3.4% anual entre 1985 y 1989 a un modesto 1.5% entre 1990 y 1993. Por su parte las tasas de interés estadounidenses cayeron del 6.8% al 4.8% en los mismos años.⁴

La caída de las tasas de interés de los bonos del Tesoro estadounidense provocó que los inversionistas buscaran mercados más rentables para sus inversiones. Un estudio de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) encontró que para ocho de los 10 países latinoamericanos más grandes esta variable financiera estadounidense tuvo una influencia estadística significativa en los nuevos flujos de capital.⁵

Entre las factores regionales resulta de especial importancia el retorno de la confianza en los países en desarrollo que estaban reestructurando sus deudas bajo los auspicios del Plan Brady. Como resultado de estas operaciones la comunidad financiera internacional dio por finalizada la crisis de la deuda de los ochenta.⁶

El éxito del Plan Brady y de los programas de ajuste económico llevados a cabo en muchos países latinoamericanos provocó un "nuevo ambiente psicológico", que posibilitó la creación del nuevo auge financiero.

La combinación de estos factores modificó las fuentes de financiamiento de los países en vías de desarrollo, especialmente en América Latina. Bajo la reestructuración de la deuda, la emisión

⁴.- William Cline, *op. cit.* p. 426

⁵.- *Ibid.* p. 429

⁶.- El título de un artículo aparecido en *The Economist*, el 12 de septiembre de 1992, en el que habla del resurgimiento de capitales voluntarios hacia América Latina es elocuente: "The Debt crisis R.I.P."

⁷.- William Cline, *op. cit.* p. 426

de los bonos Brady se volvió un atractivo bien de intercambio en los mercados secundarios.

A partir de las reconversiones de la deuda, los mercados latinoamericanos de valores registraron un auge sin precedentes. Mercados emergentes como el mexicano y el chileno se convirtieron en los consentidos de los inversionistas dispuestos a colocar cierto capital de riesgo.⁸

b) Las tendencias en los mercados internacionales de capital

Antes de estudiar la composición de los nuevos flujos de capital es importante analizar brevemente cuáles fueron los cambios en los principales mercados de capital que posibilitaron la creación del nuevo auge financiero hacia los países en desarrollo.

Precisar correctamente los orígenes del capital, especialmente en la modalidad de bonos, ha sido una tarea muy difícil. Ya que por ejemplo, aún cuando la mayoría de los bonos latinoamericanos se negociaron en los mercados europeos, especialmente en Luxemburgo, su denominación era en dólares y la participación de inversionistas estadounidenses era mayoritaria. Por lo tanto nos centraremos en describir algunas de las condiciones que han favorecido o restringido la participación del capital de los tres grandes centros financieros.

El mercado de capitales estadounidense:

A partir de la década de los setenta en el sector financiero estadounidense se crearon los fondos de inversión del mercado monetario (fondos mutuos) como intermediarios en la captación de los depósitos. Su aparición provocó una competencia por clientes que provocó el auge crediticio de los setenta y principios de los ochenta.

⁸.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 348

La innovación tecnológica y las fuerzas del mercado disminuyeron la eficacia de los bancos comerciales y de los intermediarios financieros tradicionales como las asociaciones de ahorro. Los ochenta vieron aparecer una nueva forma de innovación financiera la "titularización": es decir, un activo financiero que se comercializa en los mercados secundarios.⁹

La práctica de la titularización se extendió en forma intensiva en la década de los ochenta. En forma paralela, la inversión tendió hacia la institucionalización, y los activos estadounidenses prefirieron administrar sus ahorros en fondos mutuos, fondos de pensiones y seguros de vida.¹⁰ La aparición de estos nuevos instrumentos se multiplicó. Por ejemplo los fondos pasaron de 2 000 en 1987 a 4 200 en 1993.¹¹

Otra tendencia de las inversiones estadounidenses fue la búsqueda de mercados emergentes para diversificarse, para aumentar sus ganancias y disminuir los riesgos. A principios de los noventa los administradores de los fondos institucionales consideraron, a diferencia de los banqueros unos años atrás, atractivos los mercados latinoamericanos. Las posibilidades de jugosas ganancias, ante la caída de las tasas de interés en Estados Unidos, hacían más interesantes las inversiones en América Latina.¹²

En los ochenta se organizó un mercado secundario para comerciar los títulos de deuda que los bancos comerciales tenían con los países en desarrollo. Un nuevo impulso a la titularización de la deuda lo dio el Plan Brady, el cual titularizó la deuda vieja en bonos. A

⁹.- Roy Culpeper, "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos," en Ricardo French-Davis y Stephany Griffith-Jones (comp.), *op. cit.* p. 23

¹⁰.- *Ibid.* p. 25

¹¹.- *Ibid.* p. 25

¹².- *Ibid.* p. 27

partir de esta titularización los países con problemas crediticios lograron una presencia directa en los mercados secundarios.

En el sistema financiero estadounidense existían barreras en la reglamentación financiera que impedían una mayor inversión en los mercados emergentes. Entre las más importantes se encuentran los principios de contabilidad generalmente aceptados, los cuales hasta en fechas muy recientes han sido utilizados por compañías establecidas en los países en desarrollo, permitiendo una mayor participación en el mercado de capitales de Estados Unidos.

En cuanto a normas estatales, tenemos una serie de restricciones numerosas entre las que se encuentran las del estado de Nueva York, que limita las inversiones extranjeras de las compañías de seguros a un porcentaje de 3% del total de sus activos.¹³

Otra restricción es el sistema de calificación usado por la asociación de empresas de seguros. La cual restringe en muchos casos la inversión en los países que no alcanzan la categoría de inversión.¹⁴ Recientemente numerosas empresas y gobiernos latinoamericanos han realizado grandes esfuerzos para ser tomados en cuenta en los sistemas de calificación.

El mercado de capitales europeo:

La participación de los mercados europeos en el flujo de capitales hacia América Latina en los años recientes ha tenido la misma pauta que los flujos de capital de Norteamérica hacia la región.

Un influyente banco londinense especificó las razones que influyen en la venta de bonos en el mercado europeo: "i) la relación con los acreedores; ii) las políticas fiscales; iii) la coherencia entre la política económica y la estabilidad política; y iv) los avances de

¹³.- *Ibid.* p. 43

¹⁴.- *Ibid.* p. 43

las reformas estructurales, como por ejemplo la privatización".¹⁵ En su clasificación de estos rubros en 1992, México resulto el país latinoamericano más atractivo de los mercados emergentes.

La reglamentación es un elemento importante a tomar en cuenta para acceder al mercado europeo. Sin embargo, las regulaciones varían de un país a otro y si bien en Inglaterra son muy liberales, en contraste, en Alemania, Francia e Italia son muy restrictivas.¹⁶ Las reglamentaciones financieras derivadas de la integración europea son relativamente flexibles, pero su aplicación apenas se está instrumentando.

En materia de inversión extranjera directa, la participación europea representó 25% de la inversión total en América Latina. Participando principalmente inversionistas británicos, alemanes, españoles y franceses (con 2.5, 1.4, 0.7 y 0.6 mil millones de dólares respectivamente).¹⁷

En lo que respecta a la participación de inversionistas europeos en la emisión de bonos latinoamericanos ya comentamos la imposibilidad de ubicar el lugar de origen. Sin embargo, existen condicionantes que han marcado las tendencias. Por ejemplo, los fondos de pensión del Reino Unido han basado una parte de su desarrollo en los activos extranjeros, los cuales han pasado de representar un 5% del total de su cartera en 1975 a 26% en 1991.¹⁸ Representan la proporción más alta de activos extranjeros de los fondos de pensiones de los países industrializados.

¹⁵.- Citado en: Stephanie Griffith-Jones, "Corrientes de fondos privados europeos hacia la América Latina. Hechos y planteamientos," en Ricardo French-Davis y Stephanie Griffith-Jones (comp.), *op. cit.* p. 93

¹⁶.- *Ibid.* p. 97

¹⁷.- *Ibid.* p. 72

¹⁸.- *Ibid.* p. 82

De acuerdo a datos del BPI, del total de créditos comerciales otorgados a América Latina en el periodo 1991-1993, un tercio es de origen europeo. Sin embargo, la tendencia de los créditos comerciales es otorgar créditos de corto plazo.

El mercado de capitales japonés:

A diferencia de los capitales estadounidenses y europeos que invirtieron decididamente en los mercados emergentes latinoamericanos en la primera mitad de la década de los noventa, los inversionistas japoneses han tenido una participación escasa en relación al tamaño de su economía.

A mediados de los ochenta Japón gozó de superávits en su cuenta corriente mucho más altos que los obtenidos por Arabia Saudita durante la crisis petrolera de los años setenta. En ese entonces los inversionistas japoneses prefirieron los mercados de bienes raíces y las inversiones accionarias y de valores.¹⁹

El auge de capitales hacia los países en desarrollo, iniciado alrededor de 1990, coincidió con una contracción de las corrientes de capital privado japonés, producto del declive en su mercado de valores y de la reducción en el precio de los inmuebles.²⁰ Los flujos resultantes de capital se dirigieron principalmente a los países asiáticos.

Del total de emisiones de bonos latinoamericanos emitidos entre 1989 y 1992 prácticamente no hubo participación japonesa, pues la severidad de las regulaciones de su mercado se convirtió en una restricción a la colocación de bonos latinoamericanos. La flexibilización de los reglamentos en el mercado de colocaciones

¹⁹.- Karin Lissakers, *op. cit.* p. 58

²⁰.- Punam Chuhan y Kwang W. Jun, "El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital del Japón," en Ricardo Ffrench-Davis y Stephanie Griffith-Jones (comp.), *op. cit.* pp. 130-131

privadas realizados a principios de 1993 permitieron al gobierno mexicano y al brasileño emitir bonos en el mercado japonés por montos reducidos en ese mismo año.²¹

Al igual que en el mercado de bonos, los inversionistas japoneses han tenido una participación pequeña en el mercado accionario latinoamericano, toda vez que los valores japoneses en los mercados emergentes representa el 2% del total de sus valores en el extranjero, lo cual representa cerca del 0.2% de sus activos totales.²²

Los préstamos de la banca comercial japonesa muestran los mismos patrones universales. En el periodo 1989-1992 sus créditos hacia América Latina disminuyeron a menos de la mitad en relación con 1988.²³

En relación a la IED, las inversiones japonesas en este rubro han mostrado una tendencia negativa y los pocos capitales que se han dirigido hacia América Latina lo han hecho a los paraísos fiscales como Panamá y algunas islas caribeñas.

c) Los flujos de capital

Los flujos de capital hacia los países en desarrollo registraron un incremento sin precedentes a partir de 1990. Dentro de este auge, los países latinoamericanos se consolidaron como una de las regiones que más capitales recibió.

La primera tendencia que se desprende de los datos de la tabla 3.1 apunta hacia un crecimiento en las corrientes de capital a partir de 1988. De 1990 a 1991 los flujos se incrementaron en un 253%. Aún

²¹. - *Ibid.* p. 121

²². - *Ibid.* p. 123

²³. - *Ibid.* p. 125

cuando el total de los flujos se reduce en 1992, ésto es consecuencia de la disminución en los flujos de capitales hacia Medio oriente y Europa.

Tabla 3.1
Flujo de capital hacia los países en desarrollo
(Miles de millones de dólares)²⁴

Año	Africa	América Latina	Asia	Medio Oriente y Europa	Total
1985	1.9	5.1	16.7	13.6	37.3
1986	10.9	11.6	19.5	15.8	54.6
1987	5.8	14.3	20.2	18.0	58.3
1988	9.6	3.8	2.2	5.9	21.6
1989	9.4	10.9	8.7	12.1	41.2
1990	7.6	21.7	25.8	5.2	60.2
1991	8.9	37.0	42.9	63.8	152.7
1992	6.1	57.5	26.6	20.5	110.7
1993	11.5	42.4	41.5	20.3	115.7

Fuente: FMI. *World Economic Outlook*. Octubre de 1993 y abril de 1987.

Otra tendencia que se puede observar es la regionalización del flujo de capitales, los cuales se dirigieron principalmente hacia América Latina y Asia. Esta tendencia es reflejo de los intereses de los principales inversionistas - japoneses y estadounidenses - por invertir en sus áreas de influencia regional.

²⁴.- William Cline, *op. cit.* p. 425

En lo que se refiere a los flujos que se dirigieron hacia América Latina encontramos en 1990 un aumento significativo de 199% coincidiendo con las primeras reestructuraciones de la deuda bajo los auspicios del Plan Brady. En 1993 hay un retroceso con respecto al año anterior producto de un declive en las bolsas de valores latinoamericanas. Sin embargo, las estimaciones para 1994 hablan de un nuevo repunte en el monto de los flujos hacia la región.

Finalmente hay que mencionar el aumento de la participación de los flujos hacia América Latina como proporción del flujo total hacia los países en desarrollo. Su participación pasó del 17.5% en 1988, al 26.4% en 1989, 36% en 1990, 24.2% en 1991, 51.9% en 1992 y 36.6% en 1993.

2.- Los nuevos esquemas de financiamiento

a) Préstamos de la banca comercial

Durante los años ochenta los bancos comerciales se vieron inmersos en una crisis en la que sufrieron la falta de pago de gran parte de la cartera crediticia de los países en desarrollo. Aunque las reestructuraciones bajo el Plan Brady permitieron a los países endeudados obtener nuevamente financiamiento del exterior, los bancos comerciales mostraron una tendencia natural a evitar prestar a sus antiguos deudores morosos.

Como ya hemos mencionado la tendencia hacia el financiamiento externo apunta hacia la diversificación. De la tabla siguiente podemos observar una disminución importante de la participación de los bancos en los flujos de capital hacia los países latinoamericanos. La cual pasó de 69% en 1981-1982 a 10% en 1990-1991.

Tabla 3.2
Flujos netos de capital a 7 países latinoamericanos
(miles de millones de dólares)²⁵

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Total	7.99	12.25	-1.10	3.94	16.19	29.44	54.37
Inversión directa	2.88	3.60	5.21	5.98	6.53	11.08	13.28
FMI	1.67	1.94	-1.36	-0.30	2.74	-0.98	-2.04
Oficial	3.93	2.47	2.66	1.56	5.22	1.40	-0.23
Bancos	-1.0	2.04	0.23	-6.38	1.80	2.80	10.10
Adeudo de intereses	0.69	3.80	2.48	6.98	7.89	3.01	0.60
Bonos públicos	-1.4	-2.05	-1.53	-1.27	0.10	2.66	-2.46
Bonos privados	0.0	0.00	0.0	0.15	0.61	2.01	7.68
Subtotal	6.78	11.80	7.69	6.71	24.89	21.98	26.93
Residual	1.21	0.45	-8.78	-2.77	-8.70	7.46	27.44

Países: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela.

