EL CRÉDITO PÚBLICO
EN LA HISTORIA HACENDARIA
DE MÉXICO

EL CRÉDITO PÚBLICO EN LA HISTORIA HACENDARIA DE MÉXICO

SUS PROTAGONISTAS Y SU ENTORNO

SHCP
SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

José Antonio Meade Kuribreña
Secretario de Hacienda y Crédito Público

Gerardo Rodríguez Regordosa
Subsecretario de Hacienda y Crédito Público

José Antonio González Anaya
Subsecretario de Ingresos

Carlos Alberto Treviño Medina
Subsecretario de Egresos

Javier Laynez Potisek
Procurador Fiscal de la Federación

Irene Espinosa Cantellano
Tesorera de la Federación

Luis Miguel Montaño Reyes
Oficial Mayor

SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO

Gerardo Rodríguez Regordosa
Concepto y coordinación general

Federico Rubli Kaiser
Dirección editorial

Luisa Obrador Garrido Cuesta
Gabriela Buenrostro Ortega
Coordinación administrativa

Contenido

Gustavo A. del Ángel Mobarak
Textos e investigación

Lorena Pérez Hernández
Investigación de archivos

Alejandro Herdocia Valencia
Fotografía

Trilce Ediciones

Déborah Holtz
Juan Carlos Mena
Edición, diseño y supervisión editorial

Germán Montalvo
César Susano
Diseño

Julio Gallardo Sánchez
Edición de textos

Ramón Meza
Revisión de textos

Germán Gómez López
Investigación iconográfica

Jorge Bustamante
Retoque de imagen

Fernando Islas
Mario Fernández
Apoyo gráfico

Talleres de Impresión de
Estampillas y Valores, T.I.E.V.
Impresión

Agradecimientos

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) agradece la participación en este proyecto editorial a:

Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR)

Banco de México (BM)
Subgerencia de Coordinación de Archivos

Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada (SHCP)

Fondo Histórico Antonio Ortiz Mena (SHCP)

Nacional Financiera (NAFIN)

Respecto a los archivos consultados para las imágenes, Trilce agradece a:

Agence France Presse

Archivo General de la Nación

Fideicomiso de los Archivos
Plutarco Elías Calles y Fernando Torreblanca

Centro de Estudios de Historia de México CARSO

Corbis

Archivo Fotográfico de *El Sol de México*

Archivo Fotográfico de *El Universal*

INAH-Sistema Nacional de Fototecas
Fototeca Nacional

Fototeca del Instituto Nacional de Estudios Históricos de las Revoluciones de México-SEP

Museo Nacional de Historia
Castillo de Chapultepec-INAH

Agencia fotográfica Newscom

Agencia fotográfica Photostock

Archivo Procesofoto

Recinto de Homenaje a
Benito Juárez en Palacio Nacional SHCP

ISBN: 978-607-430-072-7

Reservados todos los derechos.
Prohibida la reproducción total o parcial de esta obra sin la debida autorización del editor.

D.R. 2012
Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Palacio Nacional
Primer Patio Mariano
Centro Histórico
C.P. 06000
México, D.F.

Trilce Ediciones
Euler 152-403
Chapultepec Morales
C.P. 11570, México, D.F.
Tel. 5255.5804
E-mail: trilce@trilce.com.mx
www.trilce.com.mx

T.I.E.V.
Calz. Legaria 662
Col. Irrigación
Miguel Hidalgo
C.P. 11500, México, D. F.
Tel. 5557.1602

Se imprimieron
2000 ejemplares
en español en noviembre de 2012

ÍNDICE

12 **PRESENTACIÓN**
JOSÉ ANTONIO MEADE KURIBREÑA

16 **1**
EL CRÉDITO PÚBLICO EN LA HISTORIA DE MÉXICO

36 **2**
DEUDA PÚBLICA Y FORTALEZA DEL ESTADO MEXICANO

39 EL CRÉDITO PÚBLICO EN LA FORMACIÓN DE MÉXICO

47 CRÉDITO PÚBLICO EN LA ERA DE LA EXPANSIÓN LIBERAL

55 LA REVOLUCIÓN: UN NUEVO CICLO DE CRÉDITO PÚBLICO

67 EL ACUERDO FINAL A LAS VIEJAS DEUDAS MEXICANAS: LOS CONVENIOS DE 1942 Y 1946

78 **3**
LOS CIMIENTOS: EL CRÉDITO PÚBLICO ENTRE 1946 Y 1970

83 LA MONETIZACIÓN DEL AHORRO Y EL FINANCIAMIENTO INTERNO DEL SECTOR PÚBLICO

94 LA POLÍTICA DE CRÉDITO EXTERNO

102 **4**
DEL FIN DE BRETTON WOODS A LA CRISIS DE LA DEUDA DE 1982

105 EL ENTORNO INTERNACIONAL Y LA EXPANSIÓN DEL ENDEUDAMIENTO

110 CAMBIO EN LA POLÍTICA ECONÓMICA Y EN LA DINÁMICA DEL CRÉDITO PÚBLICO

118 DEL AUGE A LA CRISIS

119 LOS CAMBIOS DE PARADIGMA
OSCAR LEVÍN COPPEL

134 NO TODO TIEMPO PASADO FUE MEJOR
CARLOS SALES GUTIÉRREZ

146 ¿NOSOTROS TENEMOS UN PROBLEMA? NO, ¡AMBOS TENEMOS UN PROBLEMA!
JESÚS SILVA HERZOG FLORES

148 **5**
CRISIS Y NEGOCIACIONES

151 DEL GÓLGOTA AL APRENDIZAJE

161 EL PLAN BRADY Y EL RETORNO A LOS MERCADOS

180 LA EXPERIENCIA DE MÉXICO EN MATERIA DE DEUDA EXTERNA: RECUERDOS Y ANÉCDOTAS DE UNA REESTRUCTURACIÓN EXITOSA
JOSÉ ÁNGEL GURRÍA TREVIÑO

185 LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

186 POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO PÚBLICO BAJO CRISIS Y ESTABILIZACIÓN: 1988-1991
CARLOS RUIZ SACRISTÁN

191 MI EXPERIENCIA EN LA GESTIÓN DE LA DEUDA EXT ERNA DE MÉXICO
ENRIQUE VILATELA RIBA

195 LA CRISIS DE 1994-1995

196 EL CONCEPTO DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DE LA BANCA DE DESARROLLO
CARLOS HURTADO LÓPEZ

200 ¡OJALÁ VIVAS EN TIEMPOS IN ERESANTES!
JORGE ESPINOSA DE LOS REYES DÁVILA

206 TRES DESAFIANTES MESES
JONATHAN DAVIS ARZAC

212 LA CRISIS FINANCI ERA DE DICIEMBRE DE 1994
MARTÍN WERNER WAINFELD

223 SENTANDO LAS BASES PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO INTERNO DE DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO
CARLOS GARCÍA MORENO ELIZONDO

227 MI PASO POR LA DIRECCIÓN GENERAL DE CRÉDITO PÚBLICO
CARLOS MENDOZA VALENCIA

230 **6**
EL CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA ADMINISTRACIÓN DE PASIVOS DEL GOBIERNO FEDERAL

235 EL CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL

239 LA SUSTITUCIÓN DE DEUDA EXTERNA Y LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO LOCAL
GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA

255 EL PROCESO DE RECONFIGURACIÓN DEL CRÉDITO PÚBLICO

258 LOS BONOS BRADY : UN CAPÍTULO EN LA HISTORIA DEL CRÉDITO PÚBLICO EN MÉXICO
ANDRÉS CONESA LABASTIDA

262 UN EJEMPLO DE INNOVACIÓN: CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA EN LOS BONOS MEXICANOS
ALONSO GARCÍA TAMÉS

271 AMPLIO ACCESO A DIVERSAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN CONDICIONES DE TASA Y PLAZO NUNCA ANTES VISTAS
ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

275 REFLEXIÓN FINAL

279 **REFERENCIAS**

A LO LARGO DE LA HISTORIA ECONÓMICA MODERNA DE MÉXICO, EL MANEJO DEL CRÉDITO PÚBLICO HA SIDO UN INSTRUMENTO FUNDAMENTAL PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO. AL IGUAL QUE EL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL, LA ESTRATEGIA PARA EL MANEJO DE LA DEUDA PÚBLICA Y SUS INSTRUMENTOS HAN IDO EVOLUCIONANDO A TRAVÉS DEL TIEMPO.

PRESENTACIÓN

JOSÉ ANTONIO MEADE KURIBREÑA
Secretario de Hacienda y Crédito Público

El crédito público, como cualquier herramienta de política pública, debe utilizarse con responsabilidad y disciplina. Si bien la historia muestra que en general el crédito público se ha utilizado de manera responsable, es necesario reconocer que hubo episodios en los que se abusó de esta herramienta, lo que condujo a crisis financieras, de balanza de pagos y episodios inflacionarios que fueron superadas con firmeza, destreza, ingenio y, hay que mencionarlo, no pocas veces con el apoyo de organismos financieros internacionales y los mismos acreedores externos.

La relevancia del crédito público en el entorno económico nacional estriba en la estrecha interacción entre éste y las demás herramientas de política económica. Como se ha podido observar recientemente en nuestro país, una estructura sólida de pasivos públicos puede funcionar como un buen amortiguador ante un deterioro en el entorno económico y financiero internacional. Por el contrario, una estructura frágil de deuda pública puede amplificar los choques externos, provocando una crisis financiera generalizada y una espiral de deterioro de las finanzas públicas.

Es importante destacar que un manejo adecuado de la deuda pública requiere de un marco de responsabilidad fiscal, un sistema bancario fuerte, una política cambiaria congruente con el desarrollo de los mercados financieros y una política monetaria transparente y predecible.

Las dificultades que México ha enfrentado en el pasado para tener un manejo adecuado y eficiente de la deuda y las finanzas públicas nos ha llevado a modificar el marco legal e institucional de nuestro sistema financiero, monetario y de política fiscal. Es así como la autonomía del Banco de México, las reformas al sistema bancario y a la Banca de Desarrollo, la disciplina fiscal adoptada con la nueva Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria y las reformas a los sistemas de pensiones, han contribuido para alcanzar y mantener la solidez económica y financiera con la que actualmente cuenta nuestro país.

Estas reformas, en particular las de pensiones de los trabajadores afiliados al IMSS desde 1997 y al ISSSTE desde 2008, fueron fundamentales para superar el paradigma de las economías emergentes de no poder tener acceso a financiamiento de largo plazo en moneda local. Con ello, se eliminó la dependencia del ahorro externo para financiar la inversión pública y privada. La mayor disponibilidad de ahorro financiero interno sentó las bases del desarrollo del mercado de deuda gubernamental a largo plazo en pesos y detonó una ola de innovación financiera sin precedente que amplió las oportunidades de financiamiento del sector público y privado. Gracias a ello, hoy México cuenta con una curva de tasas de interés en pesos que se extiende hasta 30 años y un plazo promedio de la deuda interna superior al promedio de las economías de la OCDE. La deuda pública afortunadamente ha dejado de ser un factor de vulnerabilidad de nuestra economía y más bien se ha establecido como un referente internacional de buenas prácticas. Esto ha permitido que en la actualidad tanto el sector público como privado tengan acceso al financiamiento interno y externo a las tasas de interés más bajas y a los plazos más largos de la historia. Esto comprueba que una política de crédito público bien manejada abre la puerta al financiamiento de toda la economía.

Desde los bonos ferrocarrileros y los bonos oro emitidos a principios del siglo XX hasta la emisión más reciente de bonos a 100 años y el lanzamiento del programa *cetesdirecto*, México cuenta con una historia del crédito público llena de enseñanzas y protagonizada por grandes personajes.

Es importante resaltar que los técnicos y funcionarios que a lo largo de varias décadas han pasado por las áreas de crédito público de la Secretaría de Hacienda han constituido un semillero invaluable de capital humano, tanto al interior de la Secretaría como en otras áreas del gobierno e incluso en el sector privado. No son pocos los que han alcanzado una formación profesional completa en estas áreas. Desde hábiles negociadores que tuvieron que conducir diversos procesos de reestructura hasta los funcionarios que más recientemente han tenido una contribución sobresaliente al evitar las crisis que recurrentemente habían aquejado a nuestro país.

Muchos de ellos han llegado a ser designados subsecretarios y secretarios de Estado en distintas dependencias, e incluso en el caso de Miguel de la Madrid, éste llegó a ocupar la Presidencia de la República. Debe recalcarse que la profesionalización de los cuadros hacendarios ha permitido acumular a lo largo de la historia un aprendizaje irremplazable en el manejo del crédito público. Esto no es común en todos los países y es parte de la fortaleza institucional del gobierno de México.

Sentar las bases para un desarrollo sólido de la economía mexicana a través de forjar estabilidad mediante un manejo y gestión eficaz de la política de endeudamiento público ha sido posible gracias a la labor responsable de sus protagonistas, en particular los que han ocupado la titularidad de la Dirección General (más tarde Jefatura de Unidad) de Crédito Público. Quiero agradecer a los 16 titulares de Crédito Público en vida, por haber accedido a escribir un testimonio para incluirlo en el presente libro. Todos ellos están enumerados en el cuadro adjunto donde se identifica el periodo en el cual ejercieron esa responsabilidad. Entre todos cubren 42 años de gestión en nuestro país. Asimismo, un agradecimiento a Gustavo del Ángel Mobarak por la autoría del texto, producto de una diligente investigación.

Este libro que el lector tiene en sus manos se elaboró precisamente para resaltar la importancia y documentar de manera detallada la historia reciente del crédito público en México, contada a partir de sus protagonistas y su entorno. Nos brinda también la oportunidad de homenajear en vida a los 16 titulares que han tenido tan importante cargo, pero también nos permite reconocer a los muchos otros que a lo largo de la historia contribuyeron al manejo eficaz del crédito público en nuestro país.

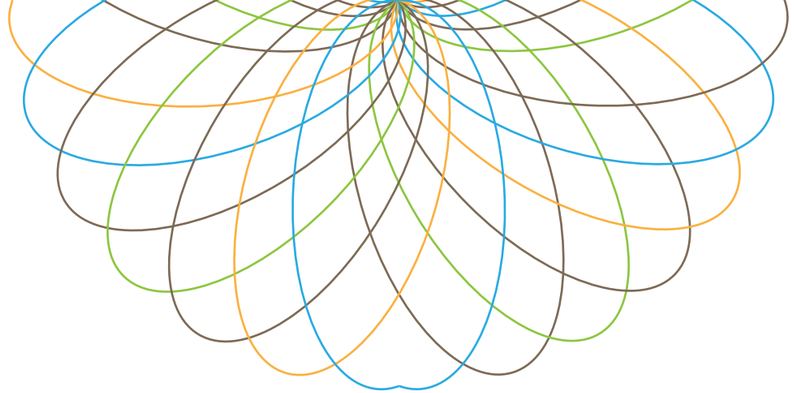
México, D.F., noviembre de 2012

TITULARES DE CRÉDITO PÚBLICO, 1970-2012

Jesús Silva Herzog Flores	1970-1972, 1978-1979
Oscar Levín Coppel	1979-1982
Carlos Sales Gutiérrez	1982
José Ángel Gurría Treviño	1982-1988
Carlos Ruiz Sacristán	1988-1991
Carlos Hurtado López	1992
Enrique Vilatela Riba	1992-1993
Jorge Espinosa de los Reyes Dávila	1993-1994
Jonathan Davis Arzac	1994-1995
Martín Werner Wainfeld	1995-1996
Carlos Mendoza Valencia	1997
Carlos García Moreno Elizondo	1997-2000
Alonso García Tamés	2000-2003
Andrés Conesa Labastida	2003-2004
Gerardo Rodríguez Regordosa	2005-2011
Alejandro Díaz de León Carrillo	2011-2012

EL CRÉDITO PÚBLICO EN LA HISTORIA DE MÉXICO

UNO DE LOS PILARES DE LA FORTALEZA DE UN GOBIERNO ES EL BUEN MANEJO DE SU DEUDA. UN GOBIERNO CON UNA GESTIÓN ADECUADA DE SUS PASIVOS TIENE CAPACIDAD PARA RECURRIR A LOS MERCADOS FINANCIEROS CON FACILIDAD Y EN CONDICIONES CONVENIENTES.



Esa capacidad financiera se traduce en estabilidad política y mayores posibilidades de acción. Pero a su vez, esa estabilidad y potencial para actuar apropiadamente contribuyen a la buena reputación de un gobierno en los mercados financieros. Este círculo virtuoso, sin embargo, no ha sido la norma en la historia mundial, porque ello requiere de al menos tres componentes esenciales. El primero es la profesionalización de los cuadros hacendarios, principalmente en su capacidad para diseñar soluciones técnicas a las necesidades financieras del Estado, así como para sostener la buena reputación y la credibilidad de las finanzas públicas. El segundo es el compromiso del Estado por mantener una disciplina presupuestaria, así como macroeconómica sana y estable. El tercero, es contar con un entorno nacional e internacional que contribuya a la eficaz conjunción de los elementos anteriores.

México, al igual que muchos países, ha experimentado largos episodios en los que la deuda, interna y externa, ha estado asociada a la inestabilidad económica del gobierno y por lo tanto de todo el país. No obstante, en los últimos quince años, el crédito público se ha convertido en área de oportunidad y una fuente de estabilidad de las finanzas públicas. Esto ha obedecido a la conjunción adecuada de esos dos componentes, la presencia estable de cuadros hacendarios profesionales, lo cual ha sido una constante en la historia de México, con el mantenimiento de una macroeconomía estable. Además, en los últimos años se ha desarrollado explícitamente una estrategia de mediano y largo plazo para el manejo de los pasivos del gobierno. Esa transformación hace que sea pertinente documentar la experiencia mexicana y su lugar en la historia ante los acontecimientos actuales que vive el sistema financiero mundial, principalmente en los países europeos.

Este libro se centra en las últimas cuatro décadas de la historia del crédito público y en particular trata de situar los desarrollos de los últimos quince años en una perspectiva de largo plazo. Para poder ubicar esos cuarenta años en su dimensión histórica, se hace un recuento de la historia del crédito público desde que México es una nación independiente.

Dado que este tema es extremadamente amplio, el libro enfatiza los principales retos que en materia de crédito público ocuparon la mayor atención de la Secretaría de Hacienda, así como aquellos que han tenido un impacto y un significado particularmente importante en la economía y la vida del país. Para este propósito, se ha buscado plasmar la visión de los protagonistas de la política de crédito público.

UN ALIADO FUNDAMENTAL DE LA SECRETARÍA DE HACIENDA PARA EL BUEN MANEJO DE LA POLÍTICA DE CRÉDITO PÚBLICO HA SIDO Y ES EL BANCO DE MÉXICO. ASPECTO DE LA SEDE DEL BANCO CENTRAL EN LA CIUDAD DE MÉXICO.

VISTA PANORÁMICA DE LA FACHADA DE PALACIO NACIONAL. DURANTE EL GOBIERNO DE PLUTARCO ELÍAS CALLES SE CONSTRUYÓ EL TERCER NIVEL DEL EDIFICIO EN LA DÉCADA DE LOS AÑOS VEINTE. PALACIO NACIONAL HA SIDO, DESDE EL GOBIERNO DE JUÁREZ, SEDE DE LA SECRETARÍA DE HACIENDA. ARCHIVO FERNANDO TORREBLANCA-PLUTARCO ELÍAS CALLES. COLECCIÓN FOTOGRÁFICA DE JESÚS H. AVITIA.

Este libro está escrito a partir de un análisis de los estudios más representativos y reconocidos en el tema, así como una investigación archivística y de revisión de documentos oficiales. Pero el ejercicio más importante y novedoso es la participación directa de los protagonistas de esta historia a través de entrevistas y de colaboraciones directas. Con este fin, ha sido esencial incluir testimonios de los titulares de la oficina de crédito público en la Secretaría de Hacienda. Este ejercicio de reflexión contribuye a entender las preocupaciones, ideas y el entorno de los funcionarios ante las diversas coyunturas de la historia hacendaria de México.

Como principales protagonistas del crédito público, se ha acotado una tríada de funcionarios compuesta por el Secretario de Hacienda y Crédito Público, el Subsecretario de Hacienda y el titular de la oficina de Crédito Público (por muchos años fue Dirección General, hoy Unidad de Crédito Público. Al final del presente capítulo se incluye una lista de los funcionarios que integran la tríada mencionada dividida por sexenios para el periodo 1958-2012). Siendo la oficina de crédito público el operador financiero del Gobierno Federal, sus titulares han enfrentado un alto nivel de responsabilidad y de compenetración en el medio gubernamental. A lo largo de la historia en este libro se apreciará cómo esa posición ha sido clave para las finanzas públicas y el paso obligado de muchos subsecretarios y secretarios de Estado.

Esa tríada no ha operado por sí sola la política del crédito público, ya que está vinculada con prácticamente todo el sector público. En primer lugar, el Banco de México, como agente financiero del gobierno, es otro de los protagonistas de la historia. El banco central ha sido por definición conceptual, estructura legal y normativa, así como por una larga historia de transmisión de cuadros profesionales, el principal aliado estratégico de la Secretaría. En la misma Secretaría de Hacienda, la historia de las funciones de crédito público es impensable sin la coordinación con áreas como la Oficina de Planeación Hacendaria con la cual se definen los requerimientos financieros del gobierno. También es necesaria la coordinación con otras entidades y organismos financieros del Gobierno Federal, así como sus órganos reguladores. Y desde luego la continua relación con el Congreso de la Unión.