Fuente: Banco Mundial 1993; FMI; Collins et al.

De acuerdo a información del Banco Mundial, entre 1985 y 1991 los créditos de bancos estadounidenses hacia América Latina disminuyeron en un 50%,²⁶ además que las nuevas corrientes crediticias son dirigidas principalmente a países asiáticos.

²⁵.- William Cline, *op. cit.* p. 434

²⁶.- Roy Culpeper, *op. cit.* p. 45

Es importante señalar que en 1992 el crédito de la banca comercial a los países latinoamericanos no pertenecientes a la OPEP registró un signo positivo y llegó a 12.1 mil millones de dólares, después de seis años. Los resultados preliminares para 1993 muestran una tendencia menor a la de 1992, pero nuevamente positiva.²⁷

b) Préstamos oficiales

La diversificación en materia de financiamiento también afectó los créditos que los organismos internacionales y los gobiernos proporcionaron a los países latinoamericanos. Como se desprende de la tabla 3.2, los flujos netos oficiales y los provenientes del FMI muestran una reducción en el periodo 1986-1992.

La tendencia a la disminución de los flujos provenientes del FMI se debe a la superación de la crisis económica en varios países latinoamericanos. Esto redujo la necesidad de obtener préstamos oficiales para compensar los requerimientos financieros de los gobiernos.

Por otro lado, el aumento que registran ambos flujos en 1990 fue consecuencia de los préstamos que el Banco Mundial y diversos gobiernos de países industrializados realizaron para apoyar las reconversiones de la deuda.

c) Repatriación de capitales

La tabla 3.2 resalta la participación del residual en los flujos de capital. Este rubro comprende básicamente inversión en valores y capital de corto plazo. Un componente de éstos es el regreso de capitales fugados en la década anterior.

²⁷.- Stephanie Griffith-Jones, "Corrientes ..., op. cit. p. 89

El cálculo de la repatriación de capitales ha sido realizado en formas diferentes y ha arrojado resultados diversos. Cline utiliza como punto de partida el método residual, del Banco Mundial, para calcular el capital de nacionales latinoamericanos en el exterior. Él estimó en 1992 que el regreso de capitales a 6 países latinoamericanos (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela) fue de 24.9 mil millones de dólares, en 1993 de 19.6 mil millones de dólares y calculó que para 1994 sería de 15.1 mil millones de dólares (todo en dólares de 1992).²⁸

El modelo de Cline supone que la repatriación de capitales hacia América Latina se irá reduciendo en el transcurso del tiempo. Una de las razones para ello es que los ciudadanos latinoamericanos tendrán cada vez un menor monto de capitales en el exterior hasta alcanzar un punto de equilibrio. Otra razón es que es necesario atraer capitales extranjeros para mantener un equilibrio deseable en las inversiones.

d) Inversión extranjera directa

A principios de la década de los ochenta, como resultado de la crisis de la deuda en los países en desarrollo, la inversión extranjera directa de los Estados Unidos disminuyó en forma considerable en esos países. Sin embargo, a mediados de los ochenta comenzaron a aumentar las inversiones directas en América Latina, especialmente en el sector maquilador. Las operaciones de intercambio de deuda por capital que se realizaron a finales de la década ayudaron a estimular la inversión extranjera directa en la región.²⁹

Para finales de los ochenta y principios de los noventa la tendencia de la inversión extranjera estadounidense en América

²⁸.- William Cline, *op. cit.* pp. 438-448

²⁹.- Roy Culpeper, *op. cit.* p. 48

Latina se dirigió al sector servicios más que a la industria primaria o manufacturera. Aun cuando los Estados Unidos siguen siendo el principal país de origen de la inversión extranjera directa, su participación en el agregado mundial ha descendido; de alrededor de la tercera parte en 1987, a menos de una cuarta parte para 1992.³⁰ Sin embargo, debido a las tendencias regionales, una gran proporción de la inversión directa estadounidense se ha dirigido hacia América Latina. En 1989 y 1990 del total de su inversión extranjera directa en los países en desarrollo el 66.4% y el 62.7% se dirigieron hacia América Latina.³¹

Otro factor que explica el crecimiento de la inversión extranjera directa estadounidense en latinoamérica es la liberalización comercial y financiera que se ha llevado a cabo en los países de la región y las perspectivas regionales de una mayor integración económica³².

e) Inversión de cartera

La participación de inversionistas estadounidenses en los mercados accionarios emergentes ha sido la más importante. Sin embargo, en conjunto las inversiones europeas sobrepasan las inversiones de América del Norte. Así la participación de América del Norte en el periodo 1986-1992 fue del 23%, la de Europa del 40%, la de países de la Cuenca del Pacífico del 30%, la de los mercados emergentes del 3% y la de otros del 6%.³³

De acuerdo a un análisis del FMI en 1991 y 1992 la principal afluencia de capital hacia América Latina se debió al retorno de capital fugado en la década anterior. Sin embargo, a partir de 1993 la participación de los "inversionistas institucionales" ha sido la

³⁰.- *Ibid.* p. 50

³¹.- *Ibid.* p. 50

³².- Stephanie Griffith-Jones, "Corrientes ..., *op. cit.* p. 75

³³.- *Ibid.* p. 83

tendencia dominante para el flujo de capitales.

Los inversionistas institucionales - fondos mutuos, fondos de pensión y compañías aseguradoras - han entrado a los mercados emergentes por tres razones principales. La primera es la clara consolidación de los programas económicos de algunos mercados emergentes. La segunda es que algunos de ellos tienen políticas de corto plazo y no desean perder las grandes ganancias derivadas de las inversiones en los mercados emergentes. La tercera es el reconocimiento a la diversificación del riesgo de sus activos.³⁴ Los fondos institucionales incrementaron su porcentaje de activos en los mercados emergentes del 2.5% en 1989 a 10% en 1992 y a 13% en 1993.³⁵

A partir de 1990 las emisiones de capital accionario se incrementaron en América Latina. De acuerdo a la tabla 3.3, las emisiones de capital accionario aumentaron en forma estratosférica en 1991 y 1992.

Adicionalmente se prevé que en los próximos años la inversión de cartera aumente debido a que su participación en los mercados de capital accionario de los países industrializados representan sólo entre 0.1 y 0.2% del total.³⁶

Otra razón para prever el aumento de la inversión de cartera han sido los rendimientos en los mercados emergentes. De acuerdo a la Corporación Financiera Internacional, los rendimientos en los mercados de valores estadounidenses fueron de 119% entre 1987 y 1992. En contraste, los rendimientos en el mismo periodo en 20 mercados emergentes fueron de 148% y los rendimientos latinoamericanos alcanzaron la cifra de 321%.³⁷

³⁴.- William Cline, *op. cit.* pp. 448-449

³⁵.- *Ibid.* p. 449

³⁶.- *Ibid.* p. 33

³⁷.- *Ibid.* p. 35

Tabla 3.3
Emisiones internacionales de capital accionario
(Millones de dólares)³⁸

	1990	1991	1992	1er. sem. de 1993
Países en desarrollo	1 262	5 442	9 391	4 179
Asia	1 040	1 028	4 732	1 478
América Latina	98	4 120	4 195	2 611
Argentina		356	504	2 095
Brasil			133	
Chile	98		129	114
México		3 764	3 058	375

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Otra tendencia reciente en la inversión de cartera son los instrumentos financieros "derivados",³⁹ los cuales alcanzaron un monto de 14 mil millones de dólares en 1993. Sin embargo, la falta de control e información los hacen peligrosos para la estabilidad financiera internacional.

f) Emisión de bonos

La tabla 3.4 presenta las emisiones internacionales de bonos de los principales países deudores. De la mencionada tabla se desprenden algunas tendencias. La primera es el aumento creciente a partir de 1990.

³⁸.- Roy Culpeper, *op. cit.* p. 34

³⁹.- Éstos comprenden instrumentos de cobertura de riesgo. Incluyen las opciones, los mercados a futuro, los swaps, entre otros.

Tabla 3.4⁴⁰

Emisión internacional de bonos de los principales países deudores
(miles de millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993
Argentina	0.00	0.02	0.80	1.57	6.20
Brasil	0.00	0.00	1.84	3.66	6.30
Bulgaria	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00
Chile	0.00	0.00	0.20	0.12	0.30
Colombia	0.00	0.00	0.00	0.00	0.33
México	0.57	2.31	3.37	5.92	8.40
Panamá	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00
Filipinas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.35
Uruguay	0.00	0.00	0.00	0.10	0.14
Venezuela	0.26	0.26	0.58	0.93	1.20
Total	0.93	2.59	6.83	12.29	23.21

Fuente: Collyns, Skiles y Banco Mundial.

No aparecen datos de otros países endeudados como Nigeria, Perú, Polonia y Rusia que, en 1993 aún no restructuraban sus deudas.

De acuerdo con W. Cline el auge en el financiamiento de los países en vías de desarrollo que habían logrado restructurar su deuda a través de la emisión de bonos fue resultado de dos causas. La primera es que, después de la restructuración, fue prácticamente imposible conseguir financiamiento de los bancos comerciales, por lo que la emisión de bonos cobró un especial atractivo para esos países. En segundo lugar tenemos que el colapso de las tasas de interés estadounidenses provocó que los inversionistas de ese país buscaran mercados con mejores rendimientos.⁴¹

⁴⁰.- William Cline, *op. cit.* p. 454

⁴¹.- *Ibid.* p. 450

El auge en la emisión de bonos no fue tan irracional como aparenta. Los países que mantenían fuertes problemas económicos tuvieron que pagar el costo de utilizar este tipo de financiamiento. Por ejemplo Brasil tuvo que pagar un promedio de 500 puntos por arriba del rendimiento de los bonos del Tesoro estadounidense, en contraste Chile pagó sólo 150 puntos por arriba y Corea del Sur 100 puntos.⁴²

La emisión de nuevos bonos de los países en desarrollo cayó de 24 mil millones de dólares en el cuarto cuarto de 1993 a 18 mil millones de dólares en el primer cuarto de 1994, como resultado de una política monetaria estadounidense más restrictiva.⁴³

Finalmente cabe mencionar la dificultad de precisar las fuentes de financiamiento del capital debido a que los inversionistas no son necesariamente ciudadanos del país en el que compran bonos. Por ejemplo, de acuerdo a un estudio de Fedder y Mukherjee, la participación de un eurobono emitido en dólares es suscrito en un 15% por inversionistas estadounidenses, en un 55% por europeos, el 20% por capital latinoamericano y el 10% por japoneses y otros inversionistas.⁴⁴

3.- Los nuevos desafíos.

a) Las transformaciones en la administración del sistema financiero internacional

Las tendencias en los mercados de capital provocaron varios cambios en el funcionamiento tradicional del sistema financiero internacional. El primero de ellos fue la caída estrepitosa de los préstamos sindicados por los bancos comerciales, una figura aparecida a mediados de la década de los setenta, la cual fue

⁴².- *Ibid.* p. 451

⁴³.- *Ibid.* p. 449

⁴⁴.- Citado en: Roy Culpeper, *op. cit.* p. 30

sustituida por la inversión de cartera, la emisión de bonos y la inversión directa.

El papel del FMI como administrador del sistema se ha modificado. Ante su debilidad para manejar la crisis internacional de la deuda en los ochenta, su papel como garante de la estabilidad financiera internacional quedó atrás. Ejemplo de ello es que su influyente participación en la asesoría a los gobiernos de países en desarrollo - durante las crisis financieras de los últimos años - ha sido reemplazada con la de empleados de compañías calificadoras como Standard & Poor.⁴⁵

De acuerdo con Jeffrey Sachs, el nuevo papel del FMI es ayudar a los países ex-socialistas a transitar hacia la economía de mercado, aunque no debe dejar de lado su participación en la regulación de los nuevos flujos de capital.

Por su parte, el Banco Mundial dejó de ser la principal fuente de financiamiento de proyectos de inversión en los países en desarrollo. Este papel lo desempeña ahora el financiamiento privado; se solicita el apoyo del Banco Mundial cuando los proyectos no califican ante los requerimientos del mercado.⁴⁶ El Banco Mundial ha enfocado su atención hacia el financiamiento de la región más pobre del mundo: Africa.

Un problema grave que ha surgido ante la inusitada afluencia de capitales ha sido la inadecuada comunicación, la falta de información y la poca claridad en la toma de decisiones de los inversionistas. Aun cuando los inversionistas institucionales son los que administran de manera directa los fondos, participan de manera indirecta en la toma de decisiones pues contratan

⁴⁵.- Jeffrey Sachs, "Beyond Bretton Woods," en *The Economist*. 1 de octubre de 1994. p. 24

⁴⁶.- *Ibid.* p. 24

consultores para delinear las políticas generales y, en última instancia, son los *brokers* quienes participan directamente en la compra de las acciones.

Por otro lado, el plazo promedio de vencimiento de los bonos latinoamericanos se ha reducido de 7.7 años en 1988 a 3.7 en 1992.⁴⁷ Esta tendencia a invertir en valores de corto plazo ha generado inquietud por la volatilidad de las nuevas inversiones. El periodo tan corto de los vencimientos puede provocar una estampida de los flujos de capital ante señales contradictorias en los mercados emergentes.

Las nuevas oportunidades y desafíos que para la comunidad financiera internacional representa el auge de los flujos de capital hacia los países en desarrollo provocó que las instituciones creadas para administrar el sistema financiero internacional ya no sean funcionales. Por lo cual varios analistas han propuesto nuevas instituciones para administrar el sistema financiero internacional.

Jeffrey Sachs propuso que el FMI, el Banco Mundial y la naciente Organización Mundial de Comercio (OMC) jueguen un papel más decisivo en la consolidación del nuevo escenario económico internacional. Específicamente propuso la creación de un nuevo artículo en la Carta del FMI para que esta institución tenga responsabilidades en la movilidad de los flujos de capital internacional y prevenga salidas abruptas que provoquen crisis financieras.⁴⁸

Williamson propuso en 1992 la creación de una entidad que podría determinar bancarrotas y actuar sobre los préstamos internacionales

⁴⁷.- Stephanie Griffith-Jones, "Corrientes ...", *op. cit.* p. 107

⁴⁸.- Jeffrey Sachs, "Beyond ...", *op. cit.* p. 23-27

existentes.⁴⁹

W. Cline propuso la creación de una *International Bondholders Insurance Corporation* (IBIC).⁵⁰ Esta nueva institución con participación pública y privada proporcionaría lineamientos generales para fortalecer el mercado internacional de bonos.