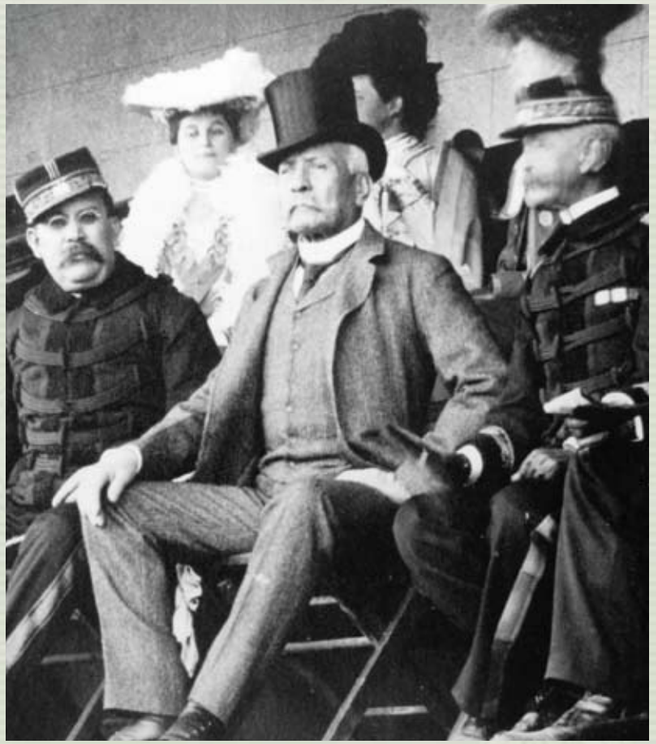
De igual forma, los actores del sistema financiero mexicano privado han sido un acompañante indispensable del gobierno en esta historia, ya sea como contrapartes en el financiamiento público, como en el desarrollo de instrumentos y en la retroalimentación que tienen con el gobierno para nuevos mecanismos y estrategias.

Esta historia parte de la noción de que un manejo adecuado de los pasivos financieros de un gobierno es un componente de su fortaleza. Para autores como Schultz y Weingast (1996) y Stasavage (2011 y 2003), a lo largo de la historia del mundo occidental, el buen manejo de las

finanzas públicas y el desarrollo apropiado de los mercados de deuda gubernamental han sido indispensables para la estabilidad de los estados, así como para la consolidación de los regímenes democráticos. La democracia, por su parte, provee de mecanismos de rendición de cuentas y de transparencia indispensables para que el crédito público sea conducido de la mejor manera posible.[1]

Pero ese buen manejo requiere de dos condiciones *sine qua non* que arriba se mencionaron: una de ellas es la permanencia de cuadros profesionales en el manejo del crédito público, tanto por la necesidad de tener soluciones técnicas para los retos que se enfrentan como por la importancia de mantener un gobierno con buena reputación y credibilidad en el manejo de su deuda. Otra condición es que las finanzas públicas sean sanas, conduciendo a una macroeconomía estable.

La historia de México y de América Latina muestra que esa ecuación se cumplió, en resultado más perverso, a lo largo del siglo XIX y una parte del siglo XX. Marichal en su obra clásica, *A Century of Debt Crises in Latin America* (1989), argumenta que la naturaleza del crédito público y su estructura técnica no debe dejar de lado el hecho de que a lo largo de la historia de los países, ese financiamiento ha sido siempre un instrumento de los gobiernos para alcanzar un conjunto variado de objetivos económicos, políticos, militares y sociales. Pero la inestabilidad política de los gobiernos, así como estructuras pobres de rendición de cuentas, estuvieron asociadas a largas historias de sobreendeudamiento, interno y externo, que a su vez debilitaron a los estados nación.[2]



TRAS CASI UN SIGLO DE INCERTIDUMBRE FINANCIERA, FUE HASTA EL PERIODO DEL PRESIDENTE PORFIRIO DÍAZ CUANDO MÉXICO ALCANZÓ LA ESTABILIDAD ECONÓMICA Y NUEVO ACCESO A LOS MERCADOS DE CRÉDITO INTERNACIONALES.

[1] Véanse Schultz y Weingast, 1996, *The Democratic Advantage: The Institutional Sources of State Power in International Competition*; Stasavage, 2011, *States of Credit: Size, Power, and the Development of European Polities* y 2003, *Public Debt and the Birth of the Democratic State: France and Great Britain, 1688-1789*.

[2] Marichal, 1989, *A Century of Debt Crises in Latin America. From Independence to the Great Depression 1820-1930*, p. 8; Marichal, 1997, "Obstacles to the development of capital markets in Mexico".

CERTIFICADO POR MENOS DE 100 ACCIONES

CERTIFICATE FOR LESS THAN 100 SHARES

FERROCARRILES NACIONALES DE MÉXICO

NÚMERO

Nº R 56585

ACCIONES

-1- Shares

2% TITRES ETRANGERS 19 PARIS 10 1926

ACCIONES DE PRIMERA PREFERENCIA
300,000 ACCIONES
ACCIONES DE SEGUNDA PREFERENCIA
1,250,000 ACCIONES
ACCIONES COMUNES 750,000

FIRST PREFERRED STOCK
300,000 SHARES
SECOND PREFERRED STOCK
1,250,000 SHARES
COMMON STOCK 750,000 SHARES

NATIONAL RAILWAYS OF MEXICO

2% TITRES ETRANGERS 19 PARIS 10 1926

Certificamos por el presente: que el portador es propietario de

UNA ACCIÓN

...da una por valor á la par de 200 pesos mexicanos de oro ó 100 dólares en moneda de oro de los Estados Unidos de América, de las ACCIONES DE SEGUNDA PREFERENCIA *de la Compañía* FERROCARRILES NACIONALES DE MÉXICO *(que en lo de adelante se denomina la Compañía). Este certificado es transferible mediante su entrega; pero podrá ser canjeado, al entregarlo con todos los cupones de dividendos que no hayan sido pagaderos antes de la entrega, en la oficina de la Compañía en la Ciudad de México, D.F. ó en la Ciudad de Nueva York, Estados Unidos de América, por un certificado nominativo por igual número de acciones. Los dividendos sobre dichas acciones están representados por los cupones anexos y sólo se pagarán, cuando y como sean declarados, al tenedor de ellos, á la presentación y entrega de los mismos, á medida que vayan siendo pagaderos. De tiempo en tiempo y según vaya siendo necesario, se emitirán y anexarán á este certificado hojas adicionales de cupones, sin costo para su tenedor. Dichos dividendos y en caso de liquidación, las sumas distribuibles al tenedor de este certificado, son pagaderos, á su elección, al cambio fijo de dos pesos mexicanos de oro por cada un dólar, ya sea en la Ciudad de México, D.F. ó en la Ciudad de Nueva York, Estados Unidos de América, en moneda de oro de los Estados Unidos; en ambos casos del peso y ley existentes el día primero de Julio de 1907 y sin deducción alguna por razón de cualquier impuesto que sobre su importe tuviere que pagar ó que deducir la Compañía, conforme á cualquiera ley presente ó futura de la Federación ó de cualquier Estado ó Municipalidad de los Estados Unidos Mexicanos. Respecto á los derechos de los tenedores de Acciones de Segunda Preferencia, se hace referencia al Decreto del Ejecutivo Federal de los Estados Unidos Mexicanos, de 6 de Julio de 1907, de conformidad con el cual se ha organizado la Compañía, y que en la parte relativa se inserta en este certificado. Este certificado no es válido á menos que sea refrendado por el Agente de Traspasos y el Registrador.*

En testimonio de lo cual, la Compañía ha hecho que su sello oficial sea puesto en el presente certificado, que firman el Presidente ó uno de los Vicepresidentes y el Secretario ó uno de los Secretarios Auxiliares de la Compañía.

This Certifies that the Bearer is the owner of

ONE SHARE

each of the par value of two hundred Mexican Gold Pesos or one hundred dollars, gold coin of the United States of America, in the SECOND PREFERRED STOCK *of* FERROCARRILES NACIONALES DE MÉXICO *(hereinafter termed the Company). This certificate is transferable by delivery but may be exchanged on surrender thereof with all dividend warrants not theretofore payable, at the office of the Company in Mexico, D.F. or in the City of New York, for a nominative certificate for a like number of shares. The dividends on said shares are represented by the annexed dividend warrants and shall be payable when and as declared only to the holder thereof upon presentation and surrender thereof as they respectively become payable. Additional dividend warrant sheets will be from time to time issued without expense to the holder of this certificate, to be attached hereto as required. Said dividends, and, in case of liquidation, the amounts distributable to the holder of this certificate, are payable, at the option of the holder, at the fixed exchange of two Mexican gold pesos to the dollar, either in the City of Mexico in Mexican gold pesos, or in the City of New York, U.S.A., in United States gold coin, in each case of the standard existing on the first day of July 1907, and in either case without deduction for any tax which the Company may be required to pay thereon or deduct therefrom under any present or future law of the United States of Mexico or any state or municipality therein. For the rights of the holders of the Second Preferred Stock reference is made to the Decree of the Federal Executive of the United States of Mexico, dated July 6, 1907, pursuant to which the Company is organized and extracts from which are endorsed hereon. This certificate is not valid unless countersigned by the Transfer Agent and the Registrar.*

In Witness Whereof the Company has caused its corporate seal to be hereunto affixed and this certificate to be signed by its President or one of its Vice-Presidents, and by its Secretary or one of its Assistant Secretaries.

ATTEST:

FERROCARRILES NACIONALES DE MÉXICO

by

MAY 21 1910

REGISTERED THE GUARANTY TRUST COMPANY OF NEW YORK AT THE CITY OF NEW YORK REGISTRAR.

ASST. SECR. For the Sec.

COUNTERSIGNED THE FERROCARRILES NACIONALES DE MÉXICO AT THE CITY OF NEW YORK

MAY 21 1910

by James Orpin

ASSISTANT TRANSFER A...

DECENAS TENS UNIDADES UNITS

1 2 3 4 5 6 7 8 9 0

EL REGRESO DEL PAÍS A LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES FUE EN JULIO DE 1963, CON LA PRIMERA COLOCACIÓN INTERNACIONAL DE BONOS MEXICANOS...

En la historia de México, la fortaleza del Estado mexicano era afectada por el constante suplicio que enfrentó con sus acreedores, internos y externos, a lo largo del siglo XIX. Fue hasta el ordenamiento de las finanzas públicas del gobierno porfiriano que se logró un nuevo acceso a los mercados de crédito internacionales, así como el desarrollo y la institucionalización de un mercado de crédito local. Pero ello fue en un entorno de instituciones públicas frágiles, las cuales fueron insuficientes para mantener en orden el crédito público cuando éste sucumbió ante la inestabilidad política de la Revolución de 1910. El gobierno de México sufrió los avatares de la carga de la deuda, de un nulo acceso a los mercados financieros internacionales y de un sistema financiero local desmembrado. Fue hasta la consolidación política del gobierno posrevolucionario acompañado de la formación de instituciones financieras públicas y del reordenamiento del sistema financiero, y consecuentemente con una conducta sistemáticamente creíble en las finanzas públicas, que el gobierno pudo restablecer una relación con los mercados financieros internacionales e iniciar el desarrollo de fuentes internas de financiamiento. Ello culminó con las negociaciones de 1942 y 1946 de la deuda externa mexicana, las cuales fueron un parteaguas en la evolución del crédito público en México, y se consideran de las más favorables realizadas por cualquier país latinoamericano en esa época.[3] Esta historia se explica en el capítulo dos de este libro.

En el capítulo tres se explica cómo a partir de entonces el gobierno construyó un sistema de financiamiento interno y, ante la prudencia con la que llevó a cabo el endeudamiento externo, se constituyó como un sujeto de crédito sumamente atractivo para los mercados financieros internacionales. Uno de los aspectos más importantes del periodo que va de finales del sexenio de Lázaro Cárdenas a principios de los años setenta, fue que el Estado mexicano cimentó un sistema de financiamiento interno que le permitiera obtener recursos sin tener que recurrir a mecanismos inflacionarios, o bien, a la dependencia de crédito del exterior. Indudablemente esta elección de política económica tuvo que ver con las experiencias de los breves, empero agrios, episodios inflacionarios de las primeras décadas del siglo XX, así como con la carga que representó para el Estado mexicano la deuda externa por más de un siglo. Más allá de ese aprendizaje de la historia, era parte de una estrategia de modernización de la economía mexicana. Ya que por un lado esto fue de la mano con la profundización y desarrollo del sistema financiero mexicano. Por otro, con el desarrollo de una infraestructura institucional de financiamiento al gobierno, principalmente a través de la actuación del banco central. El regreso del país a los mercados financieros internacionales fue en julio de 1963 con la primera colocación internacional, en muchos años, de bonos mexicanos.

La década de los años setenta, durante los sexenios de los presidentes Luis Echeverría Álvarez y José López Portillo, se identifica con una experiencia de alto endeudamiento público externo. Esta historia se explica en el capítulo cuatro. Este fenómeno debe explicarse a la luz del entorno nacional e internacional. El creciente endeudamiento externo que se experimentó durante esa década tiene fundamentalmente dos orígenes. La causa a la que se hace mención de forma más recurrente es la necesidad de buscar

[3] Marichal, 2003, "Deuda externa y política en México".

LA DÉCADA DE LOS AÑOS SETENTA DEL SIGLO PASADO ES RECORDADA COMO UN DECENIO DE ALTO ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EXTERNO. EL PRESIDENTE ELECTO JOSÉ LÓPEZ PORTILLO Y LUIS ECHEVERRÍA ÁLVAREZ DURANTE EL DESFILE, DESPUÉS DE LA TOMA DE PROTESTA, EL 1 DE DICIEMBRE DE 1976. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL SOL DE MÉXICO*. FONDO PERSONAJES.

fuentes para financiar el déficit público, el cual fue aumentando ante una política de expansión del gasto e inversión públicos. La segunda causa se refiere al comportamiento de la oferta internacional de financiamiento. Ambas causas no pueden desvincularse del hecho de que la riqueza petrolera del país fue percibida, por los mexicanos y los mercados internacionales, como una fuente importante de liquidez gubernamental.

En ese capítulo se explica la política de crédito público en esos años, enfocándose en los grandes problemas que se enfrentaron. El primero es justamente la creciente oferta de financiamiento externo en el marco de una política de expansión del gasto público. El segundo, es el arranque de mecanismos de mercado para el financiamiento interno del gobierno, como fueron los Cetes, cuya introducción constituyó un hito en la historia del crédito público y la conducción de la política macroeconómica. El capítulo concluye con el estallido de la crisis de la deuda externa de 1982.

La crisis de la deuda latinoamericana condujo a nuevas reglas del juego para el financiamiento internacional. Así también, fue uno de los motores para replantear las ideas sobre cuáles eran las políticas más adecuadas para fomentar el desarrollo, así como considerar las consecuencias de descuidar la estabilidad macroeconómica. En la década de los años ochenta, prácticamente en todo el mundo se observó una ola de creatividad e innovación financiera para resolver el problema de la deuda. México fue un protagonista

BONDES D
BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL

CETES
CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION

BONOS
BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL CON TASA DE INTERES FIJA

UDIBONOS
BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL DENOMINADOS EN UNIDADES DE INVERSION

OFICINAS DE PALACIO NACIONAL, SEDE DE LA SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO.

relevante en el desarrollo de mecanismos de solución a la deuda externa. El capítulo cinco explica esos acontecimientos.

La reforma económica y la liberalización financiera que siguieron después de la crisis de la deuda de los años ochenta cambiaron las reglas del crédito público. Los instrumentos de mercado se hicieron más importantes en el financiamiento del gobierno. Se reforzó la innovación en mecanismos de crédito público interno, principalmente ante un marco de política económica que iba dejando atrás los instrumentos "dirigidos" como el crédito del banco central. A su vez, la historia mundial presenció un nuevo ciclo de innovación financiera y crédito externo, al igual que cien años atrás, en un entorno mundial de liberalización y globalización financiera de las llamadas economías emergentes. La innovación facilitó tomar riesgos que desembocaron en nuevas crisis internacionales, como la que estalló en México en diciembre de 1994. Ese capítulo explica el papel de las autoridades mexicanas en las negociaciones y solución de las dos grandes crisis financieras recientes de México, las de agosto de 1982 y diciembre de 1994, así como la forma en la que se gestaron esas crisis. También explica las transformaciones sustanciales que se llevaron a cabo en los mecanismos de crédito público en esos años.

El capítulo seis explica la transformación que ha experimentado el Gobierno Federal en la administración de sus pasivos desde 1997 y principalmente a partir del año 2000. En enero de 1997

se realizó el prepago final del adeudo con el Tesoro de Estados Unidos del paquete de rescate de la crisis de 1995. A su vez, en julio de ese mismo año empezaron a operar las Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores). El primero de estos acontecimientos empezaba a cerrar un difícil episodio de la historia financiera de México; el segundo era parte de un nuevo horizonte para el crédito público en el país. Hasta esos años, México había sido un ejemplo recurrente de los principales problemas que surgen ante crisis de deuda soberana, como el sobreendeudamiento (Krugman, 1988) y el llamado pecado original (Eichengreen y Hausmann, 1999). Después de la crisis de 1994 se empezó a reflexionar activamente sobre una nueva conceptualización de qué era lo deseable, lo necesario y lo posible para el crédito público en México. Esto ha cristalizado en los últimos años.

La actividad del crédito público en México ha seguido desde hace doce años una política explícita de diseño de estrategias de mediano y largo plazo para reducir el costo fiscal de la deuda gubernamental, ampliar los plazos y administrar los vencimientos, privilegiar el financiamiento gubernamental en el mercado local y para mantener un acceso pleno, pero ordenado, a los mercados internacionales. Esto es particularmente importante en la actualidad, ya que de los años noventa a la fecha, se ha experimentado una serie consecutiva de crisis financieras.

Así, a partir del año 2000 ha habido un cambio estructural en la administración de la deuda del Gobierno Federal. La estrategia se fue construyendo y ha tenido como ejes a la reducción del costo del financiamiento del gobierno; el alargamiento del plazo promedio y la construcción de una curva de rendimiento con plazos mayores; diversificación de plazos y monedas; reforzar la disponibilidad y el acceso a los mercados; privilegiar el financiamiento del gobierno en el mercado interno, ya sea con inversionistas institucionales del país o extranjeros, manteniendo el acceso al mercado externo y en otras divisas como complemento. Para ello ha sido importante llevar a cabo operaciones de compra, canje y sustitución de deuda congruentes con esa estrategia. También ha sido necesario mejorar la transparencia en la información, así como mantener comunicación sistemática con el mercado, producir información adaptada a los ciclos del mismo, y trabajar con reglas que conduzcan a mayor predictibilidad en las acciones y reputación del gobierno como emisor.

El fortalecimiento de la estructura de la deuda ha permitido reducir el costo financiero con una tendencia estable, lo cual ha contribuido a la fortaleza de las finanzas públicas en el mediano y largo plazo. Este manejo de pasivos del sector público es necesario para evitar que en el mediano plazo se presenten riesgos de insolvencia, como los que se observan actualmente en algunos países europeos.

El libro busca contribuir al conocimiento de la historia del crédito público. El estudio se enfoca en las principales disyuntivas que han tenido que enfrentar la Secretaría de Hacienda, y en particular los protagonistas de esta historia en materia de crédito público. Se presta atención específicamente a los pasivos financieros del Gobierno Federal; de otra forma, este libro requeriría una dimensión muchísimo mayor para poder tratar todo el conjunto de obligaciones financieras del sector público.

Un aspecto al que se ha prestado particular atención, a diferencia de mucha de la bibliografía existente, es a la evolución de los mecanismos locales de financiamiento público. Estos mecanismos son fundamentales en la maduración de las finanzas del gobierno, como bien lo aluden autores como Eichengreen (2004) y Reinhart y Rogoff (2008).[4]

Indiscutiblemente desde que México es una nación independiente a la fecha, a pocos temas económicos concretos se les ha dedicado tanta discusión de forma sistemática y recurrente como ha sido el endeudamiento público. La deuda externa del último cuarto del siglo xx, en particular la crisis que estalló en 1982, es uno de los asuntos económicos que más huella han dejado en los últimos cien años de la historia de México, en cuanto al debate público que se le dedicó y al número de

EL GOBIERNO DE JOSÉ LÓPEZ PORTILLO UTILIZÓ AL ENDEUDAMIENTO PÚBLICO PARA IMPULSAR EL DESARROLLO. EL PRESIDENTE JOSÉ LÓPEZ PORTILLO CONTEMPLA LA MAQUETA DE UN PROYECTO DURANTE UN ENCUENTRO EMPRESARIAL, 1980. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*.

CARLOS SALINAS DE GORTARI EN UN DISCURSO EN 1989 AL LADO DE ERNESTO ZEDILLO Y MANUEL CAMACHO, MIEMBROS DE SU GABINETE.

[4] Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff la llaman "historia olvidada de la deuda pública doméstica". Véase Reinhart y Rogoff, 2011, "The Forgotten History of Domestic Debt"; para México véase Hernández Trillo, 2003, *La economía de la deuda;* y Brothers y Solis, 1967, *Evolución Financiera de México*.

estudios de todo tipo que han reflexionado sobre la materia. Son contados los temas de la economía nacional que han acaparado tanta atención. Además de la cantidad innumerable de estudios publicados en México y en el extranjero, así como de su relevancia en la discusión pública, la deuda externa por muchos años fue un emblema de su tiempo, el cual formó parte de la cultura popular y del imaginario de México y de toda América Latina.

La realización de este libro ha conjuntado el trabajo de varias personas. En lo que concierne a la investigación y los testimonios que conforman el texto hay algunas a las que es ineludible expresar un agradecimiento.