En el área de información existe una clara deficiencia que impide a los responsables de formular políticas tomar medidas correctas para mejorar la eficiencia del mercado de capitales. Devlin y otros aconsejan que una participación más decidida del FMI y del Banco Mundial en el plano internacional, y del BID y de la CEPAL en el área latinoamericana, ayudará sin duda a normalizar los mecanismos del sistema financiero internacional.⁵¹

Por otro lado, también sugieren la participación de los gobiernos y los banco centrales latinoamericanos en los organismos ya existentes como la Organización Internacional de Comisiones de Valores o el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria para promover cambios en las regulaciones que afectan la inestabilidad de los flujos de capital.⁵² Culpeper propone la asistencia técnica del BID para armonizar las condiciones del mercado accionario.⁵³

Para enfrentar este problema Griffith-Jones ha sugerido que sean los propios gobiernos latinoamericanos quienes establezcan las reglas necesarias para aprovechar adecuadamente los flujos de capital.⁵⁴

⁴⁹.- Citado en: William Cline, *op. cit.* p. 484

⁵⁰.- *Ibid.* pp. 482-483

⁵¹.- Robert Devlin, Ricardo Ffrench y Stephanie Griffith (1995), *op. cit.* p. 315

⁵².- *Ibid.* p. 320

⁵³.- Roy Culpeper, *op. cit.* p. 59

⁵⁴.- Stephanie Griffith-Jones, "Corrientes ...", *op. cit.* p. 111

Sin embargo, como lo demostró su participación en la crisis financiera mexicana de diciembre de 1994, el gobierno estadounidense sigue jugando el papel de director del sistema financiero internacional. Su participación como prestamista de última instancia en situaciones de fragilidad lo mantiene como el garante de la estabilidad del sistema financiero internacional. Por ello, cualquier modificación en la administración del sistema tendrá que ser impulsada por el gobierno de Estados Unidos y reflejará, sin lugar a dudas, sus intereses específicos.

b) Los desafíos para los países receptores.

No cabe duda que los flujos de capital se incrementaron considerablemente a partir de 1990 y que este flujo permanecerá en los próximos años. Sin embargo, los análisis acerca de las bondades y las amenazas de estos flujos para los países receptores están causando una gran controversia.

Por un lado están quienes creen que estos flujos favorecen la eficiencia económica y financiera, y sugieren aprovechar todos los recursos que los países puedan captar. Por el otro, están quienes critican el carácter especulativo de los flujos y su amenaza a la estabilidad de los países en desarrollo. En medio hay varias argumentaciones que sugieren el aprovechamiento óptimo de estos recursos sin caer en excesos ni triunfalismos.

Los argumentos en favor de la movilidad del capital son sostenidos por diversos autores como Mathieson y Rojas-Suaréz (1993) quienes afirman que los flujos de capital hacia los países en desarrollo aumentan la eficiencia en la asignación de los recursos mundiales, ayudan a complementar el ahorro interno y promueven el desarrollo.⁵⁵

⁵⁵. Citado en: Robert Devlin, Ricardo Ffrench y Stephanie Griffith, *op. cit.* pp. 296-297

Sin embargo, las deficiencias en materia de información, la debilidad estructural de los mercados y la inestabilidad de algunos flujos preocupan a los académicos en general. Por lo cual ante las imperfecciones del mercado mundial de capitales aconsejan prudencia y gradualismo.

De acuerdo a Devlin, para aprovechar óptimamente los recursos se tienen que cumplir una serie de condiciones, entre las que se encuentran que el capital debe dirigirse a aumentar la inversión y no el consumo, a fortalecer el ahorro interno y crear un superávit comercial para atender el servicio de la deuda.⁵⁶ Adicionalmente, es necesaria la consolidación de otros áreas de la economía como la liberación comercial y el saneamiento de las finanzas nacionales.

De acuerdo al análisis de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) el nuevo flujo de capitales hacia América Latina provocado por factores externos (como la caída de las tasas de interés estadounidenses) puede causar las siguientes complicaciones para la región. En primer lugar el flujo provoca una apreciación del tipo de cambio, afectando negativamente las exportaciones y produciendo un déficit en la cuenta corriente. En segundo lugar tenemos que su intermediación no puede ser convenientemente hecha y puede causar una mala distribución de recursos. En tercer lugar, "los inlujos de capital - especialmente la variedad de 'dinero caliente' - pueden ser revertidos con poco tiempo de aviso, pudiendo dar pié a una crisis financiera interna".⁵⁷

Desde 1993 se hacían patentes las preocupaciones de los analistas acerca del mantenimiento de los flujos de capital hacia América Latina y sus correspondientes déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Un estudio del *Morgan Guaranty Banks* señalaba la vulnerabilidad de los países latinoamericanos acerca de la

⁵⁶.- *Ibid.* p. 298

⁵⁷.- Citado en: William Cline, *op. cit.* p. 430

posibilidad de un cambio en las preferencias de los inversionistas.⁵⁸

Igualmente un estudio del FMI realizado en 1993 señalaba cuatro efectos adversos del creciente flujo de capitales. El primero era la posibilidad de que éstos financiaran más que la inversión un aumento en el consumo. El segundo era la pérdida de control monetario y las presiones inflacionarias. El tercero consistía en la apreciación real del tipo de cambio y la pérdida de competitividad. El cuarto era la vulnerabilidad a las salidas de capital.⁵⁹

El mismo estudio concluyó que el fortalecimiento de la política fiscal era la única herramienta viable para responder a los flujos de capital debido a que "es el único medio de contener la inflación y evitar la apreciación real".⁶⁰ Cuando los flujos de capital eran producto de reformas internas había que aprovecharlos, pero cuando eran producto de factores externos (como las oscilaciones de las tasas de interés internacionales) había que fortalecer la política fiscal.

Uno de los cuestionamientos más severos al auge en el flujo de capitales de la primera mitad de la década de los noventa fue realizado por Paul Krugman⁶¹. De acuerdo con su análisis, el triunfo ideológico del "consenso Washington" provocó una especie de burbuja especulativa que provocó un optimismo excesivo sobre los beneficios de los instrumentos del libre mercado que sobrepasaron toda realidad. El punto clave para él es que las expectativas acerca de que la puesta en marcha de políticas de libre mercado se

⁵⁸.- Citado en: *Ibid.* p. 458

⁵⁹.- Schadler, Carkovic, Bennet y Kahn (1993). Citados en: *Ibid.* p. 467

⁶⁰.- Citado en: *Ibid.* p. 467

⁶¹.- Véase: Paul Krugman, "Dutch Tulips and Emerging Markets," en *Foreign Affairs*. Vol. 74, no. 4, jul-ago de 1995. pp. 28-44

reflejarían en un rápido crecimiento económico no estuvieron bien fundadas y no tomaron en cuenta los costos que esas políticas tienen en países en desarrollo.

Krugman concluye que el reinado del consenso Washington comenzó a declinar a partir del inicio de la crisis mexicana. Afirma que la pérdida de confianza en el país que había llevado a cabo el programa de ajuste económico más profundo y la falta de un crecimiento económico sostenido que justifique los ajustes económicos en la región provocará que muchos gobiernos presionados impongan controles al capital, aumentando la pérdida de confianza en el libre mercado. Por lo cual, no descarta la aparición de modelos alternativos de desarrollo para la segunda mitad de la década de los noventa.

En la práctica ante el nuevo auge de capitales los gobiernos latinoamericanos han optado por dos caminos para aprovecharlos. Un grupo de gobiernos ha buscado limitar el flujo de capitales. Otro trató de captar el mayor número de ellos para impulsar el crecimiento de su economía.

Los gobiernos que optaron por impedir un desmedido flujo de capitales han utilizado cinco herramientas para buscar su objetivo. La primera es tasar los flujos de capital, especialmente los de corto plazo como lo hicieron Israel en 1978 y Chile en 1991. El segundo es utilizar la política comercial, subsidiando las exportaciones para compensar la distorsión de precios. El tercero es fortalecer la política fiscal, elevando las tasas impositivas y disminuyendo el gasto gubernamental. El cuarto es la intervención esterilizada, en la cual los gobiernos emiten bonos para absorber la liquidez de capital eliminando las presiones inflacionarias. Esta opción fue utilizada por el gobierno chileno en 1990-1991 y por el colombiano en 1991. La quinta es el incremento de las

requerimientos de reserva bancarios.⁶²

Los gobiernos de Argentina y México eligieron mantener constante la tasa de cambio nominal y fortalecieron sus políticas fiscales. Los gobiernos de Chile y Colombia limitaron la apreciación real de sus monedas y evitaron el disparo de los déficits de cuenta corriente. Como resultado la apreciación real de las monedas fue mayor en Argentina y México, pero en contraste la reducción de la inflación fue mayor en estos países.⁶³

La estrategia macroeconómica de México y Argentina provocó la sobrevaluación de sus monedas y acrecentó el déficit de cuenta corriente, el cual había sido financiado por los flujos de capital del exterior. Por su parte, la estrategia de Chile y Colombia permitió mantener su tasa de cambio constante en términos reales, lo cual se tradujo en superávits en la cuenta corriente.

El argumento principal de las autoridades mexicanas y argentinas, basado en la tesis de Lawson quien las puso en práctica en el Reino Unido en la década de los ochenta, sugería que sus crecientes déficits de cuentas corrientes no eran un problema macroeconómico, ya que los déficits eran provocados por el endeudamiento privado y no público.⁶⁴

Adicionalmente la defensa de este punto de vista argumentaba que la repatriación de capitales inflaba el déficit de cuenta corriente y que su déficit era menor al contabilizado. Sin embargo, como se comprobó posteriormente, el capital repatriado mantenía los mismos patrones que el capital extranjero.

⁶². - William Cline, *op. cit.* pp. 466-467

⁶³. - *Ibid.* p. 469

⁶⁴. - *Ibid.* p. 459

El auge de flujos de capital hacia América Latina tuvo su punto culminante en 1992. En 1994 se dieron una serie de sucesos que provocaron un descenso en el flujo. El primero de ellos fue el aumento en la tasa de interés estadounidense, la cual aumentó 100 puntos alcanzando el 7%. El segundo fue el declive de los mercados latinoamericanos de valores y algunos factores políticos dentro de América Latina que aumentaron el riesgo de invertir en la región.

A principios de 1994 el Tesoro estadounidense impuso una política monetaria más restrictiva, la cual provocó el aumento de las tasas de interés. Si bien todavía no se ha estudiado a fondo la respuesta de los flujos de capital hacia América Latina a factores externos, como respuesta a las primeras políticas restrictivas del Tesoro estadounidense a principios de 1994 las ganancias en los mercados de valores en Argentina, Brasil y México disminuyeron 10% en la última semana de febrero de 1994.⁶⁵

Un estudio de Dooley, Fernández-Arias y Kletzer (1994) realizado en base a regresiones estadísticas encontró que las políticas internas y la conclusión de las reestructuraciones de la deuda auspiciados por el Plan Brady no influyeron significativamente en el nuevo auge de flujos de capital, cuyo incremento fue producto principalmente de las oscilaciones de las tasas de interés estadounidenses. Aunque Cline no está de acuerdo con los resultados de este estudio, resultan significativas sus conclusiones acerca de la vulnerabilidad de la región ante un alza de las tasas de interés estadounidense.⁶⁶

⁶⁵.- Citado en: *Ibid.* p. 470

⁶⁶.- *Ibid.* pp. 477-479

Finalmente, las complicaciones políticas al interior de los países y las políticas económicas erróneas tomadas por los gobiernos latinoamericanos mermaron la confianza de los inversionistas en la región. De acuerdo con J. Sachs las malas políticas internas fueron decisivas en las crisis económicas de mediados de los noventa.⁶⁷

⁶⁷.- Jeffrey Sachs, "Consolidating ...", *op. cit.* pp. 58-59

IV. Del endeudamiento clásico a la "economía de casino"¹.

1.- Las complicaciones políticas.

A principios de 1992, los pronósticos sobre el futuro económico de México eran favorables. La deuda externa se había reestructurado, el programa de ajuste económico marchaba de acuerdo a lo programado, las negociaciones para firmar un Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) con Estados Unidos y Canadá avanzaban sin dificultades y las elecciones intermedias de 1991 habían dado un voto de confianza al gobierno salinista.

Sin embargo, a partir de 1992 una serie de sucesos se fueron encadenando para propiciar un ambiente totalmente diferente. Otra vez dificultades externas se conjugarían con acontecimientos internos para provocar una crisis económica.

a) *El escenario internacional.*

La relación del gobierno mexicano con el gobierno republicano era estrecha y cordial. Las negociaciones para crear un tratado de libre comercio habían sido relativamente bien aceptadas en los tres países y contaban con todo el apoyo de la administración Bush.

La campaña presidencial en Estados Unidos modificó la situación. El candidato demócrata y un inesperado candidato independiente criticaron la negociación de un tratado de libre comercio con México. Sin embargo, los pronósticos al inicio de la misma y los lazos estrechos de Salinas y Bush motivaron que el gobierno mexicano expresara su apoyo a la reelección del presidente estadounidense.

¹.- Término utilizado por Leopoldo Solís para describir la situación económica de México antes de la crisis de diciembre de 1994. Leopoldo Solís, *op. cit.*, p. 89

Desafortunadamente para el gobierno mexicano, Bill Clinton logró una sorpresiva victoria sobre G. Bush. Ante el cambio de administración, los temores de que Clinton suspendiera el apoyo del gobierno estadounidense a las negociaciones del tratado de libre comercio enrareció las expectativas sobre el futuro económico de México.

La política de Clinton hacia el TLCAN fue fiel reflejo de la postura de la administración estadounidense en su política exterior. Esta se caracterizó, en los dos primeros años, por la "vacilación, la indecisión y la falta de principios directrices que proporcionarían una referencia a los líderes y una dirección a los seguidores sobre un conjunto de políticas o una doctrina Clinton".²

Esta inconsistencia en la política exterior de Clinton estuvo marcada en gran medida por el entorno internacional y los cambios en las prioridades de los intereses norteamericanos. Sólo hasta 1993 la administración Clinton definió las características del clima post-guerra fría y definió su estrategia de defensa. De acuerdo a las nuevas directrices, los principales peligros para los intereses estadounidenses fueron la proliferación de armas de destrucción masiva; los conflictos regionales; las amenazas internas a la democracia en los países en vías de desarrollo y en los de la ex-Unión Soviética; así como los daños económicos a la seguridad nacional de los Estados Unidos.³

Establecer los asuntos económicos como parte de los intereses de la política exterior llevó, junto con consideraciones internas, a que Clinton apoyara finalmente el GATT y el TLCAN.