La iniciativa de este libro provino directamente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en particular del Subsecretario de Hacienda, Gerardo Rodríguez Regordosa. En ello, el apoyo del Secretario de Hacienda, José Antonio Meade Kuribreña, fue indispensable. Así también la retroalimentación del titular de la Unidad de Crédito Público, Alejandro Díaz de León Carrillo.

Federico Rubli Kaiser coordinó el proceso de construcción del texto completo, incluyendo el desarrollo de los testimoniales. Para el libro fue medular la colaboración de los funcionarios y ex funcionarios entrevistados, así como de los ex responsables de crédito público que han proporcionado su testimonio a través de entrevistas y de contribuciones escritas.

José Antonio Meade, Gerardo Rodríguez, Alejandro Díaz de León y Federico Rubli mantuvieron siempre una incesante lluvia de ideas para el texto del libro. En este mismo sentido el autor de la investigación agradece las conversaciones con expertos en la materia que ayudaron a enriquecer el texto, principalmente a Sergio Negrete Cárdenas, Fausto Hernández Trillo, Carlos Marichal Salinas, Stephen Haber, Enrique Cárdenas y Jonathan Heath. Es importante señalar que el Dr. Negrete Cárdenas me permitió usar material de su investigación antes de publicarla él como libro. Enrique Cárdenas y Jonathan Heath leyeron el manuscrito y emitieron recomendaciones a modo de dictaminadores.

El apoyo del personal de la oficina del Subsecretario de Hacienda y su equipo directo fue imprescindible, en particular por el valioso apoyo de Luisa Obrador Garrido Cuesta y de Gabriela

PÁGINA ANTERIOR: DETALLE DE LOS ESCUDOS DEL FRONTISPICIO DE PALACIO NACIONAL, UBICADOS A AMBOS LADOS DEL BALCÓN PRESIDENCIAL. ARRIBA: ESCULTURA DE PEGASO EN LA FUENTE DE PALACIO NACIONAL.

Buenrostro Ortega. Asimismo del personal de la Unidad de Crédito Público ya que proporcionaron información de forma muy oportuna.

En el desarrollo de la investigación, Lorena Pérez Hernández, profesora de la UAM Iztapalapa, colaboró en la compilación y análisis de fuentes archivísticas así como de bibliografía histórica; su trabajo fue imprescindible para concretar el libro. También participaron activamente en la compilación de las fuentes bibliográficas y datos Martha Tapia Ramírez y Luis Nava. María Guadalupe Zarazúa, Josefina Cañas, Claudia Rivera y Maru González apoyaron con transcripciones de entrevistas.

También fue importante el apoyo de Víctor Manuel Espinoza, encargado del Acervo Documental Histórico del Banco de México, ya que proveyó material gráfico relevante para la edición del volumen.

Juan Carlos Mena y su equipo de Trilce realizaron la investigación iconográfica y lograron darle al libro un diseño atractivo.

La colaboración del personal de los fondos documentales de la Secretaría de Hacienda, Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada y Fondo Histórico Antonio Ortiz Mena, fue indispensable. En particular su titular, Juan Manuel Herrera Huerta y el personal que apoyó con búsqueda y digitalización de documentos históricos. La Secretaría de Hacienda y Crédito Público es depositaria de un acervo documental histórico que representa un tesoro de la nación. Este libro también busca hacer patente la memoria que se encuentra en esa riqueza documental.

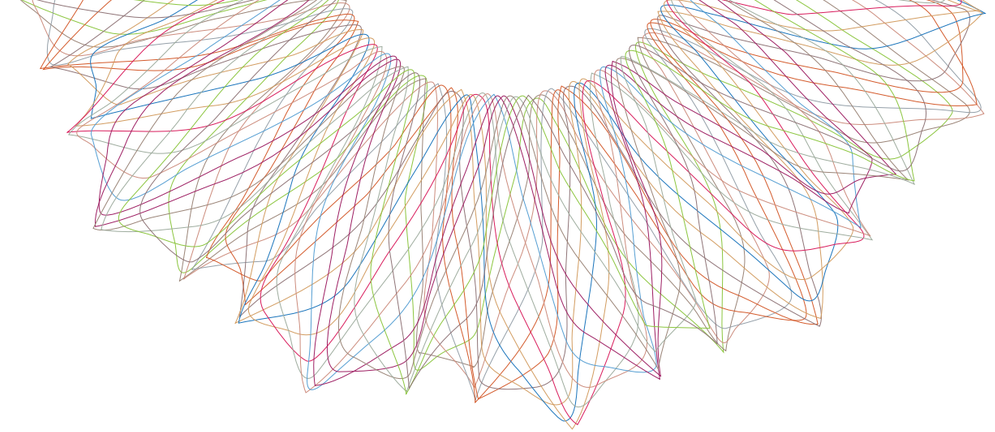
El autor de la investigación

Gustavo A. del Ángel Mobarak es Profesor Investigador del Centro de Investigación y Docencia Económicas (CIDE). Es autor de artículos y libros en México y en el extranjero, principalmente sobre la historia del sistema financiero en México. Es miembro de la Academia Mexicana de Ciencias e Investigador Nacional del SNI.

SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO, 1958 - 2012

PERIODO	SECRETARIO	SUBSECRETARIO DE HACIENDA	TITULAR DE CRÉDITO PÚBLICO
1958 - 1964: ADOLFO LÓPEZ MATEOS			
1959 - 1964	ANTONIO ORTIZ MENA	JESÚS RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ	JOSÉ SÁENZ ARROYO
1964 - 1970: GUSTAVO DÍAZ ORDAZ			
1964 - 1965	ANTONIO ORTIZ MENA	JESÚS RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ	JOSÉ SÁENZ ARROYO
1965 - 1970	ANTONIO ORTIZ MENA	JESÚS RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ	MARIO RAMÓN BETETA MONSALVE
1970	HUGO B. MARGÁIN GLEASON	JESÚS RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ	MARIO RAMÓN BETETA MONSALVE
1970 - 1976: LUIS ECHEVERRÍA ÁLVAREZ			
1970 - 1972	HUGO B. MARGÁIN GLEASON	MARIO RAMÓN BETETA MONSALVE	JESÚS SILVA HERZOG FLORES
1972	HUGO B. MARGÁIN GLEASON	MARIO RAMÓN BETETA MONSALVE	MIGUEL DE LA MADRID HURTADO
1973 - 1975	JOSÉ LÓPEZ PORTILLO Y PACHECO	MARIO RAMÓN BETETA MONSALVE	MIGUEL DE LA MADRID HURTADO
1975 - 1976	MARIO RAMÓN BETETA MONSALVE	MIGUEL DE LA MADRID HURTADO	VÍCTOR MANUEL NAVARRETE ROMERO
1976 - 1982: JOSÉ LÓPEZ PORTILLO Y PACHECO			
1977	JULIO RODOLFO MOCTEZUMA CID	MIGUEL DE LA MADRID HURTADO	GILBERTO ESCOBEDO VILLALÓN
1978 - 1979	DAVID IBARRA MUÑOZ	MIGUEL DE LA MADRID HURTADO	JESÚS SILVA HERZOG FLORES
1979 - 1982	DAVID IBARRA MUÑOZ	JESÚS SILVA HERZOG FLORES	OSCAR LEVÍN COPPEL
1982	JESÚS SILVA HERZOG FLORES	ANTONIO ENRÍQUEZ SAVIGNAC	CARLOS SALES GUTIÉRREZ
1982 - 1988: MIGUEL DE LA MADRID HURTADO			
1982 - 1987	JESÚS SILVA HERZOG FLORES	FRANCISCO SUÁREZ DÁVILA	JOSÉ ÁNGEL GURRÍA TREVIÑO
1987 - 1988	GUSTAVO PRETICCIOLI ITURBIDE	FRANCISCO SUÁREZ DÁVILA	JOSÉ ÁNGEL GURRÍA TREVIÑO
1988 - 1994: CARLOS SALINAS DE GORTARI			
1988 - 1991	PEDRO ASPE ARMELLA	GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ	CARLOS RUIZ SACRISTÁN
1992	PEDRO ASPE ARMELLA	GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ	CARLOS HURTADO LÓPEZ
1992 - 1993	PEDRO ASPE ARMELLA	GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ	ENRIQUE VILATELA RIBA
1993 - 1994	PEDRO ASPE ARMELLA	GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ	JORGE ESPINOSA DE LOS REYES DÁVILA
1994 - 2000: ERNESTO ZEDILLO PONCE DE LEÓN			
1994	JAIME SERRA PUCHE	JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB	JONATHAN DAVIS ARZAC
1995 - 1996	GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ	JOSÉ JULIÁN SIDAOUI DIB	MARTÍN WERNER WAINFELD
1997	GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ	MARTÍN WERNER WAINFELD	CARLOS MENDOZA VALENCIA
1997	GUILLERMO ORTIZ MARTÍNEZ	MARTÍN WERNER WAINFELD	CARLOS GARCÍA MORENO ELIZONDO
1998 - 1999	JOSÉ ÁNGEL GURRÍA TREVIÑO	MARTÍN WERNER WAINFELD	CARLOS GARCÍA MORENO ELIZONDO
1999 - 2000	JOSÉ ÁNGEL GURRÍA TREVIÑO	CARLOS NORIEGA CURTIS	CARLOS GARCÍA MORENO ELIZONDO
2000 - 2006: VICENTE FOX QUESADA			
2000 - 2003	FRANCISCO GIL DÍAZ	AGUSTÍN CARSTENS CARSTENS	ALONSO GARCÍA TAMÉS
2003 - 2004	FRANCISCO GIL DÍAZ	ALONSO GARCÍA TAMÉS	ANDRÉS CONESA LABASTIDA
2005 - 2006	FRANCISCO GIL DÍAZ	ALONSO GARCÍA TAMÉS	GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA
2006 - 2012: FELIPE CALDERÓN HINOJOSA			
2006 - 2009	AGUSTÍN CARSTENS CARSTENS	ALEJANDRO WERNER WAINFELD	GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA
2009 - 2010	ERNESTO CORDERO ARROYO	ALEJANDRO WERNER WAINFELD	GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA
2010 - 2011	ERNESTO CORDERO ARROYO	JOSÉ ANTONIO MEADE KURIBREÑA	GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA
2011	ERNESTO CORDERO ARROYO	GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA	ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO
2011 - 2012	JOSÉ ANTONIO MEADE KURIBREÑA	GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA	ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

DEUDA PÚBLICA Y FORTALEZA DEL ESTADO MEXICANO



LA ACTIVIDAD DE LOS GOBIERNOS HA ESTADO SIEMPRE VINCULADA AL CRÉDITO PÚBLICO. EL GOBIERNO DE MÉXICO, DESDE LA DÉCADA DE 1820, TUVO LA NECESIDAD DE ACCEDER A LOS MERCADOS DE CRÉDITO PARA PODER CONSOLIDARSE.

Esto fue común a las nuevas naciones que se formaron a lo largo del continente americano, incluyendo Estados Unidos. La deuda pública siempre ha ido de la mano con la estabilidad de los gobiernos. Estados con mayor estabilidad y ambientes democráticos, gozan de mejores condiciones de financiamiento en los mercados de crédito internacionales, pero un manejo adecuado de la deuda pública es esencial para la estabilidad de un gobierno.[1]

Este capítulo explica cómo se ha dado esta condición para México desde que nuestro país es una nación independiente. Ello permite ubicar a la mayor parte de este libro en una dimensión histórica de largo plazo. El capítulo finaliza con los Convenios de 1942 y 1946, los cuales representan un punto de inflexión en la historia de la deuda pública, ya que con ellos se cerró una larga secuela de negociaciones. También porque después de esos convenios, México empezó a consolidar un sistema de crédito público interno moderno.

EL CRÉDITO PÚBLICO EN LA FORMACIÓN DE MÉXICO

Desde principios del siglo XIX, los gobiernos latinoamericanos participaron con frecuencia en préstamos, muchos del exterior para financiar la modernización de sus Estados y economías. La afluencia de fondos estimuló un proceso de crecimiento durante periodos relativamente breves, pero crisis comerciales y financieras internacionales cortaron invariablemente el flujo de fondos provenientes del exterior y condujeron a los gobiernos deudores a la bancarrota.[2]

Marichal (1989) explica que los empréstitos externos comenzaron a desempeñar un papel importante en la historia de América Latina desde 1820, cuando todavía se estaba luchando por la Independencia. Los más destacados libertadores como Simón Bolívar, José de San Martín y Bernardo O'Higgins, solicitaron préstamos a Europa para financiar sus ejércitos, consolidar sus gobiernos e impulsar a las economías de las flamantes naciones por la vía de la expansión mercantil, minera y financiera. Las ilusiones se esfumaron con la crisis financiera europea de 1825-1826, que fue seguida poco después por suspensiones de pagos en casi todos los países latinoamericanos. Ésta fue la primera crisis de la deuda en América Latina, la cual sería seguida posteriormente por una sucesión de auges crediticios y de grandes crisis de la deuda en 1873, 1890 y 1931. Las crisis

[1] Véanse Schultz y Weingast, 1996; Stasavage, 2011 y 2003.

[2] Marichal, 1989, p. 10.

DESDE PRINCIPIOS DEL SIGLO XIX, LAS CONSTANTES CRISIS COMERCIALES Y FINANCIERAS CORTARON EL FLUJO DE FONDOS DEL EXTERIOR Y CONDUJERON A LOS GOBIERNOS LATINOAMERICANOS A LA BANCARROTA. EL ÉXITO DE UNA SOLICITUD DE CRÉDITO DEPENDÍA DE LA REPUTACIÓN DEL GOBIERNO EN TURNO Y MÉXICO NO FUE AJENO A ESTAS CONDICIONES. DE IZQUIERDA A DERECHA: RETRATOS DE LOS CAUDILLOS LIBERTADORES DE AMÉRICA DEL SUR: BERNARDO O'HIGGINS (CHILE), SIMÓN BOLÍVAR (COLOMBIA, VENEZUELA, PERÚ, ECUADOR Y BOLIVIA) Y JOSÉ DE SAN MARTÍN (ARGENTINA).

de deuda que generalmente seguían a cada auge financiero solían ser provocadas por un derrumbe de la Bolsa de Londres o de algún otro centro financiero, por el colapso de uno o más bancos internacionales importantes o por los rumores de quiebra de algún gobierno latinoamericano. Independientemente de su origen específico, el pánico financiero contribuía tanto al debilitamiento de la economía internacional como al de las economías latinoamericanas.[3]

En México, desde la Independencia hasta el inicio de la Revolución de 1910, las autoridades financieras alternaban ciclos de endeudamiento externo e interno para financiar el gasto gubernamental.[4] En el caso de los empréstitos externos, por ejemplo, el éxito de una emisión dependía de la reputación del gobierno mexicano en los mercados europeos y, más tarde, en los estadounidenses. Ello, a su vez, estaba condicionado a la percepción sobre el desempeño de la economía mexicana y la relativa abundancia de capitales en las bolsas de Londres, París, Berlín o Nueva York. Cuando no existía posibilidad de acceder a los mercados internacionales, la administración de la deuda pública consistía en obtener préstamos en los mercados financieros domésticos, los cuales no siempre contaban con grandes volúmenes de fondos, por lo que las negociaciones entre gobierno y prestamistas solía ser compleja y tensa.[5]

Desde el nacimiento de la República Mexicana y a lo largo de más de cien años, el crédito público absorbió buena parte del trabajo de los funcionarios hacendarios mexicanos. La primera oficina de crédito público del México independiente fue la Junta de Crédito Público establecida el 25 de septiembre de 1821, en la Primera Regencia. El primer encargado de la Hacienda fue Rafael Pérez Maldonado (quien estuvo en ese cargo de octubre de 1821 a junio de 1822). El 8 de noviembre de 1821 se estableció la Secretaría de Estado y del Despacho Universal de Hacienda. Cabe señalar que en la Secretaría hubo siempre un área encargada de la deuda pública; ahora bien, la creación de la primera Dirección de Deuda Pública fue el 13 de febrero de 1886.[6]

Los primeros préstamos al gobierno independiente se registran desde abril de 1822. El inicio de la circulación de bonos mexicanos en Londres se dio con uno de los primeros empréstitos, autorizado en agosto de 1823, con la casa Barclay, Herring, Richardson & Co.; se trató de una emisión de bonos por 1.6 millones de libras esterlinas (aproximadamente 8 millones de pesos de entonces) en Londres.[7]

En 1824, México estableció constitucionalmente la primera república federal y sentó las bases de un nuevo régimen fiscal y financiero sustancialmente distinto del colonial. Este cambio consistió en que se abandonó la organización centralista para adoptar una federal, con la que se dividieron las atribuciones fiscales entre el Gobierno Federal y la de los estados: el primero retuvo los impuestos aduanales, estancos y otros rubros menores; los segundos se quedaron con las alcabalas, los derechos de amonedación y las viejas rentas eclesiásticas. Estas reformas fiscales generaron fuertes déficits en las cuentas del erario federal debido, fundamentalmente, al enorme gasto militar y al hecho de que los ingresos públicos cayeron dramáticamente ante la contracción del sector externo por la caída de las exportaciones de plata, consecuencia del colapso de esta actividad consecuencia de la guerra de independencia. El crecimiento del endeudamiento interno y externo era inminente.[8]

Para 1828, México y otros países latinoamericanos suspendieron los pagos de sus deudas externas debido a la crisis mercantil y financiera ocurrida entre 1825 y 1826, que como ya se indicó, provocó la primera crisis internacional de la deuda en América Latina, con consecuencias en el comercio y los mercados financieros internacionales. Además, para México una causa decisiva fue la caída en las exportaciones, principalmente ante el colapso de la minería de plata, que mermaban la capacidad de pago del gobierno.[9]

Un indicador del tamaño de esta deuda externa lo proporciona una comparación del valor total de las deudas coloniales: el total acumulado entre 1780 y 1820 por el gobierno virreinal de la Nueva España alcanzó cerca de 40 millones de pesos, mientras que los dos empréstitos

[3] Marichal, 1989, p. 14; Dawson, 1990, *The first Latin American debt crisis: the City of London and the 1822-25 loan bubble*.

[4] Ludlow y Marichal, 1998, *Un siglo de deuda pública en México*, pp. 7-8.

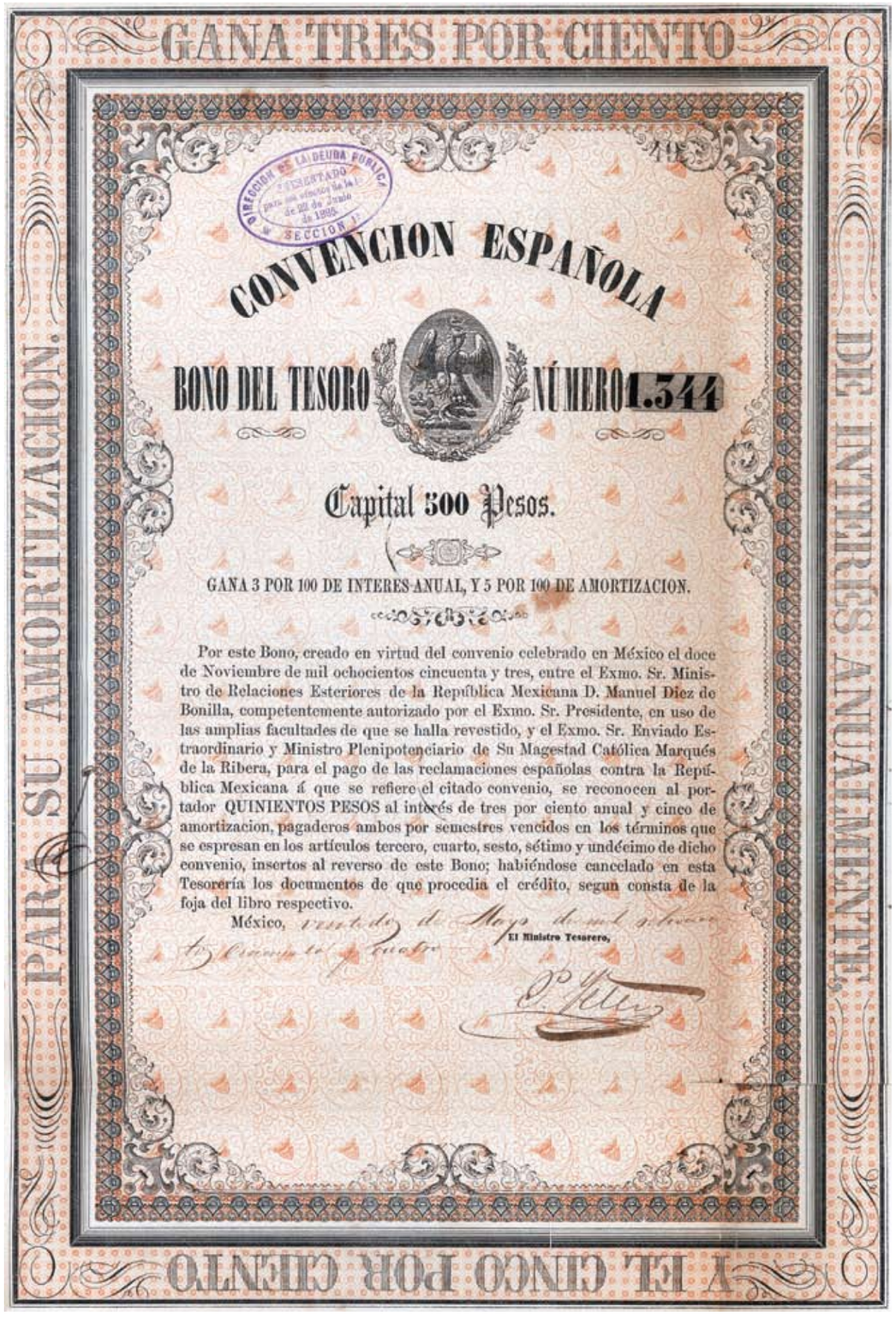
[5] *Ibid*.

[6] Ludlow y Marichal, 1998, pp. 238-264 y Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1990, *Memorias de la Hacienda Pública en México, 1821-1867*; véase también Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1951, *La Hacienda Pública de México a través de los Informes Presidenciales*, una compilación de documentos históricos de la presidencia relacionados a temas hacendarios, así como las Memorias de Hacienda que se publicaban desde 1821, dos extractos de éstas para los periodos 1821-1867 y 1867-1911 fueron publicados por la Secretaría de Hacienda en 1990 y 1994, respectivamente.

[7] Ludlow y Marichal, 1998, pp. 238-264; Dawson, 1990.

[8] La producción de plata no se recuperó sino hasta fines de los años sesenta del siglo XIX, véase Cárdenas Sánchez, 2003, *Cuando se originó el atraso económico de México*, para este asunto y para una visión sobre los problemas económicos de México durante el siglo XIX.

[9] Marichal, 1989; Cárdenas Sánchez, 2003.


GANA TRES POR CIENTO

PARA SU AMORTIZACION.

DE INTERÉS ANUALMENTE

Y EL CINCO POR CIENTO

DIRECCION DE LA DEUDA PUBLICA
PRESENTADO
para los efectos de la ley de 22 de Junio de 1893.
SECCION 1ª

CONVENCION ESPAÑOLA

BONO DEL TESORO NÚMERO 1.344

Capital 500 Pesos.

GANA 3 POR 100 DE INTERES ANUAL, Y 5 POR 100 DE AMORTIZACION.

Por este Bono, creado en virtud del convenio celebrado en México el doce de Noviembre de mil ochocientos cincuenta y tres, entre el Exmo. Sr. Ministro de Relaciones Esteriores de la República Mexicana D. Manuel Diez de Bonilla, competentemente autorizado por el Exmo. Sr. Presidente, en uso de las amplias facultades de que se halla revestido, y el Exmo. Sr. Enviado Estraordinario y Ministro Plenipotenciario de Su Magestad Católica Marqués de la Ribera, para el pago de las reclamaciones españolas contra la República Mexicana á que se refiere el citado convenio, se reconocen al portador QUINIENTOS PESOS al interés de tres por ciento anual y cinco de amortizacion, pagaderos ambos por semestres vencidos en los términos que se espresan en los artículos tercero, cuarto, sesto, sétimo y undécimo de dicho convenio, insertos al reverso de este Bono; habiéndose cancelado en esta Tesorería los documentos de que procedia el crédito, segun consta de la foja del libro respectivo.

México, veintidos de Mayo de mil ochocientos cincuenta y cuatro

El Ministro Tesorero,

extranjeros de 1824 y 1825, por sí solos, representaron 30 millones de pesos adicionales. Debido a los persistentes déficits, el gobierno no pudo cubrir el servicio de ninguna de las dos deudas. La suspensión de pagos en 1828 impidió que México obtuviera nuevos préstamos en Europa hasta principios de la década de los años sesenta del siglo XIX. Las autoridades hacendarias no tuvieron más opción que recurrir al endeudamiento interno con comerciantes-banqueros de la ciudad de México para cubrir gastos militares y ordinarios, así como un creciente costo del servicio de la deuda pública. Con tan escasos recursos no es casual que ninguna gestión presidencial, fuera de Guadalupe Victoria, haya podido concluir completo su periodo.[10]

En ese entonces, no existían en México instituciones financieras propiamente desarrolladas (bancos o bolsas de valores) por lo que la oferta de fondos se derivaba esencialmente de un mercado no institucionalizado, dominado por unas 20 o 25 *casas mercantiles* (los llamados comerciantes-banqueros) y, de manera complementaria, por instituciones eclesiásticas; esto es, aún persistían las organizaciones financieras del virreinato. Como garantía de los préstamos, las autoridades hacendarias hipotecaron gran parte de los impuestos al grupo de comerciantes-banqueros que adelantaban fondos al gobierno en forma de préstamos con tasas de interés elevadas.[11]

Marichal (1997) explica que entre las razones del atraso de los mercados financieros en México de aquella época, un factor importante era la debilidad institucional del Estado. Éste, al carecer de recursos propios, por ejemplo derivados de recaudación, y enfrentar las obligaciones de la deuda externa, recurría al crédito interno. Pero dada la inestabilidad política, el gobierno no podía ofrecer compromisos creíbles, por lo que las tasas de interés de los préstamos eran muy altas, reflejando el alto riesgo del Estado y la urgencia con la que necesitaban los recursos. Altas tasas llevaban a que la probabilidad de moratoria fuera alta, lo cual se cumplía efectivamente ante la poca continuidad de las administraciones públicas de entonces. Pero cada nuevo gobierno, para poder desempeñarse, necesitaba recurrir a nuevos

LA DEBILIDAD FINANCIERA DEL PAÍS SE TRADUJO EN INESTABILIDAD POLÍTICA Y ECONÓMICA DURANTE LA MAYOR PARTE DEL SIGLO XIX. ESTE ÓLEO DE LA ÉPOCA DA TESTIMONIO DE LA INESTABILIDAD SOCIAL DE ENTONCES. *EL ASALTO A LA DILIGENCIA*, MANUEL SERRANO, *CA.* 1855. INAH-MUSEO NACIONAL DE HISTORIA CASTILLO DE CHAPULTEPEC.

[10] *Ibid.*

[11] *Ibid.*

UNO DE LOS MOTIVOS DE LA INTERVENCIÓN FRANCESA, OCURRIDA ENTRE 1862 Y 1867 FUE LA MORATORIA INDEFINIDA QUE DECLARÓ EL GOBIERNO JUARISTA EN 1861. PÁGINA ANTERIOR: *RETRATO DE BENITO JUÁREZ*, JOSÉ ESCUDERO Y ESPRONCEDA, ÓLEO SOBRE TELA, PALACIO NACIONAL, SHCP. ARRIBA: *ENTREGA DE LAS LLAVES DE LA CIUDAD AL MARISCAL BAZAINE*, SIGLO XIX, ÓLEO SOBRE TELA, MUSEO DE LA CIUDAD DE MÉXICO.

préstamos. Los prestamistas recurrían entonces a solicitar un colateral del gobierno, como lo fueron bienes raíces o bien los monopolios públicos, como eran las aduanas y la Casa de Moneda, así como los estancos del tabaco y del pulque. Esto llevaba a que el gobierno se desprendiera de fuentes de ingresos, por un lado, y a que los grandes acreedores se pudieran hacer de mayor liquidez por el otro. Ese círculo estaba detrás de la debilidad financiera del gobierno de México. Pero la debilidad financiera se convertía en debilidad política.[12] Ello constituiría un lastre en el desarrollo económico y la consolidación del Estado mexicano en el siglo XIX. No sería hasta el Porfiriato cuando estas condiciones cambiarían.

Los grandes acreedores del Gobierno Federal idearon dos formas para recuperar la deuda interna que se encontraba en moratoria. La primera consistió en intercambiar sus créditos por bienes raíces a través de una ley de 1856-1857, la cual puso en marcha la *desamortización* de los bienes eclesiásticos. Estas operaciones ampliaron e hicieron más complejo el mercado de crédito. La segunda consistió en transformar los adeudos internos del gobierno en deuda externa, garantizada por convenciones diplomáticas firmadas con Inglaterra, Francia y España. Sin embargo, no fue posible obtener más dinero debido a las guerras civiles y la debilidad de la Hacienda Pública.[13]

En 1861 el presidente Benito Juárez declaró la moratoria indefinida, lo que produjo la protesta de banqueros e inversionistas extranjeros y de los comerciantes-banqueros locales,[14] quienes consecuen-

[12] Marichal, 1997.

[13] Ludlow y Marichal, 1998, pp. 14-15.

[14] Véase Nava, 1998, "Origen y monto de la deuda pública en 1861", pp. 81-124.

temente, en su mayoría, apoyaron la intervención de Inglaterra, España y Francia en 1862. Los dos primeros países accedieron a un acuerdo, no así Francia que decidió invadir México.

Un cambio importante se produjo durante la guerra de Intervención Francesa (1862-1867). Ambos bandos financiaron sus ejércitos a través de empréstitos extranjeros. Juárez obtuvo préstamos cuantiosos de Estados Unidos. Maximiliano contrató dos grandes empréstitos en Europa.[15] Tras el triunfo, el gobierno de la República Restaurada sólo reconoció sus deudas y las anteriores, pero postergó su pago para negociar mejores condiciones, cerrándose el crédito externo hasta la década de 1880.[16] Esto fue posible dado que el gobierno juarista logró controlar las aduanas, y al coincidir ello con la recuperación de la industria minera, gozó de una holgura presupuestal que no había tenido el Estado mexicano desde 1820.[17]

CRÉDITO PÚBLICO EN LA ERA DE LA EXPANSIÓN LIBERAL

Desde mediados del siglo XIX, la economía mundial experimentó un proceso de expansión como resultado de la reducción del costo del transporte marítimo y la explotación de nuevos territorios por las potencias europeas. Esta expansión demandaba grandes cantidades de alimentos y materias primas. Asimismo, generó un mercado de capitales en franco crecimiento que sólo fue interrumpido por las crisis de Barings (1890) en Gran Bretaña y los pánicos de 1893 y 1907 en Estados Unidos.[18]

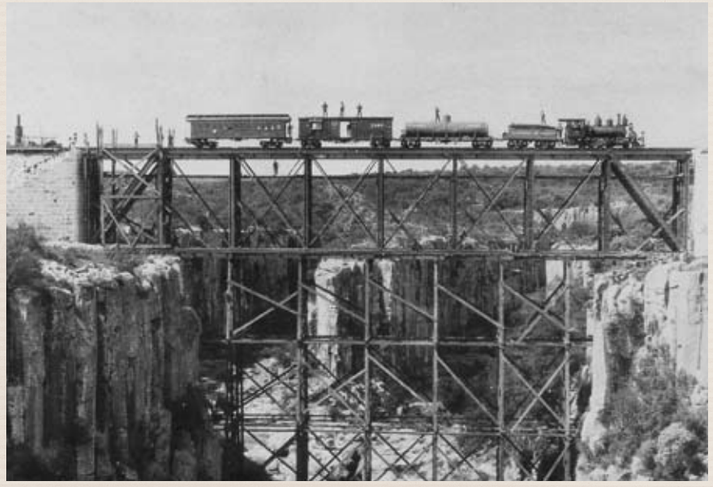
Entre 1856 y 1929 México experimentó un proceso de transición de una economía tradicional a una moderna. Kuntz Ficker (2010) argumenta que del último tercio del siglo XIX a 1929, el sector exportador se convirtió en el renglón más dinámico de la economía mexicana. Una serie de cambios en las instituciones contribuyeron al establecimiento de un modelo de crecimiento basado en las exportaciones y para que México captara nuevamente inversión extranjera.[19] Las transformaciones que experimentó México en esos años, a partir de la década de los noventa, fueron de la mano de la implementación de una política comercial arancelaria y abierta a la inversión, además de la adopción del patrón oro en 1905.[20] Asimismo, la integración económica de varias regiones del país a través del ferrocarril y de la construcción de nuevos caminos, constituyó un factor decisivo de crecimiento.[21]

La política hacendaria del Porfiriato se produjo en un marco de una visión liberal que aspiraba al equilibrio de las finanzas públicas, lo que se logró a partir de mediados de los años noventa. El saneamiento de las finanzas públicas se completó con la recuperación del crédito externo.[22] Durante la República Restaurada y la primera fase del Porfiriato (entre 1867 y 1888), los gobiernos privilegiaron el endeudamiento interno. De hecho, la construcción del ferrocarril, al permitir vender tierras nacionales a empresas extranjeras, dio liquidez al gobierno para pagar deuda.[23]

Ello cambiaría entre 1888 y 1893 cuando se entró de lleno en una pronunciada fase de endeu-

[15] Véase Gille, 1998, "Los capitales franceses y la expedición a México", pp. 125-151.
[16] Kuntz Ficker, 2010, *Historia Económica General de México*, p. 333.
[17] Cárdenas Sánchez, 2003.
[18] Riguzzi, 2010, *México y la economía internacional*, p. 387.
[19] Kuntz Ficker, 2010, pp. 305-312.
[20] Kuntz Ficker, 2010, pp. 325-326.
[21] Cárdenas Sánchez, 2003.
[22] Kuntz Ficker, 2010, pp. 332-333.
[23] Cárdenas Sánchez, 2003.

EL ÚLTIMO EMPRÉSTITO CONCEDIDO AL GOBIERNO DE DÍAZ SE FIRMÓ EL 2 DE JULIO DE 1910.



LA MODERNIZACIÓN Y CRECIMIENTO DEL PAÍS COINCIDIÓ CON UN AUGE ECONÓMICO MUNDIAL QUE COMENZÓ A MEDIADOS DEL SIGLO XIX. IZQUIERDA: PUENTE DE FERROCARRILES NACIONALES, 1890. DERECHA: EL SECRETARIO DE HACIENDA DEL PRIMER PERIODO PORFIRISTA, MANUEL DUBLÁN. ARCHIVO INAH- MUSEO NACIONAL DE HISTORIA CASTILLO DE CHAPULTEPEC.

DURANTE EL ÚLTIMO TERCIO DEL SIGLO XIX Y HASTA 1929, EL SECTOR DE EXPORTACIONES SE CONVIRTIÓ EN EL RENGLÓN MÁS DINÁMICO DE LA ECONOMÍA MEXICANA. ARRIBA: INDUSTRIA TEXTIL EN PUEBLA, CA. 1905, INAH-SINAFO-FOTOTECA NACIONAL.

damiento externo. Pero ante la crisis económica de 1893, la deuda interna fue el mejor recurso para financiar nuevos proyectos de obras públicas. Entre 1904 y 1913, casi toda la deuda pública contratada fue externa, hasta que se produjo la suspensión de pagos en medio de la revolución.[24]

Si bien desde 1867, todos los secretarios de Hacienda propusieron conversiones de la deuda pública (interna y externa), esto no fue posible hasta principios de la década de 1880. Sin embargo, las primeras negociaciones para intentar resolver los ya antiguos diferendos sobre la conversión de la deuda externa mexicana no prosperaron debido a una serie de conflictos de tipo político y financiero.[25] Con el ascenso al poder de Porfirio Díaz se abrió una nueva etapa en las negociaciones de la deuda externa, alcanzándose un acuerdo y conversión de la misma en 1886 como resultado de la tenacidad del Secretario de Hacienda, Manuel Dublán.[26]

En 1888, México regresó a los mercados de capitales internacionales, inaugurando un corto pero intenso periodo de contratación de préstamos en libras esterlinas: el de 1888 por 10 millones; un año después obtuvo uno por 1.5 millones; otro en 1890 por 3 millones; y tres años después solicitó uno más por 3 millones.[27] La deuda externa pública desempeñó un papel importante en la configuración de una política económica que impulsó estratégicamente la industrialización, alentó la inversión extranjera a través de cambios en los derechos de propiedad y en el otorgamiento de subsidios para la construcción de infraestructura, especialmente ferroviaria.

[24] Ludlow y Marichal, 1998, p. 8.

[25] Ludlow y Marichal, 1998, p. 16.

[26] Zabludovsky, 1998, pp. 152-189.

[27] Ludlow y Marichal, 1998, pp. 17-18.

PÁGINAS 48-49: JOSÉ MARÍA VELASCO, *FERROCARRIL DEL VALLE DE MÉXICO*. SIGLO XIX, ÓLEO SOBRE TELA, COLECCIÓN MUSEO NACIONAL DE ARTE, INBA.

También realizó grandes inversiones públicas en proyectos privados.[28]

Luego de la crisis de 1893, el gobierno mexicano sólo contrató un préstamo de conversión en 1899. Pero este dinero no significó dinero fresco ni aumento de la deuda, simplemente permitió el canje de viejos bonos de 6% por otros nuevos de 5%. No obstante, el éxito de la conversión reflejaba la opinión positiva que tenían los banqueros e inversionistas europeos de la capacidad de pago del gobierno de Díaz. A partir de 1904, México contrató varios empréstitos que, por primera vez, una porción se colocó en Estados Unidos, mientras que los demás bonos se vendieron en Europa.[29]

En el primer decenio del siglo xx, el Estado mexicano modificó el marco constitucional para ampliar el papel regulador del Estado en la economía y bajo un espíritu nacionalista trató de revertir la tendencia de integración de la economía mexicana a la estadounidense,[30] adoptando una política selectiva en cuanto al origen de las inversiones.[31] Entre 1903 y 1907 el gobierno, por primera vez, participó directamente en la economía al adquirir una parte mayoritaria de las acciones de algunas de las principales compañías para formar Ferrocarriles Nacionales de México.[32]

El último empréstito concedido al gobierno de Díaz se firmó el 2 de julio de 1910 por 22.2 millones de libras esterlinas, destinado a sustituir el empréstito de 1899. La operación se denominó "Deuda Exterior Mexicana del 4% oro de 1910".[33]

[28] Ludlow y Marichal, 1998, p. 19. y pp. 190-205.

[29] Ludlow y Marichal, 1998, p. 18.

[30] Kuntz Ficker, 2010, pp. 335-336.

[31] Riguzzi, 2010, p. 396.

[32] Kuntz Ficker, 2010, pp. 336-337.

[33] Bazant, 1995, *Historia de la Deuda Exterior de México*, p. 171. En esta operación participaron Bleichroeder, Duetsche Bank, Dresdner Bank, Morgan, Grenfell & Co., J.P. Morgan & Co., 42.5%; Banco Nacional

LA REVOLUCIÓN: UN NUEVO CICLO DE CRÉDITO PÚBLICO

La Revolución Mexicana fue un caso ilustrativo de cómo la inestabilidad política y social de un país van de la mano con una desorganización de las finanzas públicas y de sus procesos de endeudamiento. En 1911 Porfirio Díaz dejó reservas por más de 62 millones de pesos.[34] Tres años después las arcas públicas estaban vacías.[35] La renuncia de Díaz y el gobierno provisional de León de la Barra no tuvieron efecto inmediato en la economía del país. Pero en abril de 1912, Francisco I. Madero informaba al Congreso que las recaudaciones por derechos aduanales eran inferiores en 20% a las del año anterior.

Ante la situación del erario y la imposibilidad de acceder a los recursos del préstamo de 1910, México solicitó a la firma Speyer and Co. dos préstamos, cada uno por 10 millones de dólares. No sorprende que ambos se otorgaran, pues era evidente que esta firma, que tenía fuertes inversiones, tenía el interés por que se restableciera la paz. El primer empréstito fue gestionado por el gobierno provisional, y se concedió con un interés de 4.5% y vencimiento en 1913, con garantía de obligaciones de la Tesorería General de la Nación avaladas por el Banco Nacional de México.[36] El segundo fue otorgado, en mayo de 1912, a 4.5%, a cambio de obligaciones de la tesorería y a un año de plazo.[37]

Al llegar al poder, Victoriano Huerta necesitaba el dinero para enfrentar a los revolucionarios.[38] En mayo de 1913 recibió un empréstito por 16 millones de libras esterlinas con vencimiento al 1 de julio de 1923. El contrato fue firmado el 8 de junio en París. Menos de una cuarta parte de los acreedores fueron banqueros neoyorkinos, ya que casi todo el préstamo fue otorgado por instituciones europeas. Huerta recibió 54 millones de pesos de los cuales destinó 40 millones a Speyer. Con este pago se liquidaron los dos préstamos anteriores. Con este empréstito, la deuda exterior aumentó en dos años de 440 millones de pesos a casi 500 millones, esto incluyendo los bonos ferroviarios garantizados por el gobierno.[39]

Los 12 millones que Huerta recibió resultaron insuficientes para contrarrestar el progresivo deterioro de la situación monetaria, bancaria y hacendaria del país. Para enfrentar esta situación, el gobierno intentó realizar la emisión de los bonos restantes del empréstito exterior de 1913, sin embargo, el gobierno estadounidense influyó para que esta operación no se concretara. El gobierno de Huerta continuó incrementando considerablemente la deuda pública.[40]

A su vez, entre 1913 y 1916, el gobierno de México así como las facciones revolucionarias para financiar la guerra, hicieron grandes emisiones de dinero sin respaldo metálico, lo que, aunado a la fuga de capitales y el retiro de la moneda en circulación, colapsaron el sistema bancario y crearon un caos en el sistema monetario. Surgió la proliferación de dinero fiduciario de escaso o nulo valor, pero de circulación forzada y de vigencia geográficamente limitada. El papel moneda sin respaldo metálico provocó hiperinflación y depreciación del tipo de cambio; el valor de 2

de México, 15%; Banque de Pays Bas, 12.75%; Crédit Lyonnais 10.2%; Societé Générale 10.2% y Comptoir d'Escompte de Paris, 9.35%.

[34] Turlington, 1930, p. 246.

[35] Bazant, 1995, p. 179.

[36] Bazant, 1995, pp. 179-180.

[37] Turlington, 1930, p. 247.

[38] Bazant, 1995, p. 181.

[39] Bazant, 1995, p. 183.

[40] Para conocer las diferentes cifras véase Bazant, 1995, pp. 184-186.

PÁGINAS 52-53: TROPAS ZAPATISTAS EN MORELOS, *CA.* 1914, *CENTRO DE ESTUDIOS DE HISTORIA DE MÉXICO, CARSO*. PÁGINA ANTERIOR: FRANCISCO I. MADERO, *CA.* 1909.