².- Larry Berman y Emily Goldman, "Clinton's Foreign Policy at Midterm," en Colin Campbell y Bert A. Rochman (ed.) *The Clinton Presidency. First Appraisal*. New Jersey: Chatman, 1996. p. 291

³.- *Ibid.* p. 301-302

La llegada de los demócratas a Washington provocó que los grupos de interés vinculados a la alianza demócrata presionaran para impedir o limitar el TLCAN. Los grupos que tradicionalmente han apoyado a los demócratas, como los sindicatos, se oponían totalmente al TLCAN. Los nuevos grupos de interés que formaron parte de la alianza demócrata, como los grupos ambientalistas, feministas y grupos de derechos humanos, buscaron acotarlo.

La derrota de Clinton en los asuntos políticos internos, como la reforma al sistema de seguridad médica y la defensa de los derechos de los grupos homosexuales para pertenecer a las fuerzas armadas, abrió mayor espacio de negociación a los grupos que se oponían al TLCAN. A lo largo de 1993, Clinton mantuvo una actitud ambivalente frente al TLCAN⁴, mientras que los grupos opositores lograban que se negociaran acuerdos paralelos en los que incluían muchas de sus demandas. A última hora, la presión de grupos de interés empresariales (quienes finalmente trabajaron en conjunto con la administración Clinton para diseñar la estrategia de defensa del TLCAN) - y el costo político que representaría el rechazo del tratado - obligaron al Presidente a emprender una decisiva campaña en todo el país para lograr su aprobación.⁵

Entre los argumentos esgrimidos a favor del TLCAN se encontraban los intereses de seguridad nacional. De acuerdo con un grupo de analistas el interés principal del gobierno estadounidense no era la pérdida o creación de empleos, sino evitar una nueva crisis económica en México y un gobierno mexicano anti-norteamericano. La aprobación del TLCAN se convirtió en un mensaje hacia los inversionistas y hacia los mexicanos de que la reforma económica continuaría y de que vendrían mejores tiempos. Su aprobación apuntalaría al presidente mexicano que había hecho los más grandes

⁴.- Graham Wilson, "The Clinton Administration and Interest Group," en Colin Campbell y Bert Rochman (ed.), *op. cit.* p. 224

⁵.- *Ibid.* pp. 224-225

esfuerzos en toda la historia por revertir la retórica anti-estadounidense.⁶

b) *Las complicaciones políticas internas.*

En 1994, una serie de sucesos enrarecieron el ambiente político y perturbaron la estabilidad económica del país. El primero de ellos fue la aparición de un grupo armado en Chiapas. La irrupción del EZLN inquietó a los inversionistas estadounidenses quienes manifestaron su preocupación ante el gobierno mexicano. Por ejemplo el, *Chase Manhattan Bank* emitió un memorándum el 13 de enero en el cual establecía que "el gobierno necesitará eliminar a los zapatistas para demostrar su control efectivo sobre el territorio nacional y la política de seguridad" para asegurar el flujo de capital de los inversionistas estadounidenses.⁷

La aparición del EZLN en Chiapas fue seguida por una serie de explosiones en el área metropolitana de la Ciudad de México. En el transcurso del año los secuestros de prominentes empresarios, entre los que destacan los de Alfredo Harp y Angel Lozada, aumentaron el clima de inseguridad en el país.

La actitud asumida meses atrás por el Jefe del Departamento del Distrito Federal, Manuel Camacho Solís, ante la designación del candidato presidencial del partido gobernante (PRI) introdujo nuevos elementos de preocupación por la proximidad de las elecciones presidenciales.

En marzo el asesinato del candidato presidencial del PRI, Luis Donaldo Colosio, provocó una nueva crisis financiera. De acuerdo al

⁶.- Paul Krugman, "The Uncomfortable Truth about NAFTA. It's Foreign Policy, Stupid," en *Foreign Affairs*. Vol. 72, nov-dic de 1993. pp. 18-19

⁷.- Alexander Cockburn y Kein Silverstein, "War and peso," en *New Statesman & Society*. 4 de febrero de 1995. p. 18

Wall Street Journal del 14 de junio de 1994, los grandes fondos mutuos estadounidenses presionaron a las autoridades mexicanas después del asesinato de Luis Donald Colosio "prometiéndole invertir miles de millones de dólares en el siguiente año si el gobierno mexicano defendía el peso pero amenazando sacar miles de millones si no lo hacían".*

Después de las elecciones, cuando parecía que los conflictos políticos estaban resueltos, el 28 de septiembre fue asesinado Francisco Ruiz Massieu, secretario general del PRI y futuro líder de la bancada priísta en la Cámara de Diputados. Nuevamente, el nerviosismo se apoderó de los inversionistas.

De acuerdo con el Banco de México, las declaraciones del ex-subprocurador Mario Ruiz Massieu, a mediados de noviembre de 1994, causaron nuevas inquietudes sobre la estabilidad del sistema político. Sus declaraciones provocaron la pérdida de 3 mil 500 millones de dólares en reservas.⁹

Finalmente, la renovada hostilidad del EZLN - a principios de diciembre de 1994 - provocó una nueva salida de capitales y una disminución de las reservas internacionales del Banco de México.

2.- La situación económica en 1992-1994

a) Estabilización macroeconómica.

Durante el periodo 1991-1992 la deuda externa había sido reestructurada, la inflación tendía a la baja y el crecimiento se había restaurado después de una década. Las negociaciones del TLCAN prometían un futuro promisorio y la consolidación de la economía.

*.- Citado en: William Cline, *op. cit.* p. 480

⁹.- Banco de México. *Informe anual*. 1994. México: Banco de México, 1995. 335 p.

Debido a las políticas de ajuste implementadas por el gobierno mexicano desde 1983, empezaron a mejorar los indicadores de la economía. Entre 1989 y 1993, la economía creció a una tasa superior a la de la población. En tanto, el déficit financiero del sector público pasó en ese lapso del 5.6% del PIB a un superávit del 0.7%.¹⁰

Después de la restructuración mexicana bajo los auspicios del Plan Brady, México entró a lo que Cline llamó un:

círculo fiscal virtuoso. La reducción en los déficits sin incluir intereses mejoró las expectativas, permitiendo una reducción en las altas tasas de interés internas, lo cual a su vez provocó una amplia reducción en el déficit gubernamental total a través de la caída en los costos del pago de interés.¹¹

Sin embargo, quedaban pendientes tres grandes problemas económicos: el crecimiento era muy modesto, persistía una inflación muy alta y el peso se encontraba apreciado con el consecuente aumento del déficit de cuenta corriente.¹²

Aún cuando la inflación tendía a la baja, el gobierno mexicano esperaba que ésta alcanzara los mismos niveles que en Estados Unidos. A pesar de que la banda cambiaria se amplió en octubre de 1992, la inflación provocó una apreciación real del peso. En el período 1988-1993 el índice de precios aumentó en un 55.5%, en comparación con un aumento del 11.1% en Estados Unidos. De acuerdo con el índice preparado por el Fondo Monetario Internacional la

¹⁰.- Angel Gurría, "Corrientes de capital: el caso de México," en Ricardo Ffrench-Davis y Stephanie Griffith-Jones (comp.), *op. cit.* p. 264

¹¹.- William Cline, *op. cit.* p. 294

¹².- Jeffrey Sachs, Aaron Tornell y Andrés Velasco, *The Collapse of the Mexican Peso; What Have We Learned?* Cambridge: Harvard University, The Center for International Affairs, 1995. (Paper no. 95-7) p. 4

apreciación real del peso, en el periodo, fue del 36%.¹³

En esta ocasión, el déficit en cuenta corriente no reflejaba un comportamiento fiscal irresponsable, sino un exceso en la inversión privada.¹⁴ El endeudamiento público había aumentado muy poco. El aumento en la emisión de Cetes y Tesobonos para esterilizar los efectos monetarios de la entrada de capitales fue realizado hasta finales de 1993 y como resultado aumentaron las reservas extranjeras.¹⁵

Entre 1991 y 1993 entraron al país más de 75 mil millones de dólares en capitales extranjeros, los cuales financiaron un déficit de cuenta corriente de 62 mil millones de dólares en el mismo periodo y un aumento en las reservas internacionales del Banco de México de 15 mil millones.

La apreciación del peso y la tasa de cambio afectaron el balance externo. Para 1991 el déficit de cuenta corriente superaba los 14 mil millones de dólares, 5% del PIB. Para 1992 el déficit alcanzó 24.8 mil millones de dólares, 6.8% del PIB¹⁶. Este aumento en el déficit fue resultado del aumento en las importaciones provocado tanto por la apreciación del peso frente al dólar, como por la liberación comercial y la recuperación económica.

Aunque varios analistas dieron la voz de alarma por el monto tan alto del déficit de cuenta corriente, las autoridades hacendarias del gobierno mexicano desestimaron la gravedad del asunto afirmando que el déficit, a diferencia de otros años, era producto de financiamiento voluntario y repatriación de capitales. Otra razón que ofrecían las autoridades mexicanas para explicar por qué la

¹³.- Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook*. Washington: FMI, 1995. p. 92

¹⁴.- Jeffrey Sachs, Aaron Tornell y A. Velasco, *op. cit.* pp. 5-6

¹⁵.- *Ibid.* p. 6

¹⁶.- Véase Tabla 4.1 Indicadores económicos.

sobrevaluación del peso no afectaría negativamente a la economía, era que la política se había iniciado en un periodo de devaluación de la tasa de cambio y amplitud de las reservas internacionales.¹⁷

Naturalmente, el déficit de cuenta corriente provocó preocupación entre los funcionarios gubernamentales. Sin embargo, su postura inicial fue afirmar que el déficit no era un problema. Siguiendo las tesis de Lawson, afirmaban que éste era consecuencia tanto de los flujos de capital hacia el sector privado como de la repatriación de capitales fugados en la década anterior.¹⁸

De acuerdo con Gurría, en un artículo publicado en 1995, el gobierno mexicano impuso medidas para compensar las entradas de capital durante el auge de la primera mitad de los noventa. Cuatro fueron las medidas: i) la privatización de empresas paraestatales; ii) la esterilización de recursos; iii) la imposición de límites al endeudamiento de los bancos comerciales; y iv) la flexibilización de la política cambiaria.¹⁹ La política de esterilización de los capitales se utilizó - afirma - para evitar la expansión de la demanda agregada y las presiones inflacionarias. Dentro de esta política menciona las privatizaciones y la creación del Fondo de contingencia utilizado para amortizar deuda interna; la flexibilidad del tipo de cambio dentro de una banda, para lo cual el Banco de México ha tenido que restringir el crédito otorgado (que registró una disminución de 12, 200 millones de dólares) y aumentar sus activos internacionales - en un monto de 15,200 millones de dólares.

¹⁷.- Citado por Sebastian Edwards. Comentarios al artículo de Rudiger Dornbusch, Ilan Goldfajn y Rodrigo Valdés, "Currency Crises and Collapses," en *Brookings Papers on Economics Activity*. Vol. 2, 1995. pp. 273-274

¹⁸.- Citado en: William Cline, *op. cit.* p. 300

¹⁹.- Angel Gurría, "Corrientes ..., *op. cit.* p. 283

Sin embargo, como él mismo afirma posteriormente, esta situación provocó un aumento de la tasa real de interés y, como consecuencia, un aumento en el pago de intereses sobre la deuda pública. De acuerdo a sus cálculos, el costo de la política de esterilización fue de 0.13% del PIB entre 1989 y 1993.²⁰

Aunque el gobierno tenía cierta razón en afirmar que los flujos de capital estaban financiando la adquisición de bienes de capital, una gran parte de los flujos entraban bajo la denominada inversión de cartera y sólo una quinta parte fue inversión directa.

Como respuesta al creciente déficit de cuenta corriente el gobierno mexicano restringió, aún más, la política fiscal desalentando el crecimiento. En 1992 aumentó el desliz del peso al 4% anual; en 1993, para prevenir alguna contingencia, aumentó las reservas internacionales hasta 24.5 mil millones de dólares.

La buena estrella del gobierno mexicano declinó en 1994. Los acontecimientos políticos descritos amenazaron al mercado financiero. Para enfrentar el problema, el gobierno esterilizó la salida de capitales provocada por motivos políticos, los bancos de desarrollo aumentaron los créditos y la administración aumentó el gasto en las regiones donde se presagiaban elecciones reñidas, aumentando el déficit.²¹

b) Aspectos estructurales.

Las políticas de cambio estructural siguieron las mismas pautas desarrolladas en los años anteriores. Incluso se intensificaron en este periodo. El 5 de septiembre de 1990 comenzó el proceso de desincorporación bancaria que finalizó en julio de 1992. Los 18 bancos comerciales mexicanos se vendieron en un monto de 12.4 mil

²⁰.- *Ibid.* pp. 284-285

²¹.- Rudiger Dornbusch, I. Goldfajn y R. Valdés, *op. cit.* p. 241

millones de dólares.²² Su venta estuvo acompañada de medidas desregulatorias en el sector financiero.

Durante el periodo, la economía mexicana pasó de ser una economía protegida a ser una de las economías más abiertas del mundo. En el sexenio salinista, la administración negoció exitosamente el TLCAN con Estados Unidos y Canadá; participó activamente en la Ronda Uruguay del GATT; entró a asociaciones de países desarrollados como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) y el Foro para la Cooperación Económica Asia-Pacífico (APEC, por sus siglas en inglés). Además, comenzó negociaciones con ~~diferentes países para estudiar la posibilidad de firmar acuerdos~~ de libre comercio.

c) La descomposición económica.

La atracción de capitales para financiar el déficit se terminó a mediados de 1993. Una serie de sucesos provocó el nerviosismo y aumentó el riesgo de invertir en México.

El escenario internacional fue desfavorable para el gobierno mexicano. El aumento de las tasas de interés de la Reserva Federal estadounidense provocó que los inversionistas buscaran disminuir el riesgo de sus inversiones, por lo cual comenzaron a retirar capitales de los mercados emergentes.

Por otro lado, la revuelta chiapaneca, el asesinato de Colosio, la incertidumbre de las elecciones presidenciales y el asesinato de Ruiz Massieu en septiembre aumentaron la percepción de riesgo para las inversiones en el país. Como resultado el peso fue sometido a cuatro duros ataques por los inversionistas quienes exigieron mayores márgenes de ganancia que reflejaran el aumento del riesgo de invertir en el país.

²².- *The Economist*. 13 de febrero de 1993.

Uno de los primeros ataques contra el peso fue realizado en noviembre de 1993 cuando la aprobación del TLCAN en el Congreso estadounidense enfrentaba grandes resistencias. La tardanza en el congreso estadounidense para aprobar el TLC generó mayores inquietudes sobre la economía mexicana. La posibilidad de un mayor retraso en su aprobación podría aumentar el riesgo de una devaluación del peso y podría complicar el calendario político mexicano.²³

El retraso de la aprobación del TLCAN provocó un aumento de las tasas internas de interés (cetes) las cuales pasaron del 11% en el último cuarto de 1992 al 18-17% a mediados de 1993. Igualmente se reflejó en una caída del mercado nacional de valores cuyo índice disminuyó de alrededor de 1900 puntos a finales de 1992 a 1250 puntos a mediados de 1993.²⁴ Las presiones sobre el peso mexicano llevaron al gobierno a restringir aún más su política monetaria y aumentar las tasas de interés internas para evitar la salida de las inversiones extranjeras.

Finalmente, el 17 de noviembre de 1993 el TLCAN fue aprobado por el Congreso estadounidense y la presión sobre el peso cesó. Inmediatamente el índice de la Bolsa Mexicana de Valores aumentó a 2,700 puntos.

El segundo gran ataque contra la moneda mexicana se registró en los días posteriores al asesinato del candidato presidencial Luis Donaldo Colosio.

A raíz del asesinato de Colosio, la entrada de capitales del exterior disminuyó abruptamente y el déficit de cuenta corriente tuvo que financiarse con una disminución de las reservas internacionales. Un análisis de Sachs, Tornell y Velasco concluye

²³.- *The Economist*. 24 de mayo de 1993.

²⁴.- *The Economist*. 29 de mayo de 1993.

que la disminución de reservas internacionales en la primera mitad de 1994 no fue causada únicamente por la falta de confianza de los inversionistas extranjeros sino por la política de expansión crediticia interna del Banco de México, quien se resistía a aumentar aún más las tasas de interés demandada por los inversionistas extranjeros.²⁵

Después de marzo de 1994, se suscitó un debate acerca de la conveniencia o no de devaluar el peso mexicano. En un panel convocado por la Brookings Institutions, Dornbusch y Werner defendieron una devaluación del 20%. Los oponentes a una devaluación²⁶ defendieron su punto de vista con tres argumentos: la credibilidad; la ineffectividad de esa medida; y la relación con la política estadounidense: una devaluación justo después del inicio del TLCAN podía ser interpretada en ese país como una medida para obtener mayores ventajas a expensas de empleos en ese país.²⁷

Sin embargo, el calendario electoral mexicano jugó un papel importante en la toma de la decisión. Aunque no haber devaluado en ese momento provocó un aumento, más que un decremento, en la tasa esperada de una devaluación futura.²⁸

Ante la gravedad de la situación, el gobierno mexicano recurrió a un grupo de consultores financieros estadounidenses que ayudó a diseñar las políticas monetarias de emergencia.²⁹

La política gubernamental para responder al asesinato de Colosio fue mantener la tasa de intercambio, aumentar las tasas de

²⁵.- Jeffrey Sachs, Aaron Tornell y A. Velasco, *op. cit.* p. 10

²⁶.- Entre quienes se encontraba el economista Calvo.

²⁷.- Citado en: Jeffrey Sachs, A. Tornell y Andrés Velasco, *op. cit.* pp. 19-20

²⁸.- *Ibid.* Punto de vista compartido por los economistas Drazen y Masson.

²⁹.- Jeffrey Sachs, "Beyond ...", *op. cit.* p. 24

interés,³⁰ expandir el crédito doméstico y convertir la deuda interna denominada en pesos (cetes) a bonos denominados en dólares (tesobonos). Como resultado las reservas internacionales disminuyeron y se incrementó la deuda interna en dólares.³¹

Después de varias semanas de inestabilidad e incertidumbre monetaria, en abril de 1994, los gobiernos de Canadá, Estados Unidos y México establecieron un fondo de estabilización cambiaria por 8 800 millones de dólares. Adicionalmente crearon un grupo consultivo (Grupo financiero de América del Norte) para monitorear la situación financiera y económica de la región.³²

En mayo de 1994, después del asesinato de Colosio, el índice de la Bolsa Mexicana de Valores disminuyó a 1,800 puntos, llegando a los 1,798 puntos a finales de 1994.³³ La preocupación de los grandes inversionistas con intereses en México como Goldman Sachs, Salomon Brothers y el Citibank presionaron tanto en la ciudad de México como en Washington para evitar que el gobierno mexicano devaluara el peso y afectará sus inversiones en cetes.

Por ejemplo Robert Citrone, directivo de la compañía de fondos "Fidelity" exigió categóricamente a las autoridades del Banco de México después del asesinato de Colosio la certeza de que defendería el peso. Mientras el peso caía, Fidelity y otras compañías inversionistas cortaron sus compras de cetes presionando las tasas de interés y debilitando el índice de la Bolsa Mexicana de Valores.³⁴

³⁰.- Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* p. 8

³¹.- *Ibid.* pp. 2-3

³².- Robert Devlin, Ricardo Ffrench-Davis y Stephanie Griffith-Jones, *op. cit.* p. 322

³³.- Alexander Cockburn y Kein Silverstein, *op. cit.* p. 18

³⁴.- *Ibid.* p. 20

En 1994, las inquietudes de los inversionistas sobre la evolución de la economía mexicana aumentaron. De acuerdo con un artículo aparecido en *The Economist* en abril de 1994, las principales causas del nerviosismo de los inversionistas eran las siguientes: la revuelta en Chiapas, el asesinato de Luis Donald Colosio, la debilidad del nuevo candidato del PRI y el secuestro de prominentes empresarios.³⁵

Ante las presiones sobre la reserva monetaria, la tasa de interés de los Cetes aumentó de 8.81% en febrero de 1994 a 16.25% en abril del mismo año. Al mismo tiempo, la emisión de Tesobonos aumentaba para evitar la salida de capitales, política llamada "una jugada maestra del Banco de México."³⁶ Los tesobonos aumentaron su monto de 3.1 mil millones de dólares en marzo de 1994 a 29.2 mil millones en diciembre de 1994.³⁷

Después de las elecciones, nuevamente cobró relevancia el debate acerca de la necesidad de devaluar la moneda. Sin embargo, de acuerdo con Sachs, dos hechos hacían creer a las autoridades mexicanas que las causas del retiro del capital extranjero de la primera mitad de 1994 habían desaparecido. En primer lugar, las reservas internacionales se habían estabilizado y permanecieron constantes en 16 mil millones de dólares hasta octubre. En segundo lugar, las diferencias entre las tasas de interés en Estados Unidos y en México estaban disminuyendo. Por ello, una devaluación en ese momento sería interpretada como una "falta de fidelidad" con la política seguida hasta ese momento.³⁸

³⁵.- *The Economist*. 30 de abril de 1994.

³⁶.- Citado en: Leopoldo Solís, *op. cit.* p. 57

³⁷.- *Ibid.* p. 57

³⁸.- Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* p. 21

El tercer gran ataque se llevó a cabo a raíz del asesinato de Francisco Ruiz Massieu, perpetrado el 28 de septiembre de 1994. En esos días la comunidad financiera internacional estaba en contra de la decisión del gobierno mexicano de no alterar la banda de la tasa de cambio durante la renovación del Pacto. Este contexto terminó por minar la confianza de los inversionistas en la política gubernamental de sostener la banda de la tasa de intercambio y llevó las reservas internacionales del país a ubicarse en 17 mil millones de dólares en noviembre de 1994, después de haber alcanzado la cifra de 30 mil millones en marzo de 1994.³⁹

Finalmente el último gran ataque contra el peso se llevó a cabo en diciembre, cuando las tensiones entre el gobierno mexicano y el EZLN se incrementaron notablemente. El 22 de diciembre las reservas internacionales del gobierno mexicano se ubicaron en 6 mil millones de dólares⁴⁰ y el cambio de la política monetaria se hizo inevitable.

En diciembre de 1994, las condiciones para el colapso estaban dadas. Las obligaciones de corto plazo del gobierno y del sistema bancario eran muy altas en relación con las reservas internacionales líquidas del gobierno, por lo cual el gobierno se volvió "financieramente vulnerable".⁴¹

³⁹.- Gary Springer y Jorge Molina, "The Mexican Financial Crisis: genesis, Impact, and Implications," en *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*. Vol. 37, Summer 1995. p. 65

⁴⁰.- *Ibid.* p. 65

⁴¹.- Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* p. 14

Tabla 4.1
Indicadores económicos⁴²

Indicador	1991	1992	1993	1994
PIB (crecimiento %)	3.6	2.6	0.7	3.5
Inflación (%)	22.7	15.5		7.1
Balance fiscal financiero *	-1.5	0.5	-2.1	-3.9
Balance fiscal primario *	5.3	5.6	3.6	2.3
Balance fiscal operacional *	3.3	3.6	2.1	0.5
Exportaciones **	42.6	46.1	51.8	60.8
Importaciones **	49.9	62.1	65.3	79.3
Balance de cuenta corriente **	-14.8	-24.8	-23.3	-29.6
Reservas internacionales**	17.5	18.5	24.5	6.1

* Porcentaje del PIB

** Miles de millones de dólares

3.- La política de financiamiento: 1992-1994.

a) Flujos netos de capital.

A partir de 1990, siguiendo las tendencias internacionales de flujos de capital, México se convirtió en un receptor neto de considerables montos de capital. Esta situación fue provocada por diversos factores externos que se conjugaron con la evolución de la economía mexicana.

Entre los primeros encontramos la recesión en los países industrializados, la disminución en las tasas de interés en los

⁴².- William Cline, *op. cit.* p. 293. Para los balances públicos de 1993 y 1994; exportaciones, importaciones y balance de cuenta corriente; y reservas internacionales: J. Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* Tablas: 2, 7a y 8.

principales mercados del mundo y la aparición de los inversionistas institucionales que buscaban diversificar sus carteras y obtener rendimientos mayores.

Por otro lado, México era el primer país que reestructuraba su deuda de acuerdo a los términos del Plan Brady. Este hecho, sumado a la recuperación económica, brindó la confianza a los inversionistas extranjeros para enviar capitales al país. De hecho, la Bolsa Mexicana de Valores se convertiría en uno de los mercados más redituables de todo el mundo.

b) Esquemas de financiamiento.

Tabla 4.2
Indicadores de la deuda

	1990	1991	1992	1993	1994
Deuda pública externa *	77,770	79,988	75,755	78,747	85,436 (1)
Endeudamiento neto del sector público *	2168.4	2530.3	-3483.7	2291.9	3619 (1)
Total deuda externa/PIB**	43.6	40.2	34.7	34.7	n.d
Total deuda / exportaciones**	196.7	203.2	188.0	184.6	n.d
Intereses / PIB**	3.0	2.9	2.3	2.1	n.d
Intereses / exportaciones**	13.8	14.7	12.7	10.9	n.d

Fuentes: Gurría (1993) Anexos I y II.

(1): Banco de México. *Informe anual*. 1994.

** : Porcentajes. Tablas del Banco Mundial, 1994.

n.d: No hay datos disponibles.

* : Millones de dólares.

Instrumentos derivados del paquete financiero 1989-1990

Dentro de los acuerdos del paquete de restructuración de la deuda externa, el gobierno mexicano obtuvo la posibilidad de efectuar operaciones para disminuir el monto de la deuda. Dentro de este rubro el primero de junio de 1992 se anunció la reducción en el saldo de la deuda pública externa por un monto de 7,171 millones de dólares "que resultó de la amortización de los créditos utilizados entre 1990 y el primer semestre de 1992 para las recompras y de la subsecuente cancelación de los bonos de deuda recomprados a descuento y que se mantenían en calidad de garantía".⁴³

Dentro del "Programa de Cobertura de Riesgo" iniciado en 1991 y que protege a la deuda externa contra modificaciones de las tasas de interés, el gobierno mexicano continuó avanzando y para 1993 el programa ofrecía protección a la deuda cubierta hasta 1995.⁴⁴

En 1992 el gobierno mexicano negoció la cláusula de *cross-default* con sus acreedores. Ahora esa cláusula permite al gobierno mexicano entrar en negociaciones únicamente con el acreedor con el que se incumpla una deuda y no con todos los acreedores como estaba estipulado anteriormente.⁴⁵

En 1994 se efectuaron cancelaciones de bonos a la par y a descuento por un total de 197 millones de dólares. Adicionalmente, se amortizaron obligaciones del paquete financiero 1984-1992 por un total de 88 millones de dólares.⁴⁶

⁴³.- Angel Gurría, *La política ...*, op. cit. p. 183

⁴⁴.- *Ibid.* p. 192

⁴⁵.- *Ibid.* p. 193

⁴⁶.- Banco de México. *Informe anual*. 1994. México: Banco de México, 1995. p. 205

Repatriación de capitales

Otra consecuencia del regreso de la confianza de los inversionistas en el desarrollo económico del país fue la repatriación de un gran monto de capitales que habían salido del país en la década anterior.

La puesta en marcha del programa denominado "timbre fiscal", el cual proporcionaba incentivos para el retorno de capitales, facilitó su repatriación. De 1990 a diciembre de 1993 se repatriaron 11, 500 millones de dólares, equivalente al 40% del capital fugado entre 1973 y 1988.⁴⁷

Inversión extranjera directa

Del total de los flujos de capital que entraron al país entre 1990 y 1993 el 71.3% fue inversión extranjera, de la cual la inversión extranjera directa participó con el 17.6% y la de cartera con el 53.7%.⁴⁸

En 1992 entraron 4,392 millones de dólares; en 1993, 4,900 millones y en 1994 7,979 millones en inversión extranjera directa.⁴⁹

Inversión extranjera de cartera

Entre las razones que encontramos para que se diera una mayor entrada de inversión de cartera tenemos el alto rendimiento de los activos mexicanos; la solvencia financiera del país; un menor riesgo de pérdidas al estar prestablecida la tasa de deslizamiento del tipo de cambio y modificaciones a la legislación.⁵⁰ Igualmente

⁴⁷.- Cálculos de Gurría y Fadl (1991). Citados en: Angel Gurría, "Corrientes ...", *op. cit.* pp. 282-283

⁴⁸.- *Ibid.* pp. 263-264

⁴⁹.- Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* Tabla 7a.