PARA LA CONSTRUCCIÓN DEL FERROCARRIL CENTRAL MEXICANO SE EMITIERON DIFERENTES INSTRUMENTOS DE DEUDA. PÁGINA ANTERIOR: BONOS POR 100 ACCIONES, 1886, 1888. ARRIBA: BONO POR 1000 DÓLARES, 1895. ARCHIVO HISTÓRICO DEL BANCO DE MÉXICO.

EL ÚLTIMO EMPRÉSTITO CONCEDIDO AL GOBIERNO DE DÍAZ SE FIRMÓ EL 2 DE JULIO DE 1910, POR 22.2 MILLONES DE LIBRAS ESTERLINAS, DESTINADOS A SUSTITUIR EL EMPRÉSTITO DE 1899...

pesos por dólar en 1913 pasó en pesos de papel a 11 en 1915 y cayó hasta 24 pesos en 1916.[41] El caos monetario empezó a superarse a fines de 1916, cuando el papel moneda fue tan poco creíble que el mismo gobierno demandaba el pago de impuestos en metálico. La población misma sacó de circulación el papel moneda de nulo valor al tener que cubrir sus gastos con monedas de plata y oro que había atesorado al inicio de la revolución (una reversión de la llamada Ley de Gresham).[42] La situación se estabilizó con base en un sistema en el que predominó la circulación metálica de la plata sobre el oro, dada la desconfianza en el papel moneda.[43]

Los europeos y estadounidenses con intereses en México formaron en febrero de 1919 el Comité Internacional de Banqueros con Negocios en México (International Committee of Bankers on Mexico). Este Comité se conformó con representantes de varias firmas de Estados Unidos, Inglaterra y Francia. No hubo representantes de bancos alemanes. En el Comité predominaron los banqueros estadounidenses, sobre todo de J. P. Morgan and Co., no obstante que la mayor parte de la deuda se encontraba en Europa.[44]

Los gobiernos posrevolucionarios buscaron salidas a los problemas de deuda interna y externa que heredaron. Para tal efecto, pusieron en práctica algunas medidas. Entre ellas, un decreto del 31 de enero de 1921 con el que se restituyó la personalidad jurídica a 16 bancos de emisión, pero no se les permitió reanudar la emisión de billetes. Asimismo se estableció un convenio para el pago de los adeudos que el gobierno tenía con ellos.[45]

En un principio, el gobierno de Álvaro Obregón no fue reconocido como legítimo por Estados Unidos. Tal reconocimiento era fundamental porque sólo así México podría obtener un préstamo para financiar la reconstrucción del

EL GOBIERNO HUERTISTA RECIBIÓ EN 1913 UN PRÉSTAMO POR 16 MILLONES DE LIBRAS ESTERLINAS, GRAN PARTE DEL CUAL FUE EMPLEADO PARA LIQUIDAR UN EMPRÉSTITO ANTERIOR CONTRAIDO CON LA FIRMA SPEYER AND CO. FOTOGRAFÍA DE VICTORIANO HUERTA. INAH.SINAFO-FOTOTECA NACIONAL.

[41] Véase el estudio *Inflación y Revolución*, de E. W. Kemmerer, publicado originalmente en 1940 y recientemente vuelto a publicar por Banco de México en una edición especial comentada, Banco de México, 2010.

[42] Del Ángel, 2010b, "La socialización del costo económico de la Revolución Mexicana"; Cárdenas y Manns, 1989, "Inflación y estabilización monetaria en México durante La Revolución".

[43] Dos estudios de fondo sobre las finanzas de la revolución, son, en lo relativo a la actuación de los secretarios de Hacienda en ese periodo véase Uhthoff, 1998, *Las finanzas públicas durante la Revolución*; para el colapso y el reordenamiento del sistema financiero véase Anaya, 2002, *Colapso y reforma*; para los efectos económicos de la revolución véase Haber, Maurer y Razo, 2003, *The Politics of Property Rights*.

[44] Bazant, 1995, p. 191.

[45] Suárez Dávila, 1988, "Política Hacendaria y Economía Política en el México Posrevolucionario", p. 360.

ARRIBA IZQUIERDA: ÁLVARO OBREGÓN CON BANDA PRESIDENCIAL, ARCHIVO FERNANDO TORREBLANCA-PLUTARCO ELÍAS CALLES. ARRIBA DERECHA: POSTAL DE LA ESQUINA DE WALL STREET Y BROAD STREET. MORGAN, HARJES & CO, COL. BANCO DE MÉXICO. ABAJO: PLUTARCO ELÍAS CALLES EN WASHINGTON CON EL PRESIDENTE CALVIN COOLIDGE Y MANUEL TÉLLEZ, EMBAJADOR EN ESTADOS UNIDOS. COL. BANCO DE MÉXICO.

país. Para lograrlo tenía que llegar a un acuerdo con el Comité de Banqueros. En febrero de 1921, Manuel C. Téllez, encargado de negocios en Washington, visitó a Thomas W. Lamont, de J. P. Morgan, quien era el nuevo presidente del Comité. Le expresó la intención de llegar a un arreglo ventajoso para ambas partes.[46]

Para apoyar su intención con hechos, México expidió el 7 de julio de 1921 un decreto que establecía un impuesto de exportación sobre el petróleo y dedicaba sus rendimientos al servicio de la deuda exterior. Por supuesto que los petroleros rechazaron esta medida.[47] El 3 de septiembre de 1921, el gobierno y las compañías celebraron un convenio según el cual el impuesto sobre la exportación podía ser cubierto con bonos de la deuda pública mexicana.[48]

Lamont logró que se abandonara el acuerdo con las compañías petroleras, legalizando este paso mediante un decreto del 21 de febrero de 1922. Para entonces, el Secretario de Hacienda Adolfo de la Huerta y el Comité estaban en pláticas. El resultado de la negociación fue la firma del convenio el 16 de junio, conocido como Convenio Lamont-De la Huerta, cuyos considerandos expresan la comprensión del Comité acerca de las dificultades internas de México.[49]

El capital de la vieja deuda exterior fue conservado intacto; además, a la deuda exterior fueron incorporadas diferentes obligaciones ferrocarrileras por 367.65 mdp.[50] Las demás obligaciones ferroviarias no estaban garantizadas por el gobierno. Se llegó a 505.58 mdp como deuda total de los ferrocarriles. Es decir, casi la mitad de toda la deuda nacional era la deuda ferrocarrilera.[51]

Finalmente, se estipulaba que a partir de 1928 se reanudaría el servicio de la deuda conforme a los contratos primitivos; pero si por cualquier motivo el convenio no se llevara adelante, los tenedores de bonos reasumirían sus derechos contractuales.[52]

En septiembre de 1923, Alberto J. Pani ocupó la Secretaría de Hacienda y continuó en el cargo durante la presidencia de Plutarco Elías Calles. Durante su gestión se concentró en reconstruir la hacienda pública, reorganizar el sistema fiscal y bancario, así como en la reestructuración del crédito interior y exterior del gobierno.

Sin embargo, las condiciones financieras del erario se agravaron, entre otras cosas, por la erogación de 60 millones que el gobierno gastó para sofocar la revuelta de Adolfo de la Huerta,[53] por lo que Obregón se vio obligado a suspender el servicio de la deuda mediante el decreto del 30 de junio de 1924. Esta suspensión del pago permitió al gobierno sanear sus finanzas y equilibrar sus presupuestos y que se planteara el problema de la deuda sobre otras bases: como llegar a nuevos arreglos sujetos a la capacidad de pago del país. Para tal efecto, Alberto J. Pani y Lamont acor-

[46] Turlington, 1930, *Mexico and her Foreign Creditors*, p. 281.

[47] Bazant, 1995, p. 193.

[48] Los bonos se cotizaban en alrededor de 50% de su valor nominal, con alzas y bajas, mientras el gobierno recibía los bonos a su valor nominal, lo que significaría para los petroleros un descuento de 50% aproximadamente (según fuera la cotización). Bazant, 1995, p. 193.

[49] Posteriormente, en agosto de 1923, se firmó la "Convención Especial de Reclamaciones", conocida como Tratado de Bucareli, con el que el gobierno norteamericano reconoció al gobierno revolucionario de Obregón. Este convenio de reclamaciones sería cancelado por Plutarco Elías Calles.

[50] Una serie de bonos y pagarés de los Ferrocarriles Nacionales, así como los conocidos como: Nacional, Internacional, Panamericano y Central; estas obligaciones sumaban un total de 137.9 millones de pesos. Bazant, 1995, pp. 194-195.

[51] *Ibid.*

[52] *Ibid.*

[53] Memorias de Hacienda, 1923-1925, p. 47; Bazant, 1995, p. 200.

SUCURSALES

AGUASCALIENTES	NAVOJOA
CIUDAD JUAREZ	NOGALES
CUERNAVACA	OAXACA
CHIHUAHUA	PIEDRAS NEGRAS
DURANGO	PUEBLA
GUADALAJARA	SALTILLO
LAREDO	SAN LUIS POTOSI
LEON	TAPACHULA
MAZATLAN	TAMPICO
MERIDA	TOLUCA
MONTERREY	TORREON
MORELIA	VERACRUZ
	VILLAHERMOSA

Y

MAS DE 600 CORRESPONSALES
EN LA REPUBLICA

CORRESPONSALES EN EL EXTERIOR

THE NATIONAL CITY BANK OF NEW YORK, NEW YORK.
THE EQUITABLE TRUST COMPANY OF NEW YORK, NEW YORK.
FEDERATION BANK OF NEW YORK, NEW YORK.
CENTRAL TRUST COMPANY OF ILLINOIS, CHICAGO, ILL.
WELLS FARGO BANK & UNION TRUST COMPANY OF SAN FRANCISCO, CAL.
ANGLO AND LONDON, PARIS NATIONAL BANK, SAN FRANCISCO, CAL.
THE FIRST NATIONAL BANK OF LOS ANGELES, LOS ANGELES, CAL.
UNITED STATES NATIONAL BANK, LOS ANGELES, CAL.
HIBERNIA BANK & TRUST COMPANY, NEW ORLEANS, LA.
THE FIRST NATIONAL BANK OF EL PASO, EL PASO, TEXAS.
THE EQUITABLE TRUST COMPANY OF NEW YORK, PARIS, FRANCIA.
THE EQUITABLE TRUST COMPANY OF NEW YORK, LONDRES, INGLATERRA.
CREDIT SUISSE, ZURICH, SUIZA.
CREDITO ITALIANO, ROMA, ITALIA.
COMMERZ-UND PRIVAT-BANK, BERLIN, ALEMANIA.
BANQUE DE BRUXELLES, BRUSELAS, BELGICA.
BANCO HISPANO AMERICANO DE MADRID, MADRID, ESPAÑA.
NATIONAL CITY BANK OF NEW YORK, HABANA, CUBA.

Banco de Mexico

Mexico,
D. F.

CONSEJO DE ADMINISTRACION

LIC. MANUEL GOMEZ MORIN: PRESIDENTE.
ELIAS S. A. DE LIMA: VICEPRESIDENTE.
ALBERTO MASCAREÑAS: DIRECTOR GERENTE.
CARLOS B. ZETINA.
ING. JOSE R. CALDERON.
ADOLFO PRIETO.
IGNACIO RIVERO.
GRACIANO GUIGNARD.
LIC. SALVADOR M. CANCINO.
ALFREDO P. MEDINA.
HILARION M. BRANCH.
VICENTE ETCHEGARAY.
PEDRO FRANCO UGARTE.
LAMBERTO HERNANDEZ.

COMITE EJECUTIVO

ELIAS S. A. DE LIMA: PRESIDENTE.
ALBERTO MASCAREÑAS: DIRECTOR GERENTE.
CARLOS B. ZETINA.
LIC. SALVADOR M. CANCINO.

ALBERTO MASCAREÑAS: DIRECTOR GERENTE.
EPIGMENIO IBARRA, LEON ESCOBAR. } SUB. GERENTES.
BERNABE A. DEL VALLE.
JOAQUIN LOPEZ NEGRETE, ERNESTO OTTO. } COMISARIOS.
LIC. FERNANDO DE LA FUENTE. { SECRETARIO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACION

BANCO DE MEXICO, S. A.

BALANCE DEL BANCO DE MEXICO, S. A., CORRESPONDIENTE A LOS DIAS ULTIMOS DEL MES DE SEPTIEMBRE DE 1925.

BALANCE CONSOLIDADO.

PERIODO QUE COMPRENDE: 1º SEPTIEMBRE A 30 DEL MISMO MES. 1925.

SALDOS DEUDORES.

Efectivo en oro	$ 29.800,378.50	
Efectivo en plata	„ 15.943,955.50	
Efectivo en moneda fraccionaria	„ 799,463.41	
Barras de oro y plata en casa de Moneda	„ 4.344,996.43	
Monedas antiguas amonedables	„ 375,669.83	
Cheques a cargo de otros Bancos	„ 521,327.34	$ 51.785,791.01
Depósitos en Bancos extranjeros. Oro		„ 3.582,272.35
Dep. en poder de corresponsales del país. Oro		„ 1.417,591.25
Giros comprados		„ 2.895,118.76
Inversiones		„ 872,815.75
Préstamos sobre prendas		„ 1.179,785.86
Préstamos y descuentos		„ 16.864,599.17
Documentos vencidos		„ 116,678.27
Deudores diversos		„ 2.238,206.17
Inmuebles		„ 528,866.29
Mobiliario		„ 317,082.76
Cuentas impersonales		„ 236,613.01
		$ 82.035,420.65
Cuentas de orden		„ 44.687,354.80
		$ 126.722,775.45

SALDOS ACREEDORES.

Capital social	$ 100.000,000.00	
Menos:		
Capital no exhibido	„ 42.466,500.00	$ 57.533,500.00
Billetes en circulación		„ 875,485.00
Depósitos a la vista con intereses		„ 9.145,296.87
Depósitos a la vista sin intereses		„ 8.972,362.02
Depósitos a más de 30 días con intereses		„ 38,499.75
Acreedores en cuenta corriente		„ 173,714.11
Vales a pagar		„ 911,825.33
Acreedores diversos		„ 4.276,210.13
Cuentas impersonales		„ 108,527.44
		$ 82.035,420.65
Cuentas de orden		„ 44.687,354.80
		$ 126.722,775.45

ALBERTO MASCAREÑAS.
DIRECTOR GERENTE.

LEON ESCOBAR.
SUB-GERENTE.

JOAQUIN L. NEGRETE.
COMISARIO.

ERNESTO OTTO.
COMISARIO.

De acuerdo con el artículo 35 de la Ley de 28 de agosto de 1925, los suscritos, Contadores Públicos Titulados, certifican haber revisado el anterior balance del Banco de México, S. A., que está correcto y que fué formado fusionando los saldos que arroja la contabilidad de la Central y la de todas las Sucursales.

F. DIEZ BARROSO,
(C. P. T.)

T. VILCHIS,
(C. P. T.)

PRIMER BALANCE DEL BANCO DE MÉXICO CORRESPONDIENTE A SEPTIEMBRE DE 1925. ARCHIVO HISTÓRICO DEL BANCO DE MÉXICO.

daron introducir algunas reformas y adiciones al Convenio del 16 de junio de 1922. Este Convenio se celebró el 23 de octubre de 1925. México logró aplazar la liquidación de las cantidades correspondientes a 1924 y 1925 para cubrirlas a partir del 1 de enero de 1928 (convenio conocido como la "enmienda Pani-Lamont). Además logró reducir el monto total de la deuda.

Sin embargo, a finales de 1927, la Secretaría de Hacienda evaluó la situación económica y se concluyó que México no podría cubrir los compromisos de la deuda exterior al año siguiente, dándole prioridad al pago de la deuda interna. Pidieron al Comité de Banqueros que enviase peritos a estudiar la situación hacendaria mexicana a fin de elaborar un nuevo convenio más apegado a la realidad, esto es, proponiéndose sujetar el pago al principio de la capacidad de pago del país, bajo un examen de la situación económica.[54]

Joseph E. Sterrett y Joseph S. Davis fueron los encargados de evaluar la capacidad financiera de México. Concluyeron que las inversiones públicas, aun cuando necesarias para el progreso del país, distraían fondos del servicio de la deuda pública. Recomendaron reducir los gastos militares que absorbían una tercera parte del presupuesto; con ésta y otras economías se lograría servir la deuda. Difícil decisión para el gobierno, debido a que hacía frente a la rebelión cristera (1926-1929) y después a la escobarista (1929). En octubre de 1928, los representantes del Comité llegaron para discutir las bases de un nuevo convenio y, en enero de 1929, el Congreso mexicano autorizó al gobierno para consolidar las deudas en una sola emisión, con lo cual en julio se acordaría el Convenio Montes de Oca-Lamont.[55] Ese convenio se reformó en enero y diciembre de 1931. Pero no llegó a implementarse por la crisis internacional de la Gran Depresión de fines de 1929. En ese contexto con un creciente deterioro de la situación externa, se hizo énfasis en el mantenimiento del equilibrio presupuestal.[56]

DURANTE EL GOBIERNO OBREGONISTA, MÉXICO SE VÍO OBLIGADO A SUSPENDER LOS PAGOS DE LA DEUDA EXTERNA, DEBIDO A QUE UTILIZÓ LOS FONDOS PARA COMBATIR LA REBELIÓN DELAHUERTISTA. IZQUIERDA: ADOLFO DE LA HUERTA, ARCHIVO FERNANDO TORREBLANCA-PLUTARCO ELÍAS CALLES. DERECHA: PLUTARCO ELÍAS CALLES DURANTE LA INAUGURACIÓN DEL BANCO DE MÉXICO EN 1925 CON ALBERTO MASCAREÑAS, PRIMER DIRECTOR GENERAL.

ALBERTO J. PANI, SECRETARIO DE HACIENDA EN DOS PERIODOS. FUMANDO UN PURO EN PIPA, RETRATO. CA. 1918. INAH-SINAFO-FOTOTECA NACIONAL.

En febrero de 1927, Luis Montes de Oca se hizo cargo de la Secretaría de Hacienda. Su gestión inició con una continuación del gasto público que había iniciado Pani en 1926, principalmente para obras de caminos e irrigación, y que continuó hasta fines de 1928. No obstante, los problemas presupuestales iniciaron desde 1927, con una baja de los ingresos por exportaciones y explotación petrolera. En ese contexto, una característica de la política de Montes de Oca, fue dar prelación al pago de la deuda externa sobre la deuda interna.

[54] Suárez Dávila, 1988, pp. 360-366.

[55] Turlington, 1930, pp. 315-316.

[56] Suárez Dávila, 1988, p. 365-366.

El Estado mexicano dio un paso sin precedentes al constituir en 1925, el Banco de México. La formación de un banco central fue un componente indispensable para el proceso de modernización financiera que vendría años después. Si bien desde décadas atrás se había planeado la formación de un banco central, sólo hasta ese momento se habían dado las condiciones financieras y políticas para crearlo. Su mandato como agente financiero del gobierno era un avance único en términos de contar con una institución que, además de ser un eje del sistema financiero, permitiría desarrollar instrumentos de financiamiento para el Gobierno Federal.[57]

La Ley Monetaria de 1931 liberalizó parcialmente la emisión de billetes, por lo que poco a poco se fue monetizando la economía mexicana y convirtiendo al Banco de México en un verdadero banco central. Otro aspecto que reforzó las capacidades del Banco de México fue que la ley estableció un requerimiento de reserva alto para los bancos no asociados y un costo mayor para las operaciones de descuento en relación con los bancos asociados, lo cual estimuló que los bancos se asociaran.[58] Pero fue hasta la Ley Orgánica del Banco de México de 1932 que se decretó la asociación obligatoria de todos los bancos.

En febrero de 1932, en medio de una severa crisis hacendaria, Alberto J. Pani nuevamente ocupó la Secretaría de Hacienda. A diferencia de su antecesor, Pani dio preferencia al pago de la deuda interna sobre la externa, ya que consideraba que esos desembolsos "en vez de emigrar servirían para ayudar a combatir la crisis".[59]

[57] Sobre la formación del Banco de México y sus primeros años, véanse los trabajos de Eduardo Turrent y Luis Anaya, citados en esta obra.

[58] Cárdenas Sánchez, 1994, pp. 62-69.

[59] Suárez Dávila, 1988, pp. 369-370.

DE IZQUIERDA A DERECHA: LUIS MONTES DE OCA, SECRETARIO DE HACIENDA 1927; PRESIDENTE ABELARDO RODRÍGUEZ; MARTE R. GÓMEZ, SECRETARIO DE HACIENDA 1934.

IZQUIERDA: NARCISO BASSOLS, ABOGADO Y BANQUERO EN SU OFICINA, CA. 1930. INAH-SINAFO-FOTOTECA NACIONAL. DERECHA: BONO DEL GOBIERNO EMITIDO EN 1933 A CUARENTA AÑOS. COLECCIÓN PRIVADA.

En septiembre de 1933, el presidente Abelardo Rodríguez le pidió la renuncia a Pani, "dado el prestigio que el Secretario había logrado obtener entre los hombres de negocios".[60] Se nombró secretario a Elías Calles, aunque quien en la realidad llevó el despacho fue Marte R. Gómez, quien posteriormente asumió oficialmente el cargo en enero de 1934.