⁵⁰.- Angel Gurría, "Corrientes ...", *op. cit.* pp. 274-275

se firmaron diversos *memoranda* con gobiernos extranjeros para promover la internacionalización del mercado de valores.

Tabla 4.4
Inversión extranjera⁵¹

	1989	1990	1991	1992	1993
Inversión extranjera (saldos acumulados)	3141	7769	22401	44805	73679
Inversión directa	2648	5281	10043	14436	19337
Inversión de cartera	493	2488	12358	30369	54342

Fuente: Banco de México

Bonos

Otra tendencia de la captación de capital ha sido la colocación de bonos, tanto por el sector público como el privado.

De 1989 a diciembre de 1993 se realizaron 130 colocaciones de bonos por un monto de 16,400 millones de dólares. De este monto de acuerdo con Gurría, el saldo de la deuda externa en bonos pasó de 4,076 millones de dólares en diciembre de 1989 a 9,471 millones de dólares en diciembre de 1993.⁵² Sin embargo, hubo una evolución en la emisión de los bonos públicos, ya que de los emitidos en 1990 el 50% ofreció algún tipo de garantía, mientras que en el periodo 1991-1993 la emisión de bonos no implicó operaciones colateralizadas.⁵³

De la misma manera se dio una evolución en la sobretasa que el gobierno ha tenido que pagar para que sus valores sean aceptados. Así, por ejemplo, la primera emisión de Bancomext en 1989 tuvo una

⁵¹.- *Ibid.* p. 276

⁵².- *Ibid.* p. 277

⁵³.- *Ibid.* p. 278

sobretasa de 820 puntos base, mientras que para 1993 y principios de 1994, la sobretasa su ubicaba entre los 100 y los 163 puntos.⁵⁴

La amplia aceptación de los bonos públicos mexicanos se reflejó en la emisión de los llamados *Bonos Yankee*, los primeros bonos latinoamericanos en ofrecerse directamente en Estados Unidos y la emisión en febrero de 1994 de los bonos Dragón, siendo ésta la primera emisión de un país latinoamericano en el mercado japonés pagando una sobretasa de 100 puntos sobre la Libor.

Otra medida de la gran aceptación de los bonos mexicanos fue la calificación del riesgo crediticio que diversos organismos otorgan a los mercados. En 1990 Moody's Investors Service otorgó una calificación de Ba3 a bonos de la deuda pública y al gobierno mexicano una más alta de Ba2 (ambas dentro del grado especulativo).

A partir de ahí las calificaciones mejoraron. En 1991 la Standard and Poor's Ratings calificó a la deuda mexicana de largo plazo en el mejor rango del grado especulativo - BB+. Y la misma empresa calificó a la deuda interna en moneda nacional (cetes) con el rango más alto en esa clasificación. En 1993 la empresa Duff and Phelps calificó con el grado de inversión a los bonos emitidos por Nacional Financiera y Bancomext.⁵⁵

La emisión de papel comercial de corto plazo (con vencimientos de 90 y 180 días) ha sido utilizada preferentemente por el sector privado, especialmente los euro-CD y el europapel comercial. En marzo de 1992 Pemex instrumentó la primera emisión pública de papel comercial en Estados Unidos.⁵⁶

⁵⁴.- *Ibid.* p. 278

⁵⁵.- *Ibid.* pp. 280-281

⁵⁶.- *Ibid.* p. 282

Como parte del acuerdo de restructuración de 1989-1990 se llevó a cabo un programa de intercambio de deuda por capital (swaps). Como parte de los Derechos de Intercambio se cancelaron 813 millones de dólares de deuda pública externa entre julio de 1990 y abril de 1992.⁵⁷

Finalmente, en 1994, el mayor endeudamiento neto del sector público se dio a través de las colocaciones de instrumentos de renta fija, mismo que se distribuyó de la siguiente manera: 3,270 millones de dólares en bonos de largo plazo y 583 millones en papel comercial de corto plazo.⁵⁸ Asimismo se efectuaron 29 colocaciones de bonos a largo plazo, emitidas por Bancomext, Nafin y Pemex.

Préstamos oficiales

En esta etapa el sector público puso especial énfasis en el financiamiento a través de organismos multilaterales y créditos bilaterales. El financiamiento otorgado por el Banco Mundial y el BID entre 1989 y 1993 fue de 12,143 millones de dólares. Mientras que se utilizaron líneas y créditos por 22,631 millones de dólares provenientes de créditos bilaterales.⁵⁹

En lo que respecta a 1994, el saldo con los organismos internacionales (BID y BIRF) registró un desendeudamiento neto por 165 millones de dólares, resultado de créditos por 1,278 millones de dólares y 1,443 millones de amortizaciones.⁶⁰

Deuda interna

La posesión de deuda interna en manos de extranjeros ha ofrecido una visión engañosa de los datos de la deuda externa. Especialmente

⁵⁷.- *Ibid.* p. 263

⁵⁸.- Banco de México. *Informe anual.* 1994. p. 203

⁵⁹.- Angel Gurría, "Corrientes ...", *op. cit.* p. 282

⁶⁰.- Banco de México. *Informe anual.* 1994. (1995) p. 204

a partir de la "dolarización" de la deuda interna, las inversiones foráneas en valores gubernamentales han cobrando relevancia.

De acuerdo con datos publicados por *The Economist*, en 1993 los rendimientos anuales reales de los Cetes eran de 8.5%, en comparación con el rendimiento de los bonos del tesoro estadounidense del 3-4%. Por ello, en marzo de 1993 los extranjeros poseían 57.2 mil millones de pesos en Cetes y los nacionales 53.5 mil millones. Sin embargo, para mediados de 1993 existían graves preocupaciones por el monto insostenible del déficit de cuenta corriente que había alcanzado en 1992 el 7% del PIB.⁶¹

Para 1994 existían 43 mil millones de dólares en valores gubernamentales: 28 mil millones en tesobonos, 8 mil millones en cetes, 6 mil millones en ajustabonos y 1.5 mil millones en otro tipo de bonos. Los cuales representaban un 11% del PIB. Junto con los 72 mil millones de dólares en deuda pública, la deuda pública total representaba aproximadamente el 40% del PIB, un nivel por abajo de la deuda pública de muchos países de la OCDE.⁶²

A raíz de los asesinatos políticos la administración salinista y el banco central promovieron el "traslado de las inversiones de Cetes a Tesobonos. La dolarización de los mercados financieros tenía un objetivo: retener internamente los pesos no deseados."⁶³

⁶¹.- *The Economist*. 24 de mayo de 1993.

⁶².- William Cline, *op. cit.* pp. 499-500

⁶³.- Leopoldo Solís, *op. cit.* p. 87

Tabla 4.5
Componentes de la deuda interna
(millones de dólares)⁶⁴

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cetes	20437	24445	23567	19047	26084	7456
Bondes	21082	21903	18871	11827	5485	4562
Ajustabonos	1221	4859	12696	11642	10849	5371
Tesobonos	75	408	302	296	1237	17780
Otros	3661	3193	24	8	7	2
Total	46476	54808	55459	42820	43662	32170

Fuente: Banco de México.

4. Corolario

En diciembre de 1994, al tomar posesión el nuevo gobierno mexicano, la crisis de confianza de los inversionistas no había disminuido. Por el contrario, nuevos elementos aceleraron el colapso. El EZLN reforzó sus posiciones en 38 municipios chiapanecos y aumentó su beligerancia contra el nuevo gobierno. La escalada de inestabilidad política fue recibida por los inversionistas quienes retiraron 3 mil millones de dólares del país, el 19 de diciembre. Como resultado directo de la fuga de capitales, las reservas internacionales del país cayeron de 17 mil millones de dólares, a finales de noviembre, a sólo 6 mil millones de dólares el 20 de diciembre.⁶⁵

Ese día, y en un intento de detener la fuga de capitales, el gobierno mexicano aumentó el límite de la banda de flotación del peso en un 15%. Sin embargo, el peso no pudo resistir un nuevo ataque especulativo y el 22 de diciembre el gobierno adoptó un sistema de tasa de intercambio flotante que llevó al peso a niveles

⁶⁴.- Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* tabla 9.

⁶⁵.- Gary Springer y Jorge Molina, *op. cit.* p. 63

iniciales de 6 a 1 contra el dólar.

A pesar de que los principales indicadores macroeconómicos no eran realmente preocupantes, el sector financiero percibía un alto riesgo de una crisis financiera aún mayor. El monto de la deuda externa como porcentaje del PIB había disminuido y su porcentaje con relación a las exportaciones también había caído. El comportamiento fiscal había sido responsable, manteniendo el balance presupuestal operacional en superávit en 1990-1994. La absorción de préstamos de capital había sido hecha por el sector privado y el sector público sólo había intervenido para esterilizar los efectos de la entrada de capital.⁶⁶

La sensación de un colapso mayor era un problema de percepciones. La comunidad financiera temía que el gobierno no tuviera recursos para hacer frente a sus obligaciones, especialmente los Tesobonos, la cartera vencida de los bancos aumentaba vertiginosamente y la tasa de cambio de la moneda mexicana caía estrepitosamente.⁶⁷

El 3 de enero de 1995, la nueva administración anunció un nuevo programa de estabilización respaldado por un paquete de ayuda internacional por 18 mil millones de dólares: 9 mil millones del gobierno estadounidense, mil millones del canadiense, 5 mil millones del Banco de Pagos Internacionales y 3 mil millones de un préstamo sindicado auspiciado por el Citibank y el Morgan Guaranty.⁶⁸

La fragilidad del nuevo acuerdo se hizo evidente y el gobierno estadounidense anunció el 13 de enero del mismo año la propuesta de otorgar garantías por 40 mil millones de dólares a México (plan basado en un esquema de 1992 diseñado para ayudar a Israel por 10

⁶⁶.- Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* p. 1

⁶⁷.- *Ibid.* p. 2

⁶⁸.- William Cline, *op. cit.* p. 495

mil millones de dólares).⁶⁹ Debido a los problemas en el Congreso estadounidense para aprobar el paquete de ayuda, la administración Clinton anunció el 31 de enero que usaría una decisión ejecutiva para aprovechar recursos del Fondo de Estabilización de Intercambio (ESF), los cuales junto con recursos del FMI, del Banco de Pagos Internacionales (BIS), préstamos de bancos comerciales y facilidades crediticias de Canadá y de América Latina crearon un paquete de 53 mil millones de dólares para ayudar a estabilizar el peso.⁷⁰ Aunque los términos del paquete fueron onerosos para México, de acuerdo con algunos analistas, indudablemente se evitó la bancarrota.

De acuerdo con W. Cline las motivaciones para que el gobierno estadounidense apoyara a México fueron las siguientes: i) las consideraciones estratégicas de una prolongada crisis mexicana; ii) el riesgo psicológico de una reducción en los flujos hacia los mercados emergentes; iii) la aceptación del fracaso de las políticas de ajuste económicos implementadas por los países en vías de desarrollo.⁷¹

Adicionalmente, los banqueros estadounidenses y las grandes compañías aseguradoras y de pensiones que poseían inversiones en México presionaron a Washington para que apoyara al gobierno mexicano. Funcionarios de Goldman Sachs, Merrill Lynchs, Bearn Stearns y Salomon Brother, entre otros, cabildearon en Washington en favor del paquete crediticio de apoyo a México.⁷²

Las causas de la crisis económica mexicana aún siguen siendo punto de debate entre los analistas. Para algunos, su profundidad fue debida a la desatinada política del gobierno mexicano de devaluar la moneda. Para otros el colapso era inevitable y sus peores

⁶⁹.- *Ibid.* p. 502

⁷⁰.- Gary Springer y Jorge Molina, *op. cit.* p. 66

⁷¹.- William Cline, *op. cit.* p. 503

⁷².- Alexander Cockburn y Keim Silverstein, *op. cit.* p. 19

efectos se hubieran podido evitar de haber devaluado el peso con anterioridad. Para otros fue una combinación de ambos.

Entre los que comparten el primer punto de vista se encuentran el consejo editorial de Wall Street Journal, algunos miembros del Congreso estadounidense y economistas como Stanley Fischer, Lawrence Summers y Jude Wanniski.⁷³

Entre los que comparten el segundo punto de vista se encuentran Dornbusch y Werner. Estos economistas sugieren que las situaciones de sobrevaluación crean mecanismos que amplifican los excesos y exacerban los subsecuentes amenazas financieras.⁷⁴

Para Sachs, Tornell y Velasco el pánico financiero de 1995 no era inevitable. La depreciación del peso se debió haber realizado a mediados de 1994 cuando existían suficientes reservas internacionales para hacerle frente. Sin embargo, una inadecuada política de postergar la devaluación y los choques adversos en 1994 provocaron el pánico financiero.⁷⁵

A pesar de las discrepancias que existen acerca de las causas que originaron la crisis de diciembre de 1994, la mayoría de los analistas señala que la apreciación del tipo de cambio y el aumento en el déficit de cuenta corriente fueron los factores más importantes en su creación.⁷⁶

⁷³.- Citado en: Rudiger Dornbusch, I. Goldfajn y R. Valdés. *op. cit.* p. 219

⁷⁴.- *Ibid.* p. 219

⁷⁵.- Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.* p. 2

⁷⁶.- Para diferentes interpretaciones de la crisis véase: William Cline, *op. cit.*; FMI. *World Economic Outlook*. 1995; Jeffrey Sachs, A. Tornell y A. Velasco, *op. cit.*; Rudiger Dornbusch, I. Goldfajn y R. Valdés, *op. cit.*; Leopoldo Solís, *op. cit.*; entre otros.

La evolución de la crisis, descrita por Dornbusch, inició cuando el gobierno mexicano en su lucha contra la inflación mantuvo una banda de intercambio nominal la cual, si bien ayudó a contener la inflación, provocó una apreciación real. Esta a su vez provocó un déficit externo grande. A su vez el aumento en las tasas de interés reflejó la disminución de la confianza del sector financiero en la viabilidad de la política. Este cóctel explosivo se fue volviendo insoportable. Sin embargo, la reputación económica y habilidad del gobierno mexicano para sostener que la estrategia funcionaría y las perspectivas favorables del TLCAN distrajeron la atención. Sin embargo, esta política sólo podía funcionar con un ambiente favorable. La llegada de malas noticias provocaría inevitablemente la crisis.⁷⁷

De acuerdo con Krugman, la crisis mexicana fue producto del auge financiero de principios de los noventa, que constituyó un ejemplo de burbuja especulativa. Las expectativas de una evolución económica favorable en México aumentaron y fueron aceptadas como una verdad irrefutable, motivando una ola de inversión irreflexiva.⁷⁸ Un informe del FMI concluye que los choques adversos, la insostenible posición externa y los deslices en la toma de decisiones fueron responsables del colapso económico.⁷⁹

Para otros autores, como Leopoldo Solís, la crisis se gestó durante varios años y sus causas centrales se ubican en la naturaleza del modelo y las políticas estabilizadoras seguidas, los cambios en el exterior y los acontecimientos políticos derivados de la pugna por el poder en México.⁸⁰

⁷⁷.- Rudiger Dornbusch, I. Goldfajn y R. Valdés, *op. cit.* p. 221-222

⁷⁸.- Paul Krugman, "Dutch Tulips ...", *op. cit.* pp. 29-40

⁷⁹.- Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook*. Mayo de 1995.

⁸⁰.- Leopoldo Solís, *op. cit.* p. 88

Entre los factores que la detonaron se mencionan: la desconfianza por el mal manejo de la devaluación de diciembre⁸¹; la falta de confianza en la veracidad de la información que se reflejó en "la discrepancia entre la información de la circulación de la deuda pública interna de la Bolsa Mexicana de Valores con la del Banco de México y de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público"⁸²; o el manejo poco claro de la información financiera de las autoridades mexicanas.⁸³

De acuerdo con fuentes oficiales mexicanas entre las causas de la crisis económica destacan las siguientes: elementos políticos desfavorables; el aumento de las tasas de interés estadounidenses; nerviosismo de los agentes económicos por la sobrevaluación del tipo de cambio; pérdida de credibilidad gubernamental; y el bajo nivel de ahorro interno.⁸⁴

La posición gubernamental ante el aumento del déficit público fue afirmar que no había mayor preocupación debido a que ahora era resultado de que la inversión privada crecía más allá de su capacidad de ahorro.⁸⁵ Miguel Mancera, Gobernador del Banco de México, declaraba a *The Economist* que el creciente déficit de cuenta corriente "estaba asociado con el flujo de fondos extranjeros, más que con una política monetaria o fiscal expansionista".⁸⁶

La evolución de la política de financiamiento público también la encontramos en las declaraciones de los funcionarios encargados de

⁸¹. - *Ibid.* p. 88

⁸². - Citado en: *Ibid.* pp. 87-88

⁸³. - *The Economist*. 26 de agosto de 1995. p. 12. Y reporte del FMI citado en: *The Economist*, 26 de agosto de 1995, p. 65.

⁸⁴. - Citado en: Leopoldo Solís, *op. cit.* p. 86

⁸⁵. - Angel Gurría, "Corrientes ...", *op. cit.* p. 269

⁸⁶. - Citado por: Sebastian Edwards: comentarios al artículo de Rudiger Dornbusch, Ilan Goldfajn y Rodrigo Valdés, *op. cit.* pp. 274-275

delinearlas. Por ejemplo en 1993 cuando aún no estaban muy claras las consecuencias de la captación masiva de flujos de capital foráneos Gurría señalaba "la importancia de procurar una integración eficiente en la nueva tendencia del sistema financiero internacional. Por esta razón México se ha apoyado, y continuará haciéndolo, en la emisión de bonos y en la captación de inversión extranjera a través del mercado de valores, ya sea mediante la colocación de instrumentos nacionales en mercados extranjeros o fomentando la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado nacional."⁷⁷

Sin embargo, en un artículo publicado por Gurría en 1995, el funcionario declaraba:

Sin embargo, a pesar de la aceptación de los títulos mexicanos en los mercados internacionales en condiciones cada vez más favorables, la estrategia ha consistido en actuar con prudencia para no forzar la entrada a los mercados, sino aprovechar las oportunidades conforme se vayan presentando y escalonar las emisiones públicas para evitar una saturación del mercado con el consecuente aumento de costos.⁷⁸

Gurría acepta que parte de la culpa de los sucesos desfavorables de la economía fue consecuencia de las políticas de esterilización adoptadas por el gobierno, las cuales motivaron un aumento de las tasas reales de interés y en consecuencia ahondaron el déficit fiscal por el aumento de la deuda pública. Sin embargo, afirma "que éste no es el único factor que ha provocado la contracción de la actividad económica ni el incremento de la cartera vencida de los bancos".⁷⁹

⁷⁷.- Angel Gurría, *La política ...*, op. cit. p. 202

⁷⁸.- Angel Gurría, "Corrientes ...", op. cit. p. 281. Subrayado nuestro.

⁷⁹.- *Ibid.* p. 285

De acuerdo con Sebastian Edwards las autoridades mexicanas restaron importancia al hecho de que los flujos de capital eran privados y por lo tanto eran demasiado susceptibles a detenerse de imprevisto, lo cual requeriría de un ajuste masivo.⁹⁰

Un informe reciente del FMI afirma que fueron los inversionistas nacionales (quienes estaban mejor informados de la fragilidad financiera de la economía mexicana) los primeros en convertir sus pesos a dólares y que las grandes salidas de capital extranjero se dieron hasta febrero de 1995.⁹¹

Finalmente podemos señalar que un efecto real de la crisis del peso mexicano fue la pérdida de confianza de los inversionistas en los mercados emergentes latinoamericanos y una natural disminución de los flujos de capital hacia esos mercados. El principal riesgo fue que los inversionistas catalogaran nuevamente a esos mercados con el grado de inversión especulativa, un grado que ya habían superado.⁹² Sin embargo, el "efecto tequila" alcanzaría también a mercados de países con balanzas externas débiles como Canadá, Italia, Suecia y España.⁹³

Dos días después del inicio de la crisis mexicana, los índices de los mercados de valores de Argentina y Brasil cayeron 7% y los precios de los bonos brady de los países latinoamericanos cayeron aún más.⁹⁴ El país más afectado fue Argentina, ya que mantenía un sistema de banda de flotación parecido al mexicano. Sin embargo, sus indicadores económicos eran mejores, por lo que en enero mejoraron los precios de sus bonos.

⁹⁰.- Sebastian Edwards. Comentarios al artículo de Rudiger Dornbusch, I. Goldfajn y R. Valdés, *op. cit.* p. 275

⁹¹.- Citado en: *The Economist*. 26 de agosto de 1995. p. 65; y en Rudiger Dornbusch, I. Goldfajn y R. Valdés, *op. cit.* p. 241

⁹².- Alexander Cockburn y Kein Silverstein, *op. cit.* p. 18

⁹³.- William Cline, *op. cit.* p. 502

⁹⁴.- *Ibid.* p. 501

Conclusión.

En este trabajo hemos encontrado una gran similitud entre la evolución del sistema financiero internacional y la política de financiamiento público externo mexicano. Cada una de las políticas en materia de deuda externa ha respondido al cambio en las percepciones de los actores del sistema financiero internacional.

Durante la crisis internacional de la deuda, la posibilidad de obtener créditos externos para financiar el desarrollo económico del país fue nula, por lo cual el gobierno mexicano recurrió al encaje legal y a la creación de deuda interna para financiar un alto déficit público. Esta situación provocó, entre otras cosas, que el gobierno disminuyera su déficit ante la falta de capital externo para financiarlo.

Los primeros paquetes de rescate de la deuda externa mexicana fueron copia fiel del ambiente internacional. Cada uno de ellos reflejó cada una de las etapas evolutivas del sistema financiero internacional y sus características estuvieron fuertemente influidas por la percepción de los actores involucrados.

La posición estratégica de México, la profundidad de su ajuste económico y el monto de su deuda externa le permitieron al gobierno mexicano negociar mecanismos innovadores que marcaron el camino a seguir por otros países latinoamericanos en cada una de las

negociaciones de la crisis de la deuda. Los términos, condiciones y limitantes de las negociaciones estuvieron marcados por las condiciones externas.

La llegada de la administración salinista coincidió con un ambiente internacional favorable que materializó la posibilidad de encontrar una salida a la crisis mexicana de la deuda externa. Las afinidades personales con el nuevo presidente estadounidense, la reducción de las tasas de interés internacionales, el cambio en la contabilidad fiscal en los bancos acreedores y el cansancio provocado por las repetidas negociaciones, entre otros factores, crearon un ambiente propicio para una reestructuración que favoreció a todos los actores involucrados.

El paquete de reestructuración de 1989-1990 reflejó el cambio en las percepciones de los actores y le permitió al gobierno mexicano participar nuevamente en los mercados voluntarios internacionales de capital después de una década y recuperar el bien máspreciado en el sistema financiero internacional: la confianza. Incluso, el retorno de capitales se produjo en cantidades tales que desconcertaron a todos los actores del sistema. Pronto México se vio inmerso en la nueva "manía financiera" por invertir capitales en los ahora llamados "mercados emergentes". Entre 1991 y 1993 entraron al país más de 75 mil millones de dólares en capitales extranjeros. Los indicadores de la deuda mejoraron en términos generales y se incrementó la repatriación de los capitales fugados

en la década anterior.

Una vez más los cambios en las percepciones en el sistema financiero internacional, que provocaron un cambio repentino en el flujo de capitales, tomó por sorpresa a los países latinoamericanos que se dedicaron a adecuar sus políticas internas para buscar recibir la mayor cantidad de dinero que el mercado ofrecía. México no fue la excepción, incluso sus principales autoridades hacendarias celebraban la entrada de capitales sin imponerle restricciones.

Para 1992 la situación económica de México era favorable. Al mejoramiento de los indicadores económicos se le añadían las negociaciones para crear una zona de libre comercio con Estados Unidos y Canadá, lo cual aumentaba las expectativas favorables para el desarrollo económico del país.

Sin embargo, la entrada sin restricciones de capital extranjero en inversión de cartera, las complicaciones políticas y la inadecuada política cambiaria modificaron el escenario. Aún cuando el presupuesto fiscal se encontraba en equilibrio, la apreciación de la moneda, el crecimiento del déficit de cuenta corriente y los conflictos políticos vulneraron la estabilidad económica mexicana. El prestigio del gabinete económico mexicano alargó la agonía. Sin embargo, con el cambio de gobierno, en diciembre de 1994, el colapso económico no se hizo esperar.

La crisis mexicana fue una crisis de liquidez más que de insolvencia. A pesar de la estabilidad de los indicadores macroeconómicos, especialmente con respecto a los déficits fiscales, la falta de credibilidad reflejó la irracionalidad de los agentes económicos. La crisis demostró la incapacidad de los nuevos actores del sistema financiero internacional para resolver un problema al que ellos mismos habían contribuido.

La crisis mexicana demostró que una etapa del sistema financiero internacional se había agotado. La incapacidad de las instituciones existentes para solucionar el problema acrecentó la percepción entre los analistas económicos de que son necesarias nuevas instituciones para administrar las nuevas corrientes de capital.

Ante la falta de mecanismos institucionales, nuevamente el gobierno estadounidense, jugando su papel de acreedor de última instancia, intervino para garantizar la estabilidad del sistema financiero internacional. Su apoyo al gobierno mexicano evitó la bancarrota de éste y envió la voz de alarma a los "mercados emergentes" para evitar situaciones análogas.

Una tendencia que encontramos a lo largo del periodo estudiado es que la política mexicana de deuda externa ha sido "reactiva", ya que ha buscado aprovechar las ventajas que el entorno internacional le ha ofrecido. La posición estratégica de México - especialmente frente a Estados Unidos - le ha permitido encontrarse en la avanzada de los cambios en el sistema financiero. El gobierno mexicano ha capitalizado en gran medida los beneficios que producen los reacomodos en el sistema financiero internacional. Pero, paradójicamente, ha sufrido antes que otros actores las crisis del sistema.

La falta de una planeación estratégica de largo plazo ha provocado amenazas a la soberanía nacional en cada una de las crisis que el país ha tenido por motivos de la deuda externa. Continuar con una política "reactiva" en este sentido mantendrá un estado latente de inseguridad financiera, aumentará los costos para atraer capital y hará poco efectivas las políticas de ajuste económico interno realizadas en otras áreas.

Bibliografía

Arriaga, Víctor. "El manejo de la relación con Estados Unidos, 1990-1994" en *Foro Internacional*. Vol. XXXIV, no. 4, oct-dic de 1994. pp. 572-591

Arriola, Carlos (comp.) *Testimonios sobre el TLC*. México: SECOFI-Porrúa, 1994. 295 pp.

Arroyo Couturier, Gabriela. *La membresía de México en el régimen internacional de deuda externa, 1982-1988*. Tesis para obtener el título de Licenciado en Relaciones Internacionales. El Colegio de México, CEI, 1990. 245 pp.

Aspe, Pedro. *El camino mexicano de la transformación económica*. México: Fondo de Cultura Económica, 1993. 216 pp.

Baillet, Álvaro. "La evolución de los ingresos del sector público: 1983-1988" en Carlos Bazdresch, et al. (comp.) *op. cit.* Vol. 3. pp. 25-87.

Banco de México. *Informe anual*. Varios años.

Bazant, Jan. *Historia de la deuda exterior de México, 1823-1946*. México: El Colegio de México, 1995. (Tercera edición) 283 pp.

Bazdresch, Carlos, et al. (comp.) *México: Auge, crisis y ajuste*. México: Fondo de Cultura Económica, 1992. (Lecturas del Trimestre Económico, 73) 3 Vol.

Berman, Larry y Emily O. Goldman. "Clinton's Foreign Policy at Midterm" en Colin Campbell y Bert A. Rochman (ed.) *The Clinton Presidency. First Appraisal*. New Jersey: Chatman, 1996. pp. 290-324

Berthelemy, Jean-Claude y Ann Vourc'h. *Debt Relief and Growth*. París: OCDE, 1994. 191 pp.

Biersteker, Thomas J.. "International Financial Negotiations and Adjustment Bargaining: An Overview" en Biersteker, Thomas (ed.) *Dealing with Debt. International Financial Negotiations and Adjustment Bargaining*. Boulder: Westview Press, 1993. pp. 1-18

Birch, Melissa. "The International Monetary Fund" en Biersteker, Thomas (ed.) *op. cit.* pp. 19-36

----- y Thomas Biersteker. "The World Bank" en Biersteker, Thomas (ed.) *op. cit.* pp. 37-60

Brailovsky, Vladimiro. "Las implicaciones macroeconómicas de pagar: La política económica económica ante la 'crisis' de la deuda en México, 1982-1988" en Carlos Bazdresch, et al. *op. cit.* Vol. 2 pp. 105-127

Branford, Sue y Bernardo Kucinski. *The Debt Squads, the US, the Banks and Latin America*. Londres: Zed Books, Ltd., 1988.