Para el 26 de mayo de 1934, las negociaciones de la deuda con el Comité Internacional de Banqueros se complicaron tanto que el presidente Rodríguez calificó la actitud de éste como "poco amistosa" y lo acusó de mantener "nuestros fondos en forma ilegal e injusta". El presidente se refería a los fondos que México envió al Comité en los años 1923-1927 por un total 42.9 millones de dólares, suma que creció con los intereses bancarios y multas a los tenedores de bonos por adherirse demasiado tarde al Convenio de 1922, a 45.1 millones de dólares. Además, en 1932, el Comité promovió ante los tribunales de Nueva York un juicio sobre rendición de cuentas.[61]

Todo ello fue en el entorno de la Gran Depresión, la cual impactó a la economía mexicana a través de la disminución de la demanda externa, la reducción de la oferta monetaria y del gasto público. A pesar de ello, al comenzar la recuperación económica en los años treinta, México entró en un periodo de crecimiento económico sostenido en las décadas siguientes, en el cual jugó un papel importante el desarrollo de su mercado interno.[62]

Para esa recuperación económica era indispensable contar con un sistema financiero funcional. Entre 1924 y 1941, el gobierno emprendió una reorganización institucional del sistema financiero. En 1924 se llevó a cabo la primera Convención Bancaria, sentando con ello las bases para una reactivación de la banca. Ello era necesario, dado que los bancos porfirianos se habían colapsado por los efectos de la revolución y principalmente por los empréstitos forzosos del gobierno de Huerta y las incautaciones de las fuerzas revolucionarias. Esta recomposición del sistema bancario, a través de leyes promulgadas entre 1932 y 1941, eventualmente daría al gobierno una fuente estable de financiamiento interno. Paso importante en esa reorganización institucional fue, como ya se mencionó, la fundación del Banco de México en 1925.

EL ACUERDO FINAL A LAS VIEJAS DEUDAS MEXICANAS: LOS CONVENIOS DE 1942 Y 1946

Además de la constitución del Banco de México, un punto de inflexión en la historia del crédito público, en materia de deuda externa, fueron los Convenios de 1942 y 1946. Sin embargo, para llegar a estos acuerdos, hubo un proceso largo de negociaciones por parte de las autoridades hacendarias. Indiscutiblemente, el entorno económico internacional fue favorable para concluir esta etapa del crédito público en México.[63] La negociación del Convenio de 1942 implicó una quita de más de 90% del total de la deuda; además ambos convenios establecían que México tenía 30 años para pagar, con los primeros 20 de gracia. Estos términos eran un acontecimiento único en la historia financiera de América Latina.

Al asumir la presidencia, Lázaro Cárdenas nombró a Narciso Bassols como Secretario de Hacienda, pero éste estuvo sólo un breve periodo, ya que en junio de 1935 renunció "por lealtad a Calles" ante el cisma entre los dos presidentes.

[60] Suárez Aránzolo, 1977, *Comentarios y Recuerdos*, p. 78.

[61] Bazant, 1995, p. 218.

[62] Enrique Cárdenas, 2010, pp. 503-505.

[63] Las memorias de Eduardo Suárez, Secretario de Hacienda de Lázaro Cárdenas y Ávila Camacho, contienen un recuento muy interesante y completo de los acontecimientos, cómo se fueron dando las negociaciones, cómo se llegó a la negociación de 1942 y los actores que participaron; véase Suárez Aránzolo, 1977, *Comentarios y Recuerdos*, capítulo XVII.

Durante su gestión realizó una reforma monetaria en 1935, al caer el precio internacional de la plata y hacerla más valiosa como metal que como moneda. Al desmonetizar la plata, se convirtió a los billetes del Banco de México en moneda con poder liberatorio ilimitado, lo que sentó las bases para un sistema monetario moderno, rompiendo con el esquema milenario de un sistema monetario metalista. A Bassols lo relevó Eduardo Suárez Aránzolo, quien sería uno de los Secretarios de Hacienda más influyentes de su época.

En su informe presidencial de 1936, Cárdenas confirmó que "[n]o ha variado la actitud de México en lo que respecta al problema de su deuda exterior; los deseos del gobierno de cumplir todas sus obligaciones siguen subordinados a la necesidad de aplicar la mayor parte de los recursos del país a su progreso cultural y económico". No obstante a esta declaración, en 1937 hubo un acercamiento entre ambas partes con el fin de reanudar el servicio de la deuda, pero las negociaciones se rompieron a raíz de la expropiación petrolera.[64]

A diferencia de Gran Bretaña, Estados Unidos aceptó la expropiación petrolera: sólo pidió que la indemnización fuera adecuada y pronta. Sin embargo, las pretensiones exageradas de las empresas estadounidenses empantanaron las negociaciones. Ante esta situación, el gobierno mexicano optó por negociar directamente con su homólogo americano, además de tratar otros asuntos pendientes como las reclamaciones de sus ciudadanos afectados por la reforma agraria, problema que fue resuelto a través del convenio de noviembre de 1938, que favoreció a México al pagar un millón de dólares al año hasta liquidar totalmente esa deuda.[65]

[64] Suárez Aránzolo, 1977.

[65] Suárez Aránzolo, 1977; Bazant, 1995.

La coyuntura de la Segunda Guerra Mundial favoreció a México en términos económicos pero también para finiquitar algunos de los problemas bilaterales con Estados Unidos. Así, a principios de 1941 se empezó a negociar en tres planos diferentes: petróleo, reclamaciones y la deuda exterior titulada. Los dos primeros se resolvieron con el Convenio del 17-19 de noviembre del mismo año.[66]

Convenio de 1942

El 5 de noviembre de 1942, el Secretario de Hacienda Eduardo Suárez y Thomas W. Lamont firmaron el convenio para el ajuste de la deuda directa (llamada así para distinguirla de la de la ferrocarrilera), convenio que estipuló las mayores concesiones logradas hasta entonces por México; posteriormente fue conocido como Convenio Suárez-Lamont.[67]

En este convenio, el Comité estaba integrado por representantes estadounidenses, ingleses, franceses, suizos, holandeses y alemanes. Sin embargo, debido a la situación bélica, en el convenio sólo concurren las secciones estadounidense, inglesa y suiza.[68] El gobierno mexicano estimó que bonos mexicanos por valor nominal de 50 a 60 millones de dólares (mdd)[69] se encontraban en la Europa continental dominada por los países del Eje. Por eso era preciso evitar que cualquier convenio de ajuste y pago beneficiara a las naciones agresoras.[70]

[66] Bazant, 1995, p. 220; Suárez Aránzolo, 1977.

[67] Bazant, 1995, pp. 220-221; para los detalles véase Suárez Aránzolo, 1977, cap. XVIII.

[68] Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1960, *La vieja deuda exterior titulada de México*, p. 64.

[69] A partir de este punto, en todo el texto del libro se referirá a millones de dólares como mdd.

[70] Bazant, 1995, p. 222.

EL PRESIDENTE LÁZARO CÁRDENAS LEE A LA NACIÓN EL DECRETO DE LA EXPROPIACIÓN PETROLERA, 1938. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. FONDO PERSONAJES.

LA POSIBILIDAD DE ESTABLECER FERROCARRILES Y LA INDUSTRIA PETROLERA FUERON CLAVES PARA EL DESARROLLO DEL PAÍS DURANTE EL SIGLO XX. IZQUIERDA: BONO DEL FERROCARRIL CENTRAL MEXICANO, 1888. CENTRO: REFINERÍA. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN. COLECCIÓN FOTOGRÁFICA PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA.

GRAN BRETAÑA, ESTADOS UNIDOS Y HOLANDA DECRETARON UN BOICOT CONTRA MÉXICO A CONSECUENCIA DE LA EXPROPIACIÓN PETROLERA. DICHA MEDIDA SE MANTENDRÍA HASTA 1941, CUANDO ESTADOS UNIDOS SE MOSTRÓ INTERESADO EN ADQUIRIR EL ENERGÉTICO. PERFORACIÓN DE POZOS PETROLEROS, 1938. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. SEP-INEHRM. FONDO VARIOS.

Del convenio de 1942 cabe destacar lo siguiente:

> Se ajustó y se estableció el pago de las deudas contraídas directa e indirectamente por el Gobierno, obteniéndose una reducción muy importante del capital e intereses que se habían reconocido en otras ocasiones.[71] Se propuso una quita de modo que México no pagaría sino un peso por cada dólar; a cambio de esto, México se obligó a pagar el capital reducido a elección de los tenedores en pesos o en dólares, a la paridad actual de 4.85, independientemente de que variara en el futuro. El monto de las obligaciones de México sería en moneda nacional de 230.6 mdp. Pero la reducción final fue mayor (se acabó pagando 5 centavos por dólar).[72]

México cubriría intereses por el capital ajustado a una tasa que, considerando el total de las obligaciones, sería en promedio de 4.35% anual, lo que, en el supuesto de que el total de los bonos en circulación se acogiera al convenio, implicaría un cargo anual por intereses a partir del año siguiente, por una suma nunca mayor de 10 millones de pesos.[73]

El convenio de 1942 se puso en ejecución en 1943, utilizándose los servicios de bancos destinados al efecto, en la ciudad de México, Nueva York y Londres. Debido a la guerra, no fue posible efectuar arreglos en Europa continental para la regulación de las obligaciones existentes en los países respectivos.[74]

Al término del conflicto, se tuvo interés de extender la oferta del convenio a los tenedores de bonos radicados en esa zona. Sin embargo, como ya en esa fecha se habían liquidado siete cupones semestrales, se estimó que regularizar la situación de los bonos en poder de tenedores europeos, implicaría cierto desajuste en los fondos del Gobierno, por cuyo motivo se realizó una adición al convenio de 1942.[75] Ésta fue realizada el 18 de octubre de 1946. A partir de 1948, el Gobierno se obligó a hacer en el mercado compras de bonos correspondientes a las deudas garantizadas al menos por 5 millones de dólares nominales.[76]

México no se obligó a ninguna amortización de capital antes de 1963, aunque sí podía hacer rendiciones anticipadas si esto conviniera a los intereses nacionales. También podía efectuar compras en el mercado, que tendrían que ser a una base inferior a las que se tomó en cuenta en el convenio para el ajuste del capital. Los bonos de todas las deudas no garantizadas debían estar redimidos a más tardar el 1 de enero de 1968. El gobierno, sin embargo, podía hacer compras en el mercado empleando sus propios fondos o rescates anticipados a condición de haber redimido ya las deudas garantizadas.[77]

Sólo tendrían derecho a los beneficios del convenio los bonos registrados conforme a los decretos de 4 de agosto y 24 de octubre de 1942 que los aceptaran entregando al agente del gobierno los documentos representativos de intereses causados hasta 1942.[78] Para esto, el gobierno

[71] Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1960, p. 65.
[72] *Ibid*.
[73] *Ibid*.
[74] Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1960, pp. 66-67.
[75] *Ibid*.
[76] *Ibid*.
[77] *Ibid*.
[78] Se refiere al juicio de rendición de cuentas que el Comité promovió en 1932. Este juicio continuaría, pero el Comité propuso que estos fondos se utilizaran hasta un 20% para los gastos del nuevo convenio y el resto al pago de las futuras anualidades de intereses en la proporción que corresponde a cada bono.

MÉXICO PAGARÍA PUNTUAL E, INCLUSO, EN ALGUNAS OCASIONES, ANTICIPADAMENTE LOS PRÉSTAMOS QUE SOLICITARÍA ANTES DE LOS AÑOS SETENTA DEL SIGLO XX.

mexicano celebraría un contrato con la Panamerican Trust Company, para que fungiera como su agente financiero en Nueva York.[79]

Por último, el gobierno se comprometió a presentar una oferta para resolver la deuda ferrocarrilera consolidada.[80] El convenio de 1942 redujo la deuda exterior titulada directa de México, de 509.5 mdd por capital e intereses a 50.6 mdd, o sea a menos del 10% de su monto original. Los tenedores del 99% de los bonos aceptaron los términos del convenio, y la explicación está en la "Exposición de los Motivos" del Convenio. La mayoría de los nuevos titulares eran probablemente distintos a los suscriptores originales y habían adquirido los valores a precios muy bajos, de los compradores originales. Así pues, mejoraría también la situación de los tenedores de los bonos, cuyas cotizaciones subirían al reanudarse el servicio de la deuda.[81] La deuda se redujo aun más porque se eliminaron los llamados bonos del enemigo por el monto del principal original de 29.76 mdd. Al final, la deuda real de México disminuyó de 49.5 a 43 millones de dólares.[82]

La consecuencia más importante del convenio de 1942 fue el inicio del restablecimiento del crédito de México, empezando a recibirse el mismo año los primeros préstamos del Banco de Exportación e Importación de Washington.

Si bien los asuntos relacionados con la deuda exterior con este Convenio habían quedado resueltos, México aún tuvo que lidiar con varios pendientes legales y con la inconformidad de algunos de sus tenedores de bonos de su deuda. El primero se refiere al litigio de 1932.[83] El segundo problema fue con los tenedores de bonos. Los abogados de ciertos tenedores de los certificados de intereses de 'A' y 'B' expedidos conforme al Convenio de 1922, solicitaron intervenir en el juicio.[84]

Otra reacción sobre el Convenio provino de Inglaterra. A diferencia de los tenedores de bonos estadounidenses que aceptaron de grado el Convenio, los tenedores ingleses consideraron el arreglo demasiado ventajoso para México.[85] Este malestar lo dejó ver claramente la prensa inglesa.[86] En medio de la inconformidad inglesa, el Director del Banco de México, Eduardo Villaseñor, se trasladó a Londres para gestionar el cumplimiento del arreglo de la deuda, que aprobó el Senado mexicano el 24 de diciembre.[87]

[79] Bazant, 1995, pp. 225-226. El Director General de Nacional Financiera, Antonio Espinosa, anunció que el Convenio "no se trata de una conversión de la Deuda. Los bonos viejos no se cambiarán por nuevos, sino seguirán en circulación y como se encuentran actualmente". *El Universal*, 30 de noviembre de 1942, DO9081 (1941-1949), Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[80] Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1960, p. 66.

[81] Bazant, 1995.

[82] Bazant, 1995, p. 227.

[83] *Novedades*, 26 de noviembre de 1941, *Novedades*, 29 de junio de 1944, *Excélsior*, 26 mayo de 1945, DO9081, Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[84] *Excélsior*, 29 de noviembre de 1942, DO9081; *Novedades*, 29 de noviembre de 1942, DO9081 (1941-1949), Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[85] *El Nacional*, 20 de octubre de 1943, DO9081 (1941-1949), Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[86] En un editorial, el periódico *Financial News* afirmaba que la "posición de México es hoy más fuerte que desde hace muchas décadas [por lo que] el país podría permitirse pagar más a los tenedores de sus bonos en el extranjero". El editorial dio a conocer que ya se habían hecho interpelaciones en la Cámara de los Comunes, pero que el Canciller del Tesoro estaba en espera de una oferta oficial a los tenedores para proceder. Esta actitud del gobierno inglés, según T. C. Hallinan, corresponsal de United Press, responde al "hecho de que México sea un aliado de Inglaterra contra los nazis, unido a las circunstancias de que el Comité de Banqueros de Nueva York ha aceptado ya los ofrecimientos de arreglo y liquidación". *Novedades*, 12 de agosto de 1943, DO9081; *El Nacional*, 20 de octubre de 1943, DO9081 (1941-1949), Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[87] *El Nacional*, 20 de octubre de 1943, *El Nacional*, 24 de diciembre de

Convenio del 20 de febrero de 1946

El convenio de 1942 previó un arreglo de la deuda ferrocarrilera. Los ferrocarriles fueron expropiados el 24 de junio de 1937; con este acto, el gobierno asumió directamente todas las obligaciones que tenían garantía real de los bienes expropiados, obligaciones ya incluidas en los convenios de 1922, y después excluidas de la deuda pública de 1925 y posteriormente incluidas definitivamente. El convenio se firmó el 20 de febrero de 1946 y siguió en su espíritu al de 1942, no obstante que la situación internacional no era ya la misma; pero los tenedores de bonos hicieron a México las mismas concesiones que en el acuerdo anterior.[88] Cabe señalar que el Comité de Banqueros estuvo integrado por representantes de los comités de 1922 y 1942.[89]

Al expresar la deuda nacional mexicana en dólares y al compararla con la de otros países en el mismo periodo, resalta el contraste entre México, que disminuyó durante la última guerra su deuda pública total a la mitad, mientras que la de otras naciones latinoamericanas aumentó enormemente.[90]

EL GOBIERNO RENEGOCIÓ DE MANERA VENTAJOSA LA DEUDA FERROCARRILERA, ALGUNOS MESES DESPUES DE CONCLUIDA LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL. FOTO: MAPA DE LAS REDES FERROVIARIAS EN LA REPÚBLICA MEXICANA, 1887. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN.

CONSTRUCCIÓN DE CAMINOS EN EL INTERIOR DE LA REPÚBLICA. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN. FONDO COLECCIÓN FOTOGRÁFICA PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. MANUEL ÁVILA CAMACHO. DERECHA: PRESENTACIÓN DE OBRAS DE INVERSIÓN Y AVANCE INDUSTRIAL A MANUEL ÁVILA CAMACHO. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. FONDO PERSONAJES.

A partir de este momento, México recobró la confianza crediticia que gozó durante el régimen de Porfirio Díaz. En diciembre de 1942, durante su comparecencia ante el Senado, Eduardo Suárez dijo que lo que el Gobierno de México perseguía con los Convenios de noviembre de 1942 era consolidar el crédito del país. Agregó: "De seguir esta política el Gobierno, firmemente, tendremos abiertos los mercados de capitales, para colocar en ellos nuestros valores. […] México se encuentra en aptitud de liquidar sus compromisos, sin que ello constituya un perjuicio para los intereses patrios".[91] Y así fue, porque en adelante, México pagaría puntual e, incluso, en algunas ocasiones, anticipadamente los préstamos que solicitaría antes de los años setenta del siglo xx. Esto sería resultado de la estabilidad política y del fortalecimiento del Estado y de sus instituciones, pero también del manejo óptimo y adecuado de los recursos económicos y financieros gubernamentales. En los años siguientes, el gobierno de México vería fortalecida su capacidad de obtener financiamiento, no sólo externo, sino de forma creciente de fuentes internas, para lo cual se constituyó una infraestructura institucional de amplio alcance.

88 Bazant, 1995, p. 228.

89 Al igual que en el convenio de 1942, en éste se convirtieron a dólares las deudas emitidas en monedas distintas al tipo de 4.85 pesos por cada dólar y 4.03 dólares por libra esterlina. Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1960, p. 67.

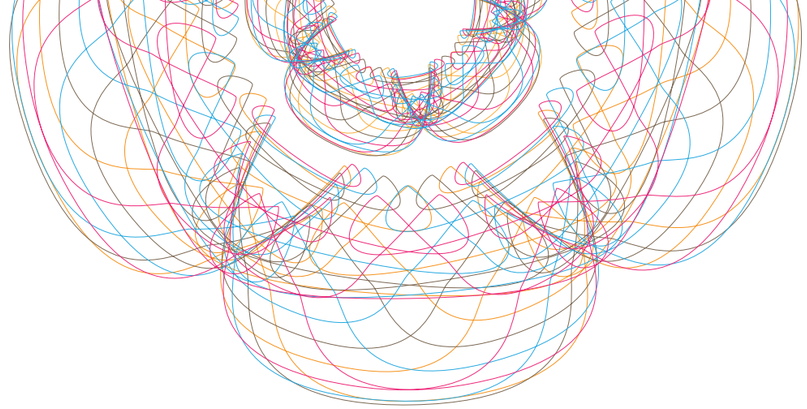
90 Bazant, 1995, p. 231.

91 *El Universal*, 25 de diciembre 1942, DO9147 (1940-1942), Deuda Exterior: Convenios, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

1943, DO9081 (1941-1949), Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

PÁGINAS 74-75: EL GOBIERNO SE COMPROMETIÓ EN 1942 A RESOLVER LA DEUDA FERROCARRILERA CONSOLIDADA. FOTOTECA NACIONAL, INAH.

LOS CIMIENTOS: EL CRÉDITO PÚBLICO ENTRE 1946 Y 1970



En febrero de 1959, el presidente Adolfo López Mateos dio a conocer a través de la prensa su programa económico, en el cual manifestaba el propósito de cubrir totalmente "la vieja deuda exterior mexicana" mediante el pago anticipado de los títulos de los convenios de 1942 y 1946.

La Secretaría de Hacienda remitió al Chase Manhattan Bank de Nueva York los fondos para realizar la amortización anticipada.[1] Se trataba de un acontecimiento que pocas veces se repetiría en la historia financiera de México; concretamente, tendrían que pasar más de cuatro décadas para que el gobierno volviera a liquidar anticipadamente pasivos con el exterior y quedara con una deuda externa con niveles mínimos históricos respecto al PIB. Esa situación le dio al gobierno de México una imagen de disciplina ante el sistema financiero internacional.

A su vez, en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial, el sistema financiero mexicano experimentó una expansión sostenida. Ese crecimiento, aunado al desarrollo de instituciones y mecanismos financieros gubernamentales, permitiría darle al sector público fuentes internas de financiamiento. Así, México entre la década de los años cuarenta y principios de los años setenta, creó los cimientos de un sistema de financiamiento gubernamental a través del sistema financiero privado y el banco central. Este capítulo explica con brevedad la formación de ese sistema, así como la política de crédito externo de entonces.

México, en el periodo que abarca del fin de la Segunda Guerra Mundial al llamado "desarrollo estabilizador", se caracterizó por un crecimiento económico sostenido; ello en un entorno de relativa estabilidad política y además, hasta 1972, por un manejo equilibrado de la macroeconomía, esto es, con estabilidad cambiaria desde 1954 y estabilidad de precios desde 1956. En ese contexto, el país también experimentó altas tasas de crecimiento de la población, la cual fue transformando al país de primordialmente rural a uno urbano.

El inicio de la Segunda Guerra Mundial impactó positivamente a México al aumentar la demanda de productos, afectó los precios relativos de bienes y servicios y generó una movilización extraordinaria de capital y personas. Además, hubo una entrada importante de capitales consecuencia del conflicto bélico. El incremento de la demanda de exportaciones también aumentó las reservas y el nivel del ingreso nacional.[2]

Durante y después de la guerra, la política económica se caracterizó por ser activa y reflejar la prioridad del crecimiento y del empleo sobre la estabilidad del tipo de cambio y, hasta cierto punto,

[1] Véase Secretaría de Hacienda y Crédito Público, 1960. Como se explicó en el capítulo anterior, las condiciones originales del Convenio establecían que México tenía 30 años para pagar, con los primeros 20 de gracia.

[2] Suárez Dávila, 1988; Cárdenas Sánchez, 2010, "La economía mexicana en el dilatado siglo xx", p. 514; Turrent, 2001, *Historia del Banco de México, 1940-1946*; Del Ángel, 2007, *BBVA-Bancomer. 75 años de historia*, y Del Ángel, 2010, "La paradoja del desarrollo financiero de México".

DE 1946 A 1972 EL PAÍS CONOCIÓ UNA ETAPA DE GRAN IMPULSO ECONÓMICO CON ESTABILIDAD FINANCIERA. LA POLÍTICA ECONÓMICA PRIORIZÓ EL CRECIMIENTO Y LA ESTABILIDAD DE PRECIOS. IZQUIERDA: MITIN DE APOYO A LA NACIONALIZACIÓN DE LA INDUSTRIA ELÉCTRICA EN 1960. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN. FONDO COLECCIÓN FOTOGRÁFICA PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA.

EL INUSITADO CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA VINO ACOMPAÑADO POR UN ACELERADO AUMENTO DE LA POBLACIÓN, AUNADO A UNA INTENSA MIGRACIÓN DEL CAMPO A LAS CIUDADES, EN BUSCA DE MAYORES OPORTUNIDADES DE TRABAJO, EDUCACIÓN Y BIENESTAR. FOTO CENTRAL: AVENIDA REFORMA EN 1959, ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN.

de los precios. El gobierno mexicano impulsó a los sectores industrial y agrícola a través de la construcción de infraestructura básica para estimular el crecimiento económico.[3] Así, la economía mexicana experimentó un fuerte crecimiento de 6.2% en promedio anual durante la década de los cincuenta y hasta 1962, a pesar de las fluctuaciones externas que asolaron la balanza de pagos.[4]

La década de los años sesenta fue un periodo de prosperidad internacional y de aumento del comercio entre los países. También para México fue una de las etapas más venturosas de su economía. Entre 1963 y 1971, el PIB creció 7.1% y el PIB per cápita aumentó 3.6% al año. Situación que se combinó con un acelerado crecimiento urbano. Para 1970, el 48% de la población vivía en ciudades. Por otra parte, la infraestructura básica, especialmente la eléctrica, tuvo un fuerte crecimiento (14% anual). La construcción creció 8% al año y la industria de la transformación 9.3%, con una diversidad creciente. El sector industrial contribuyó con casi 40% del crecimiento del producto.[5]

Aunado a ello, la estabilidad de precios en los años sesenta fue notable: 2.3% de inflación promedio anual, a pesar de que los déficits registrados fueron superiores a los observados en las dos décadas anteriores. El financiamiento otorgado por el sistema financiero al gobierno creció de 12% en 1963 a casi 25% en 1970, lo que evitó financiar el déficit público con estrategias inflacionarias.

[3] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 514.

[4] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 515.

[5] Cárdenas Sánchez, 2010, pp. 517-518.

En segundo lugar, el contexto internacional favoreció la estabilidad.[6]

El sistema financiero privado por su parte creció significativamente, consolidando una industria bancaria que formaría las bases del sistema financiero actual. A lo largo de ese periodo la relación de activos de la banca privada como proporción del PIB creció de 15.8% en 1950, a 18.9% en 1962 y a 34.1% en 1972. El número de cuentas de ahorro creció casi diez veces entre 1955 y 1970. Además, el sistema financiero se desarrolló sanamente. Ese periodo ha sido la experiencia más prolongada que ha tenido el país en crecimiento de la bancarización y penetración del sistema bancario en la economía.[7] Este desarrollo del sistema bancario permitió lo que en ese entonces se llamó la monetización del ahorro en el país. Ello fue crucial para el financiamiento del sector público.

LA MONETIZACIÓN DEL AHORRO Y EL FINANCIAMIENTO INTERNO DEL SECTOR PÚBLICO

Uno de los aspectos más importantes del periodo que va de finales del sexenio de Lázaro Cárdenas a principios de los años setenta, fue que el Estado mexicano cimentó un sistema de financiamiento interno que le permitiera obtener recursos sin tener que recurrir al impuesto inflacionario, o bien a la dependencia de crédito del exterior. Indudablemente esta elección de política económica tuvo que ver con la experiencia de los

[6] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 518.

[7] Del Ángel, 2010.

breves, empero agrios, episodios inflacionarios de las primeras décadas del siglo XX, así como con la carga que representó para el Estado mexicano la deuda externa por más de un siglo. Más allá de ese aprendizaje de la historia, era parte de una estrategia de modernización de la economía. Ya

ERA USUAL QUE EL PRESIDENTE DE LA REPÚBLICA DELEGARA EL DISEÑO DE LA POLÍTICA ECONÓMICA A LOS RESPONSABLES DE HACIENDA Y DEL BANCO CENTRAL. IZQUIERDA: MIGUEL ALEMÁN DANDO UN AVISO A LA NACIÓN POR RADIO, ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN. DERECHA: ANTONIO CARRILLO FLORES, SECRETARIO DE HACIENDA EN EL SEXENIO DE ADOLFO RUIZ CORTINES. INAH-SINAFO-FOTOTECA NACIONAL.

IZQUIERDA: RAFAEL MANCERA ORTIZ, *CA.* 1971. DERECHA: ANTONIO ORTIZ MENA, *CA.* 1950. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. SEP-INEHRM. FONDO PERSONAJES. PÁGINAS 86-87: MAQUINARIA CATERPILLAR. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN.

que por un lado, esto fue de la mano con la profundización y desarrollo del sistema financiero mexicano, principalmente la banca comercial, las financieras (intermediarios no bancarios) y las aseguradoras. Por otro, con el desarrollo de una infraestructura institucional de financiamiento al gobierno, principalmente a través de la actuación del banco central.

Esa estrategia fue implementada por los responsables de la política económica en un entorno en el que el Presidente de la República delegaba su diseño a las autoridades hacendarias y del banco central. Ello, a pesar de que estatutariamente el Banco de México no contaba con autonomía. Si bien esa práctica era informal y no estaba estipulada en la legislación, los presidentes de entonces la conservaron en mayor o menor medida. Desde Lázaro Cárdenas, quien forjó ese sistema de contrapesos, hasta Gustavo Díaz Ordaz, quien mantuvo una clara autonomía en la actuación hacendaria y de banca central.[8] Ello fue esencial en la administración del déficit público y de los pasivos del gobierno.

Después de Eduardo Suárez Aránzolo, la Secretaría de Hacienda en el sexenio de Miguel Alemán fue ocupada por Ramón Beteta Quintana, un abogado y doctor en filosofía de la UNAM, que había sido Subsecretario del ramo en el sexenio anterior. Beteta tuvo como Subsecretarios del ramo a Jesús Silva Herzog, quien había colaborado con Suárez, y posteriormente a Rafael Mancera Ortiz, un contador con experiencia hacendaria que previamente había ocupado esa Subsecretaría (de 1930 a 1932).

En el sexenio de Adolfo Ruiz Cortines, el Secretario de Hacienda fue Antonio Carrillo Flores. Carrillo era un abogado y doctor en derecho de la UNAM, que previamente había sido Director de Nacional Financiera y antes Presidente de la Comisión Nacional de Valores. Como Subsecretario de Hacienda permaneció Rafael Mancera.

De 1958 a 1970, durante los sexenios de Adolfo López Mateos y Gustavo Díaz Ordaz, el Secretario de Hacienda fue Antonio Ortiz Mena, un abogado de la UNAM que había hecho carrera en áreas financieras del sector público. Durante esos doce años, el Subsecretario de Hacienda fue Jesús Rodríguez y Rodríguez, un abogado de la UNAM que también tenía una carrera en las áreas financieras del sector público. En ese período los Directores de Crédito Público fueron José Sáenz Arroyo y Mario Ramón Beteta Monsalve. Para el caso de los créditos externos, la Comisión Especial de Financiamientos Exteriores, asentada en Nacional Financiera, era el órgano de toma de decisiones. El economista Alfredo Navarrete Romero estuvo al frente de esa comisión siendo el principal operador de los créditos externos, principalmente durante los años sesenta.[9]

[8] Para un análisis de esta práctica en lo concerniente a la actuación y la autonomía del Banco de México, véase Turrent, 2005, "Las tres etapas de la autonomía del banco central en México"; para el caso de la Secretaría de Hacienda, este aspecto se evidencia de forma indirecta, no obstante clara, en las memorias de Antonio Ortiz Mena y en el libro de Rafael Izquierdo, véanse Ortiz Mena, 1998, *El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época*; Izquierdo, 1995, *Política hacendaria del desarrollo estabilizador 1958-1970*.

[9] Entrevista a Francisco Suárez Dávila.

LA COMISIÓN ESPECIAL DE FINANCIAMIENTOS EXTERIORES, ASENTADA EN NACIONAL FINANCIERA, ERA EL ÓRGANO DE TOMA DE DECISIONES.

En esos dos sexenios, conocidos en la economía mexicana como "el desarrollo estabilizador",[10] Ortiz Mena se convirtió en uno de los Secretarios de Hacienda más influyentes en el curso de la política económica del país. Ello fue gracias a la mancuerna que logró con el titular del Banco de México, Rodrigo Gómez, para un diseño de la política económica de forma coordinada y con cierto blindaje de las decisiones de política. Cabe señalar que Gómez estuvo al frente del Banco de México de 1952 a 1970 y era reconocido por su sagacidad y liderazgo, concretando la profesionalización de los cuadros de la banca central mexicana y dando un sello propio a esa institución.

JESÚS RODRÍGUEZ Y RODRÍGUEZ, SUBSECRETARIO DE HACIENDA DE 1958 A 1970, LEYENDO UN DISCURSO. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. SEP-INEHRM. FONDO PERSONAJES.

El financiamiento al Gobierno Federal

La principal fuente del financiamiento del Gobierno Federal provino del llamado sobregiro con el Banco de México; esto es, la cuenta del banco central con el gobierno. El instrumento del depósito obligatorio en el banco central, conocido como "encaje legal" así como los esquemas de crédito selectivo, permitían al Estado obtener liquidez de la economía.[11] El encaje legal, establecido durante el sexenio de Lázaro Cárdenas, permitía al banco central controlar la liquidez de la economía, esto es, instrumentar la política monetaria y al mismo tiempo tomar esa liquidez de la economía a través de los depósitos bancarios y con ello otorgar financiamiento al gobierno. Los programas de crédito selectivo estaban coordinados con el encaje legal y permitían canalizar crédito a distintos sectores económicos y organismos públicos.

A lo largo de este periodo, una parte importante del endeudamiento del sector gubernamental se encontraba en títulos de renta fija en circulación, aunque los créditos a corto plazo (sobre todo del Banco de México) fueron importantes en algunos años. Hasta los años cincuenta, no existía mercado voluntario para los valores gubernamentales, ni había manera de forzar la absorción de éstos por instituciones financieras privadas u otros acreedores potenciales. El Banco de México absorbía directamente esos títulos. A partir de 1950, el Banco de México redujo sus créditos al gobierno, mientras inducía a los

[10] El término fue acuñado por el propio Ortiz Mena en un reporte y un artículo, publicados respectivamente en 1969 y 1970; véase Ortiz Mena, 1970, "Desarrollo estabilizador: una década de estrategia económica en México", y Ortiz Mena, 1998.

[11] Entrevistas a Francisco Suárez Dávila y Jesús Silva Herzog.

EL BANCO DE MÉXICO REDUJO SUS CRÉDITOS AL GOBIERNO A PARTIR DE 1950, AL TIEMPO QUE INDUCÍA A LOS BANCOS DE DEPÓSITO PRIVADOS A AUMENTAR SUS TENENCIAS DE VALORES GUBERNAMENTALES. FOTOGRAFÍA DE LAS OFICINAS CENTRALES DEL BANCO DE MÉXICO Y EL PALACIO POSTAL.

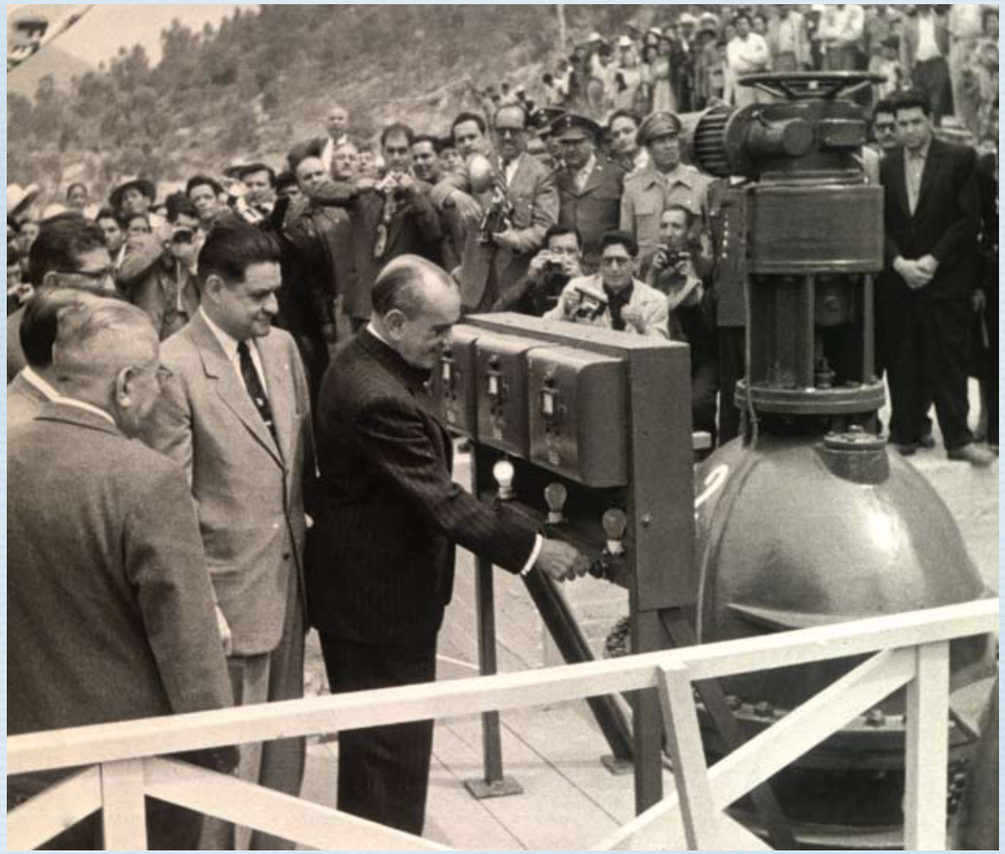
bancos de depósito privados a aumentar sus tenencias de valores gubernamentales a través del esquema de crédito selectivo.[12]

En 1955, el mecanismo del encaje se revisó de tal manera que el Banco de México pudo comenzar a cambiar seriamente la estructura del financiamiento del gobierno, retirando el apoyo directo a las necesidades de financiamiento del déficit. Durante este periodo los bancos de depósito privados y las instituciones financieras no bancarias (sobre todo las financieras privadas, después de que quedaron sujetas al sistema de encaje en 1958) estuvieron obligados, no sólo a proporcionar el nuevo financiamiento del déficit requerido por el sector gubernamental, sino también a absorber los valores que liberaba el Banco de México. Se forzó a las instituciones financieras privadas, con amenaza de sanción, a proporcionar crédito a un costo relativamente bajo al gobierno a través de la adquisición de bonos (además de crédito otorgado a través de préstamos) y, en consecuencia, una parte considerable de los recursos de estas instituciones se desvió hacia el financiamiento público. Ello tuvo consecuencias en el funcionamiento del mercado de dinero. En primer lugar, encareció los fondos prestables.[13] En segundo lugar, contribuyó a incrementar una práctica de recompra automática de los valores gubernamentales para darles mayor liquidez entre los inversionistas de entonces.[14] Cabe señalar que los grandes jugadores del sistema financiero privado y Nacional Financiera colocaban e intercambiaban los títulos de deuda directamente con

[12] Brothers y Solís, 1967, *Evolución financiera de México*, pp. 126-128.

[13] Brothers y Solís, 1967, p. 128.

[14] Cárdenas y Del Ángel, 2011, *Acciones* y *Valores*; esta práctica de recompra *quasi* automática también era común con los títulos de deuda privados.



LA MAYORÍA DE LOS CRÉDITOS DEL EXTERIOR QUE RECIBÍA EL GOBIERNO ESTABAN "ETIQUETADOS" Y DEBÍAN INVERTIRSE EN OBRAS DE INFRAESTRUCTURA. EL PRESIDENTE ADOLFO RUIZ CORTINES INAUGURA UN SISTEMA ELÉCTRICO PARA EL ABASTECIMIENTO DE AGUA POTABLE. VERACRUZ, 1957.

los compradores. Las operaciones *over-the-counter* dominaban el mercado de deuda (o de valores de renta fija, como se le conocía) y la práctica de recompra limitaba mucho la transaccionalidad y la posibilidad de tener un mercado real para títulos gubernamentales.[15] Para resolver estos problemas, en 1966 se emitieron *certificados financieros*, un instrumento que a diferencia de otros similares, no estaba sujeto a la recompra automática; no obstante, no se logró un resultado efectivo, éste llegaría hasta la introducción de los Cetes 12 años más tarde.[16]

Así, el déficit del Gobierno Federal podría ser financiado a través de medios no inflacionarios. No obstante, cabe señalar que en ese periodo el déficit público era bajo. Esto a su vez contribuyó a

[15] Cárdenas y Del Ángel, 2011.

[16] Entrevista a Francisco Suárez Dávila.

FINANCIAMIENTO INTERNO DEL SECTOR PÚBLICO POR EL SISTEMA BANCARIO, 1940-1960

Cifras en millones de pesos corrientes, incluye el endeudamiento del Gobierno Federal, de los gobiernos de los estados y del Distrito Federal.

MECANISMOS DE ENDEUDAMIENTO				FUENTES DE ENDEUDAMIENTO: BANCO DE MÉXICO Y SISTEMA BANCARIO PRIVADO		FUENTES DE ENDEUDAMIENTO: OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS		
AÑO	TOTAL	BONOS	CRÉDITOS	BANCO DE MÉXICO	BANCOS DE DEPÓSITO	BANCA NACIONAL DE FOMENTO	FINANCIERAS PRIVADAS	OTRAS ENTIDADES
1940	340.0	327.6	12.4	308.4	19.3	8.1	0.1	4.1
1941	480.3	467.9	12.4	454.0	2.2	19.6	0.2	4.3
1942	779.0	766.6	12.4	593.2	9.1	164.8	7.4	4.5
1943	851.8	839.4	12.4	534.5	26.6	282.0	4.7	4.0
1944	1,009.0	1009.0	...	617.8	52.5	317.8	4.1	16.8
1945	1,246.7	1,227.8	18.9	692.8	83.6	401.4	8.7	60.2
1946	1,290.9	1,201.1	89.8	751.2	86.7	402.2	2.8	48.0
1947	1,488.2	1,405.2	83.0	964.7	114.4	359.5	1.9	47.7
1948	1,898.9	1,816.7	82.2	1,424.1	107.2	320.2	0.9	46.5
1949	2,150.9	2,146.4	4.5	1,780.7	132.1	193.4	0.3	44.4
1950	2,351.6	2,339.6	12.0	1,725.8	261.3	308.5	1.0	55.0
1951	1,968.1	1,966.7	1.4	1,475.4	200.3	228.0	2.0	62.4
1952	2,242.6	2,240.2	2.4	1,627.6	151.6	403.2	0.2	60.0
1953	2,494.5	2,424.0	70.5	1,794.5	274.9	381.6	0.6	42.9
1954	3,017.3	2,920.7	96.6	2,378.1	261.4	326.8	0.6	50.4
1955	2,991.3	2,917.3	74.0	2,058.7	561.2	256.4	1.8	113.2
1956	3,021.4	2,916.3	104.7	1,535.7	659.1	605.4	5.7	215.5
1957	3,741.7	3,568.0	173.7	1,925.4	788.1	702.8	0.7	324.7
1958	4,412.8	4,345.0	67.8	2,436.9	768.2	590.3	41.5	575.9
1959	4,219.8	4,152.6	67.2	1,601.1	1,069.8	350.8	668.0	530.1
1960	5,509.4	4,992.1	517.3	1,900.5	1,250.4	907.0	802.4	649.1

Fuente: Brothers y Solís, 1967, pp. 124-125, con información de los informes anuales del Banco de México, S.A.

mantener un sistema de baja tributación, el cual se justificaba como una forma para estimular la formación de capital, principalmente en esquemas que propiciaran la reinversión de utilidades más que el pago de dividendos.[17]

A pesar de que este sistema, principalmente en su componente del encaje legal, fue presentando limitaciones con el tiempo, en la medida que la economía se hacía más compleja, sentó los cimientos de un sistema de crédito público moderno. En primer lugar, porque creó mecanismos institucionales para que el déficit del gobierno pudiera financiarse internamente a través del sistema financiero local. En segundo lugar, porque llevó a que el banco central desarrollara esquemas técnicos, tanto para el financiamiento del gobierno como en su relación con el sistema financiero privado.