Bravo Aguilera, Luis. "La apertura comercial 1983-1988. Contribución al cambio estructural de la economía mexicana" en Carlos Bazdresch, et al. (comp.) *op. cit.* Vol. 3. pp. 317-346

Bulmer-Thomas, Victor. *The Economic History of Latin America Since Independence*. Cambridge: Cambridge University Press, 1994. (Cambridge Latin American Studies, 77) 487 pp.

Cardoso, Eliana y Ann Helwege. *La economía latinoamericana. Diversidad, tendencias y conflictos*. México: Fondo de Cultura Económica, 1993. (Edición en Inglés: MIT, 1992) 307 pp.

Chabat, Jorge. "Mexico's Foreign Policy in 1990: Electoral Sovereignty and Integration with the United States" en *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*. Vol. 33, Invierno de 1991. pp. 1-25

Chuhan, Punam y Kwang W. Jun. "El financiamiento latinoamericano en los mercados de capital del Japón" en French-Davis, Ricardo y Stephanie Griffith-Jones (comp.) *op cit.* pp. 113-142

- Cline, William. *International Debt reexamined*. Washington: Institute for International Economics, 1995. 535 pp.
- Cockburn, Alexander y Silverstein Kein. "War and peso" en *New Statesman & Society*. "4 de febrero de 1995. pp. 18-20
- Cohen, Benjamin. "Balance of Payments Financing: Evolution of a Regime", en *International Organization*. Vol. 36, no. 2 (Primavera de 1982)
- Cordera, Rolando y José Ayala. "Estado y privatización: una aproximación a la experiencia mexicana" en Carlos Bazdresch, et al. (comp.) *op. cit.* Vol. 3. pp. 241-276
- Culpeper, Roy. "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos" en Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (comp.) *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina. Fuentes efectos y políticas*. Chile: Fondo de Cultura Económica, 1995. (El Trimestre Económico no. 81) pp. 13-66
- Devlin, Robert, Ricardo Ffrench-Davis y Stephanie Griffith-Jones. "Repunte de las corrientes de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas" en Ffrench-Davis, Ricardo y Stephanie Griffith-Jones (comp.) *op cit.* pp. 294-339
- Dornbusch, Rudiger. "How to Turn Mexico's Debt and Inflation into Growth" en *Challenge*. Enero-febrero de 1989. pp. 4-10
- , "Mexico's economy at the Crossroads" en *Journal of International Affairs*. Vol. 43, Invierno de 1990. pp. 313-326.
- , "La reducción de las transferencias de los países deudores" en Dornbusch, R., John Makin y David Zlowe (comp.) *Soluciones a los problemas de la deuda en los países en desarrollo*. México: FCE, 1990. (Lecturas del Trimestre Económico no. 68) 173 pp.
- , Ilan Goldfajn y Rodrigo O. Valdés. "Currency Crises and Collapses" en *Brookings Papers on Economics Activity*. Vol. 2, 1995. pp. 219-293

Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (comp.) *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*. Chile: Fondo de Cultura Económica, 1995. (El Trimestre Económico no. 81) 344 pp.

Fondo Monetario Internacional. *World Economic Outlook*. Washington: FMI, 1995.

Garza E., Humberto. "Los cambios de la política exterior de México, 1989-1994" en *Foro Internacional*. Vol. XXXIV, no. 4, oct-dic de 1994. pp. 534-544.

Gil Villegas, Francisco. "Soberanía e interdependencia en la relación bilateral México-Estados Unidos: 1991-1992" en Gustavo Vega (comp.) *México-Estados Unidos-Canadá, 1991-1992*. México: El Colegio de México, 1993.

Gold, J.. "Mexico and the Development of the Practice of the International Monetary Fund", en *World Development*. Vol. 16, no. 10 (II). pp. 27-42

Green, Rosario. *La deuda externa de México de 1973 a 1988: de la abundancia a la escasez de créditos*. México: Secretaría de Relaciones Exteriores, Nueva Imagen, 1988. 425 pp.

Griffith-Jones, Stephanie. "Corrientes de fondos privados europeos hacia la América Latina. Hechos y planteamientos" en Ffrench-Davis y Stephanie Griffith-Jones (comp.) *op cit.* pp. 67-112

----- (comp.) *Deuda externa, renegociación y ajuste en la América Latina*. México: Fondo de cultura Económica, 1988. (Lecturas del Trimestre Económico no. 61) 436 pp.

-----, M. Marcel y G. Palma. *Third World Debt and British Banks: A Policy for Labour*. Londres: Fabian Society, 1987.

Gurría, José Angel. "Corrientes de capital: el caso de México" en Ffrench-Davis, Ricardo y Stephanie Griffith-Jones (comp.) *op cit.* pp. 253-293

----- . *La política de la deuda externa México*: Fondo de Cultura Económica, 1993. 274 pp.

----- . "La política de deuda de México, 1982-1990" en Carlos Bazdresch, et al. *op. cit.* Vol. 2. pp. 291-322

Ize, Alain. "Liberación comercial, estabilización y crecimiento. Notas acerca de la experiencia mexicana" en Carlos Bazdresch, et al. *op. cit.* Vol. 2. pp. 201-230

Kaufman Purcell, Susan. "U.S. - Mexico Relations: an Optimistic View" en *Journal of International Affairs*. Vol. 43, Invierno de 1990 pp. 423- 429.

Kearney, Christine. "Mexico, 1982: Paving the Way with Exceptions" en Biersteker, Thomas (ed.) *op. cit.* pp. 79-105

----- . "The Creditor Clubs: Paris and London" en Biersteker, Thomas (ed.) *op. cit.* pp. 61-76

Knight, Alan. "México y Estados Unidos en el primer año del presidente Clinton: una perspectiva histórica (o al menos de un historiador)" en *Estados Unidos: Informe Trimestral*. Vol. 4, no. 1, primavera de 1994. pp. 5-11

Kolbe, Jim. "La necesidad de concesiones y condonaciones de la deuda" en Dornbusch, Makin y Zlowe (comp.) *op. cit.* pp. 113-115

Krugman, Paul. "Dutch Tulips and Emerging Markets" en *Foreign Affairs* Vol. 74, no. 4, jul-ago de 1995. pp. 28-44

----- . "The Uncomfortable Truth about NAFTA. It's Foreign Policy, Stupid" en *Foreign Affairs*. Vol. 72, nov-dic de 1993. pp. 13-19

Lehman, Howard P. *Indebted Development. Strategic Bargaining and Economica Adjustment in the Third World*. Londres: The MacMillan Press, 1993. 220 pp.

Lindau, Juan David. "Los regímenes bilaterales y la relación México-Estados Unidos" en *Foro Internacional*. Vol. XXXI, no. 3, ene-mar de 1991. pp. 472-481

Lipson, Charles. "The International Organization of Third World Debt", en *International Organization*. Vol. 35, no. 4, octubre de 1981.

Lissakers, Karin. *Banca, deudores e instituciones. Análisis de las crisis de la deuda internacional*. México: Gernika, 1993. 379 pp.

Lustig, Nora. "El efecto social del ajuste" en Carlos Bazdresch, et al. (comp.) *op. cit.* Vol. 3. pp. 201-238

----- . "The 1982 Debt Crisis, Chiapas, NAFTA, and Mexico's Poor" en *Challenge*. Marzo-abril de 1995. pp. 45-50

Mabire, Bernardo. "El fantasma de la antigua ideología y su resistencia al cambio de la política exterior en el sexenio de Salinas de Gortari" en *Foro Internacional*. V. XXXIV, no. 4, octubre-diciembre de 1994. pp. 545-571.

Makin, John H.. "Los problemas de la deuda de los países en desarrollo después de siete años" en Dornbusch, R., John Makin y D. Zlowe (comp.) *op. cit.* pp. 19-34

México. Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática. *El ingreso y el gasto público en México*. México: INEGI, ediciones 1994 y 1995.

México. Presidencia de la República. *Crónica del gobierno de Carlos Salinas de Gortari, 1988-1994*. México: FCE, 1992-1994. 8 vol.

México. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. *Estadísticas económicas y financieras. Cuaderno de información*. Varios números.

Noyola, Pedro y Armando González. "México y la apertura internacional" en *Foro Internacional*. Vol. XXXIV, no. 4, oct-dic de 1994. pp. 609-625

Ojeda, Mario. "El cambiante contexto internacional a finales del segundo milenio" en Carlos Arriola (comp.) *Testimonios sobre el TLC*. México: Porrúa, 1994. pp. 15-21

Oliveri, Ernest. *Latin America Debt and the Politics of International Finance*. Wesport: Praeger, 1992. 235 pp.

Ortiz, Guillermo. "México después de la crisis de la deuda" en Carlos Bazdresch, et al. (comp.) *op. cit.* Vol. 2, pp. 128-166

Pastor, Robert. *El remolino. Política exterior de Estados Unidos hacia América Latina y el Caribe*. México: siglo XXI, 1995. 318 pp.

Rosenzweig, Fernando. *Pasado y presente de la deuda externa de México*. México: Instituto de investigaciones Dr. José Ma. Luis Mora, 1988. 207 pp.

Rotberg, Eugene H. "Enfoques institucionales para el alivio de la deuda" en Dornbusch, Making y Zlowe (comp.) *op. cit.* pp. 95-99

Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco. *The Collapse of the Mexican Peso; What Have We Learned?* Cambridge: Harvard University, The Center for International Affairs, 1995. (Paper no. 95-7) 55 pp.

----- . "Beyond Bretton Woods" en *The Economist*. 1 de octubre de 1994. pp. 23-27

----- . "Consolidating Capitalism" en *Foreign Policy*. Vol. 98, primavera de 1995. pp. 50-64

Smith, Clint. "México y Estados Unidos: hacia una alianza económica" en Gustavo Vega (comp.) *México-Estados Unidos-Canadá. 1991-1992*. México: El Colegio de México, 1993.

Solís, Leopoldo. *Crisis económico-financiera 1994-1995*. México: El Colegio Nacional, Fondo de Cultura Económica, 1996. 199 pp.

Springer, Gary y Jorge Molina. "The Mexican Financial Crisis: Genesis, Impact, and Implications" en *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*. Vol. 37, Summer 1995. pp. 57-81

Torres, Blanca (coord.) *Interdependencia? Un enfoque útil para el análisis de las relaciones México-Estados Unidos?* México: El Colegio de México, 1990. 310 pp.

Van Wijnbergen, Sweder. "La restructuración de la deuda externa de México en 1989-1990" en Carlos Bazdresch, et al. (comp.) *op. cit.* Vol. 2. pp. 323-384

Vega Cánovas, Gustavo. "México, 1988-1944: restructuración económica, crisis y evolución futura del libre comercio en América del Norte" en *Foro Internacional*. V. XXXIV, no. 4, octubre-diciembre de 1944. pp. 729-753.

Villarreal, René. "Deuda externa y política de ajuste, el caso de México 1982-1986" en Stephany Griffith-Jones (comp.) *op. cit.* pp. 42-67

Welch, John H. "The New Face of Latin America: Financial Flows, Markets and Institutions in the 1990's" en *Journal of Latin American Studies*. Vol. 25, primera parte, febrero de 1993. pp. 1-24

Williamson, J. W. *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics, 1990.

Wilson, Graham. "The Clinton Administration and Interest Group" en Colin Campbell y Bert A. Rockman (ed.) *op. cit.* pp. 212-233

Zebadúa, Emilio. "Del Plan Brady al TLC: la lógica de la política exterior mexicana, 1988-1944" en *Foro Internacional*. V. XXXIV, no. 4, octubre-diciembre de 1994. pp. 626-651.

INDICE

Introducción.	1
I. El sistema financiero internacional	6
1. Características.	6
2. La crisis internacional de la deuda externa.	13
3. Evolución del sistema financiero.	20
a) La primera etapa. El ajuste por medio de la austeridad.	20
b) La segunda etapa. El ajuste por medio del crecimiento. El Plan Baker.	31
c) La tercera etapa. El ajuste por medio de reducciones. El Plan Brady.	37
II. La herencia de la crisis y el perfil de la deuda al inicio de la administración de Carlos Salinas.	46
1. La crisis de la deuda 1982-1988.	46
a) El inicio de la crisis.	46
b) El primer paquete de rescate: 1982-1983.	49
c) El segundo paquete de rescate: 1984-1985.	50
d) El tercer paquete de rescate: 1986-1987.	51
e) Conclusión.	53
2. La restructuración de la deuda: 1989-1990.	55
a) El entorno internacional.	55
b) Las negociaciones.	58
c) Conclusión.	61
3. Las políticas de ajuste interno.	63
a) Antecedentes: 1982-1987.	63
b) Estabilización macroeconómica: 1988-1991.	68
c) Aspectos estructurales.	71
d) Conclusión.	73
4. La política de financiamiento público externo: 1988-1991.	75
a) Instrumentos derivados del Paquete Financiero: 1989-1990.	76
b) Créditos bilaterales y multilaterales.	78
c) Nuevos esquemas de financiamiento.	79
d) Conclusión.	80

III. La nueva fase del sistema financiero internacional.	83
1. El auge financiero: 1990-1995.	83
a) El cambio en las percepciones.	83
b) Las tendencias en los mercados internacionales de capital.	86
c) Los flujos de capital.	91
2. Los nuevos esquemas de financiamiento.	93
a) Préstamos de la banca comercial.	93
b) Préstamos oficiales.	95
c) Repatriación de capitales.	95
d) Inversión extranjera directa.	96
e) Inversión de cartera.	97
f) Emisión de bonos.	99
3. Los nuevos desafíos.	101
a) Las transformaciones en la administración del sistema financiero internacional.	101
b) Los desafíos para los países receptores.	105
IV. Del endeudamiento clásico a la "economía de casino".	112
1. Las complicaciones políticas.	112
a) El escenario internacional.	112
b) Las complicaciones políticas internas.	115
2. La situación económica en 1992-1994.	116
a) Estabilización macroeconómica.	116
b) Aspectos estructurales.	120
c) La descomposición económica.	121
3. La política de financiamiento: 1991-1994.	127
a) Flujos netos de capital.	127
b) Esquemas de financiamiento.	128
4. Corolario.	135
Conclusión.	143
Bibliografía	148