[17] Suárez Dávila, 1988, p. 401.

IZQUIERDA: DURANTE LA PRESIDENCIA DE RUIZ CORTINES SE CONSTRUYÓ LA UNIDAD HABITACIONAL DEL IMSS NÚMERO 1. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN. FONDO COLECCIÓN FOTOGRÁFICA PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA. DERECHA: PANORÁMICA DE LA CONSTRUCCIÓN DE CIUDAD UNIVERSITARIA. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN. FONDO COLECCIÓN FOTOGRÁFICA PRESIDENCIA DE LA REPÚBLICA.

A FINALES DE LOS AÑOS CUARENTA EL GOBIERNO MEXICANO TUVO ACCESO A CRÉDITOS DE LOS RECIÉN CREADOS FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y BANCO MUNDIAL, DESTINADOS A PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA. FOTO: PANORÁMICA DE LA CONSTRUCCIÓN DEL FRONTÓN Y LOS CAMPOS DEPORTIVOS DE CIUDAD UNIVERSITARIA. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN.

LA POLÍTICA DE CRÉDITO EXTERNO

En 1946 México tuvo un nuevo comienzo en los mercados financieros internacionales, después de tres lustros de estar suspendido el servicio de la antigua deuda pública exterior. Los acuerdos de 1942 y 1946 permitieron un reordenamiento del crédito externo y un acceso abierto, pero del cual el gobierno haría un uso controlado.

En los años de la posguerra, ante el surgimiento del Fondo Monetario Internacional, del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento y los Export-Import Banks, hubo una ola mundial de financiamiento a través de estos organismos. Con ello, surgió una nueva fuente de financiamiento para el sector público mexicano: los créditos de fomento del exterior, que contribuyeron con el 9% del importe de la inversión pública.[18] Por un lapso importante, el endeudamiento externo provino principalmente de organismos financieros internacionales. De los más significativos, en 1947 se recibió un préstamo del Fondo Monetario Internacional; en 1949 uno del Banco Mundial y uno del Banco Interamericano de Desarrollo en 1961. Fueron operaciones más bien emblemáticas, dado que los montos eran relativamente pequeños.[19]

Entre 1942 y 1950 se usaron créditos, principalmente del Banco de Exportaciones e Importaciones de Estados Unidos y del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, para proyectos industriales, así como de caminos, ferrocarriles y energía eléctrica. Desde diciembre de 1948 el Congreso autorizó al Ejecutivo para otorgar, por medio de Nacional Financiera, la garantía solidaria del gobierno de México a las operaciones que se contrataran con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.[20]

Además, bajo una política de saneamiento de las finanzas subnacionales en México, a principios de los años cincuenta se llevó a cabo la emisión de dos empréstitos extraordinarios destinados a cancelar adeudos municipales y de gobiernos de las entidades federativas. Éstos se contrataron en 1953 y 1956, aplicándose 300 millones de pesos a cancelar obligaciones de municipios y 100 millones de pesos al pago de adeudos estatales respectivamente.[21]

La mayoría de los créditos externos del gobierno eran para obras de infraestructura, ya que estaban "etiquetados", y la entidad que fungía como agente financiero era Nacional Financiera, la cual, como ya se mencionó, tenía un lugar central en este proceso a través de la Comisión Especial de Financiamientos Exteriores, que funcionaba en la misma Nacional Financiera en colaboración con el Banco de México. Tenía atribuciones de control, coordinación, registro y vigilancia.[22] De hecho, la normatividad de entonces establecía que sólo podrían contraer compromisos directos en moneda extranjera el Banco de México, Nacional Financiera, el Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, el Banco Nacional de Comercio Exterior y, a partir de 1966, el Banco Nacional Agropecuario.[23]

[18] Navarrete, 1960, "El financiamiento del desarrollo económico", pp. 525-526.

[19] Negrete Cárdenas, 1999, "Mexican Debt Crises: a new approach to their genesis and resolution", cap. 5.

[20] Navarrete, 1960, pp. 525-526; Salas Villagómez, 1960, "La deuda pública", p. 467.

[21] Salas Villagómez, 1960, p. 468.

[22] Izquierdo, 1995, pp. 121-122; Green, 1976, *El endeudamiento público externo de México 1940-1973*.

[23] Izquierdo, 1995, pp. 121-122; véase también *Acuerdo por el que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público se abstendrá de autorizar endeudamientos*

LOS ACUERDOS DE 1942 Y 1946, PERMITIERON UN REORDENAMIENTO DEL CRÉDITO EXTERNO Y UN ACCESO ABIERTO, PERO DEL CUAL EL GOBIERNO HARÍA UN USO CONTROLADO.

Marichal (2003) explica que entre 1942 y 1955 Nacional Financiera participó en la gestión de más de 300 mdd en préstamos del Export-Import Bank de Estados Unidos para facilitar la importación de bienes de capital y equipo destinados a la empresa de Ferrocarriles Nacionales de México, a la administración de Caminos, a la Comisión Federal de Electricidad, Pemex, Altos Hornos, Guanos y Fertilizantes y un buen número de empresas adicionales que recibieron créditos menores. Después de 1955 este financiamiento se aceleró, con créditos para importación de equipo para transportes, energía eléctrica e industria. Pemex también recibió préstamos de parte de la banca privada en esas décadas.[24]

En el caso de los préstamos otorgados por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento, la agencia fue Nacional Financiera, la cual gestionó créditos externos por valor de 150 mdd entre 1949 y 1955, siendo destinados a la electrificación y al desarrollo del sistema ferroviario, y en una proporción mínima a la industria de transformación. Luego de 1954 se suspendieron nuevos créditos del Banco Mundial para México, no siendo hasta 1958 cuando se obtuvieron otros 45 mdd para completar el programa quinquenal de electrificación. Si bien los montos eran relativamente pequeños, fueron relevantes para los procesos de industrialización que tuvieron lugar en el país en aquella década.[25]

El FMI jugó un papel limitado en el financiamiento externo de México en aquellos años dada la salud de las finanzas públicas. No obstante, hubo ocasiones en que fue necesario recurrir a ese organismo internacional. En febrero de 1959, el primer año de gobierno de Adolfo López Mateos, ante un deterioro de la balanza de pagos por incrementos en el valor de las exportaciones mexicanas, se tuvo que acudir a un

FERROCARRILES NACIONALES Y ADMINISTRACIÓN DE CAMINOS, ASÍ COMO OTRAS EMPRESAS PARAESTATALES, FUERON BENEFICIADAS CON LOS CRÉDITOS DEL EXTERIOR ENTRE 1942 Y 1955. FOTOS: FERROCARRIL MEXICANO Y OBRAS DE MEJORAMIENTO URBANO. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN.

externos en moneda extranjera o de fuente extranjera a las entidades del sector público, *Diario Oficial*, 9 de junio de 1970.

[24] Véanse Marichal, 2003; Green, 1976.

[25] Marichal, 2003.

PÁGINAS 96-97: OBRAS EN CIRCUITO INTERIOR A LA ALTURA DEL MONUMENTO A LA RAZA Y AVENIDA INSURGENTES, CA. 1966. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. SEP-INEHRM. FONDO VARIOS.

GRACIAS A LA BUENA SALUD DE LAS FINANZAS PÚBLICAS, EL FMI JUGÓ UN PAPEL LIMITADO EN EL FINANCIAMIENTO EXTERNO DURANTE LAS DECÁDAS DE 1950 Y 1960. NO OBSTANTE, HUBO OCASIONES, COMO EN 1959, EN QUE FUE NECESARIO RECURRIR A ESE ORGANISMO INTERNACIONAL. IZQUIERDA: OBRAS CARRETERAS. DERECHA: INFRAESTRUCTURA DE DRENAJE.

acuerdo de giro (conocido generalmente como *stand by*)[26] con el FMI y negociar un crédito de largo plazo con el Eximbank por 100 mdd para mantener las importaciones de capital. También se solicitó un apoyo bajo el Convenio de Estabilización con el Tesoro de Estados Unidos por 75 millones, mientras surtían efecto medidas tomadas internamente por el gobierno de México. En marzo de ese año, Rodrigo Gómez, en la reunión del Directorio Ejecutivo del FMI, declaró que era importante mantener bajo control la situación fiscal y fortalecer la confianza en el peso mexicano. En 1960, la economía enfrentó de nuevo problemas en el sector externo, ya que hubo un incremento en el déficit de la balanza comercial. En julio de 1964 se recurrió a un nuevo acuerdo *stand by* con el FMI, el cual sería el último en ese periodo hasta 1976.[27]

Con una deuda externa llevada al mínimo, México era atractivo para los mercados financieros internacionales. El ingreso fue paulatino y cuidadoso. En marzo de 1961 se hizo una operación para Nafinsa, con Prudential Life Insurance Corp.[28] El año 1962 presentó un cambio importante en el crédito externo, ya que después de un periodo en el que principalmente se había hecho uso de créditos de organismos financieros internacionales como BID, BIRF y Eximbank, México se convirtió en el primer país en desarrollo que logró en la posguerra una colocación voluntaria de bonos en el mercado internacional de capitales. Veinte años después de la resolución de la antigua deuda externa en 1942, esto fue el inicio de la imagen del país como un acreedor confiable en el mercado.[29] El regreso definitivo del país a los mercados financieros internacionales fue en julio de 1963, con la primera colocación internacional de bonos mexicanos en décadas, una operación de 40 mdd que fue considerada muy exitosa.[30] De este modo, en el periodo de Antonio Ortiz Mena, como consecuencia del reducido nivel de deuda externa, se empezó a propiciar de nuevo el uso del crédito externo.[31]

A pesar de que el endeudamiento externo no era un asunto de preocupación en la economía mexicana, en los años sesenta había ya una discusión entre especialistas y académicos internacionales sobre la capacidad de los países en desarrollo para absorber deuda externa.[32] Esa discusión se anticipaba a los problemas que se gestarían en la época siguiente.

La emisión en los mercados financieros internacionales de Bonos de los Estados Unidos Mexicanos para Fomento Económico fortaleció la posición de las autoridades financieras mexicanas en los mercados. Para entonces, México era ya un sujeto de crédito de sumo interés para los mercados internacionales.[33]

BONOS EXTERNOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS
PARA EL FOMENTO ECONÓMICO, 1963-1968

EMISIÓN	MONTO, MILLONES DE USD	PLAZO, AÑOS	TASA DE INTERÉS NOMINAL ANUAL %	PRECIO DE COLOCACIÓN %
15-6-1963	40.0			
A	5.0	3	6	100.0
B	5.0	4	6	100.0
C	5.0	5	6	100.0
	25.0	15	6 ¾	97.70
1-4-1964	25.0	15	6 ½	97.66
1-11-1964	35.0	15	6 ¼	98.25
1-11-1965	27.5	15	6 ½	98.75
1-7-1966	15.0	15	6 7/8	96.50
15-11-1966	10.0	15	7 ¼	96.50
15-4-1967	26.0	15	7	99.00
1-3-1968	35.0	5	7 ¼	98.00
1-6-1968 Emisión de 100 millones de marcos.	26.0a	12	7	97.50

Fuente: Izquierdo, 1995, p. 123; con datos de los prospectos de emisión, de la Oficina Técnica del Banco de México.

[26] Un "stand-by arrangement" del FMI es una figura, creada en 1952, de ayuda para países miembros que enfrentan crisis de balanza de pagos. Generalmente era ayuda condicionada a ajustes económicos, aunque en años recientes las estipulaciones se han flexibilizado.

[27] Suárez Dávila, 1988, p. 402; para las causas de los eventos de 1959 véase Cárdenas Sánchez, 1996, *La política económica en México, 1950-1994*.

[28] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[29] Suárez Dávila, 1988.

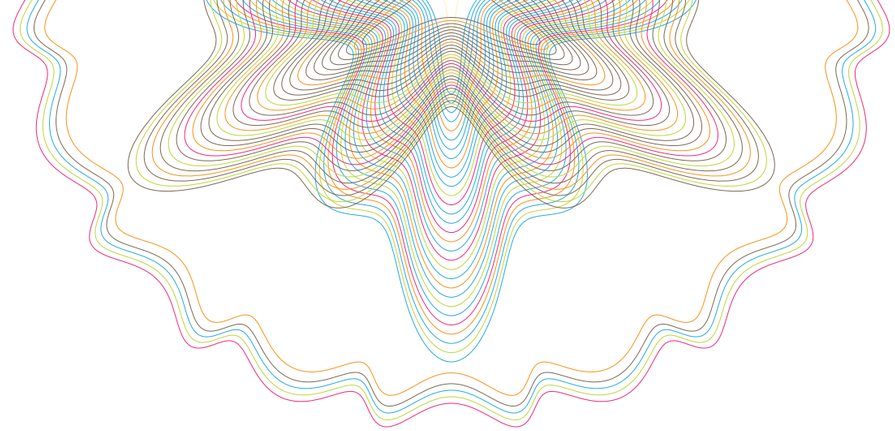
[30] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[31] Para detalles del proceso y las operaciones de financiamiento externo en esos años véanse Green, 1976 y Gleason Galicia, 1943, "Papel de los créditos del exterior en el financiamiento al desarrollo económico"; así también los informes periódicos de Nacional Financiera, algunos ubicados en el Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

[32] Esa discusión se anticipaba por varias décadas a la noción reciente de "intolerancia a la deuda". Véase Green, 1976, para esa discusión; muchos de estos estudios fueron promovidos por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) y el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

[33] Izquierdo, 1995, pp. 123; Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

DEL FIN DE BRETTON WOODS A LA CRISIS DE LA DEUDA DE 1982



LA DÉCADA DE LOS AÑOS SETENTA, DURANTE LOS SEXENIOS DE LOS PRESIDENTES LUIS ECHEVERRÍA ÁLVAREZ Y JOSÉ LÓPEZ PORTILLO, SE IDENTIFICA CON UNA EXPERIENCIA DE ALTO ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EXTERNO. SIN EMBARGO, ESTE FENÓMENO DEBE EXPLICARSE A LA LUZ DEL ENTORNO NACIONAL E INTERNACIONAL.

El creciente endeudamiento externo que se experimentó durante esa década tiene fundamentalmente dos orígenes. La causa a la que se hace mención de forma más recurrente es la necesidad de buscar fuentes para financiar el déficit gubernamental, el cual fue aumentando ante una política de expansión del gasto y la inversión públicos.[1] La segunda causa se refiere al comportamiento de la oferta internacional de financiamiento.[2]

En este capítulo se explica la política de crédito público en esos años, enfocando los grandes problemas que se enfrentaron. El primero es la creciente oferta de financiamiento externo, en el marco de una política de expansión del gasto público. El segundo es el arranque de mecanismos de mercado para el financiamiento interno del gobierno. El capítulo concluye con el estallido de la crisis de la deuda externa de 1982.

[1] Véase por ejemplo el estudio clásico de Bazdresch y Levy, 1991, "Populism and economic policy in Mexico, 1970-1982"; para una explicación de la política económica de Echeverría véase Tello, 1979, *La política económica en México, 1970-1976*.

[2] Véase Stallings, 1987, *Banker to the Third World, U.S. Portfolio Investment in Latin America. 1900-1986*; Griffith-Jones, 1988, *Managing world debt*. Para el caso de México véase principalmente Negrete Cárdenas, 1999.

EL ENTORNO INTERNACIONAL Y LA EXPANSIÓN DEL ENDEUDAMIENTO

A principios de los años setenta, una fase de endeudamiento externo se generalizó en los países en vías de desarrollo. Un factor clave fue el estallido de la crisis petrolera de 1973, detonada por un embargo petrolero de naciones árabes de la OPEP, como respuesta aparente al apoyo militar de Estados Unidos a Israel durante la guerra del Yom Kipur, que elevó los precios internacionales del petróleo. Esa crisis jugó un papel decisivo, ya que muchos países petroleros, principalmente del Medio Oriente, siguieron lo que se llamó un proceso de reciclaje de fondos (llamado *recycling process*). Este proceso se debía a que varios países de esa región, exportadores de petróleo, no tenían capacidad para absorber en sus economías los crecientes remanentes petroleros, por lo que los depositaban en cuentas en los principales bancos norteamericanos y europeos (generalmente cuentas de corto plazo); esos recursos eran prestados a países importadores de petróleo para poder absorber los choques de la crisis.[3]

Otro factor fundamental para entender el proceso de endeudamiento y que tuvo un efecto más

[3] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4.

EL DESMORONAMIENTO DE LOS ACUERDOS DE BRETTON WOODS, PACTO ESTABLECIDO A FINES DE LA SEGUNDA GUERRA MUNDIAL PARA REGULAR EL SISTEMA ECONÓMICO INTERNACIONAL LLEVÓ AL ABANDONO DE LAS TASAS DE INTERÉS FIJAS EN LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS. FOTO DE LA CONFERENCIA DE BRETON WOODS. BIBLIOTECA DEL CONGRESO, WASHINGTON, 1945.

profundo, es la expansión del *Eurodólar*,[4] principalmente durante los años setenta, a partir del fin del Acuerdo de Bretton Woods. El principal origen de este fenómeno fueron las restricciones que implementaron algunas autoridades monetarias, como fue el caso del Reino Unido en 1956, para desincentivar actividades internacionales con sus divisas y evitar posibles ataques especulativos. Esto llevó a que los bancos europeos cambiaran esas divisas por dólares. Consecuentemente, además de depósitos, los bancos llevaron a cabo operaciones de crédito en dólares. Otra razón, probablemente menos importante que la primera, fue el crecimiento de los depósitos en dólares en bancos europeos de países del bloque soviético. Durante la Guerra Fría, el gobierno de la Unión Soviética tenía la preocupación de que sus depósitos en dólares que se encontraban en Estados Unidos fueran confiscados. Por ello, esos depósitos se movieron a bancos europeos, algunos controlados por los intereses soviéticos como el Narodny en Londres y la Banque Commerciale pour l'Europe du Nord en París. Estas operaciones se extendieron en el resto de los países del bloque socialista. Los depósitos originalmente fueron de corto plazo con renovaciones, pero eventualmente se fueron convirtiendo en obligaciones de mediano y largo plazo, principalmente en la medida que esos dólares se usaban en operaciones de financiamiento. Asimismo, los crecientes déficits en balanza de pagos de Estados Unidos estaban siendo cubiertos con emisión de dólares que se depositaban como reservas en Europa. Como resultado, la banca internacional tenía una fuerte disponibilidad de liquidez. Por otra parte, la crisis económica que afectó a los países desarrollados entre 1974 y 1975, llevó a que los bancos buscaran con avidez a países en desarrollo como un nuevo segmento de crédito.[5]

En tercer lugar, hubo una serie de transformaciones financieras que facilitaron los préstamos a países en desarrollo.[6] El desmoronamiento de los Acuerdos de Bretton Woods en 1971, en parte consecuencia de la expansión del eurodólar, y la nula efectividad del Acuerdo del Smithsonian para restaurar, ese mismo año, un nuevo esquema monetario internacional, llevó al abandono de las tasas de interés fijas en las transacciones financieras. La tasa de interés activa se definiría a partir de entonces con dos partes, un referente del mercado (como la LIBOR) y un diferencial (comúnmente llamado *spread*), el cual incorporaría (principalmente, pero no únicamente) el riesgo percibido de la operación. Otra vieja práctica que se expandió en esos años como una innovación fue la sindicación de préstamos, lo cual permitía diversificar riesgos entre varias instituciones financieras, y lo más importante, fue que permitió a bancos pequeños participar en grandes operaciones. Debido a la liquidez excesiva en Europa y Estados Unidos por los petrodólares, ambas prácticas contribuyeron a un fuerte crecimiento de los créditos a los países en desarrollo, desplazando inclusive a los prestamistas multilaterales tradicionales como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, los cuales eran vistos, ante la dinámica del mercado bancario, como agencias inflexibles.[7]

El mecanismo de los préstamos sindicados se hizo sumamente atractivo para crédito soberano. Desde décadas atrás, el crédito sindicado funcionaba eficazmente como financiamiento a grandes empresas en economías con altas tasas de crecimiento como era el caso de Alemania y Japón. La estructura de incentivos derivada de un sindicato bancario con un banco líder había tenido éxito para diversificar riesgos, aumentar la capacidad de financiamiento y formar compromisos de largo plazo con empresas.[8] En el caso de préstamos a gobiernos, daba la ventaja de tener una negociación bilateral y poder identificar a la contraparte (lo cual era atractivo tanto para los bancos como para los gobiernos). En el caso de los bonos, como ocurrió antes y durante la Gran Depresión, si un país no podía enfrentar los pagos entraba en *default*. Por ello, las primas de riesgo compensaban esa posibilidad, y generalmente ocurría en emisiones específicas de bonos. Los créditos sindicados, a diferencia, no tenían el problema de que los tenedores de las obligaciones estuvieran altamente dispersos. A su vez, los nuevos esquemas de tasas de interés permitían incorporar el riesgo.[9] No obstante, la percepción del riesgo era distorsionada por la noción de que "un país no podía quebrar", y por lo tanto no incorporaba la probabilidad de no pago; consideraba la percepción que se tenía del

[4] El término *Eurodólar* se refiere a depósitos denominados en dólares americanos en países distintos a los Estados Unidos, fuera de la jurisdicción de la Reserva Federal. El término surgió por las operaciones hechas por bancos en Europa desde los años cincuenta. No obstante, esta definición se ha expandido a divisas como el Euro, el Yen y la Libra Esterlina, ampliándose el término a *Eurocurrency*.

[5] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4; McKinnon, 1977, "The Eurocurrency market".

[6] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4.

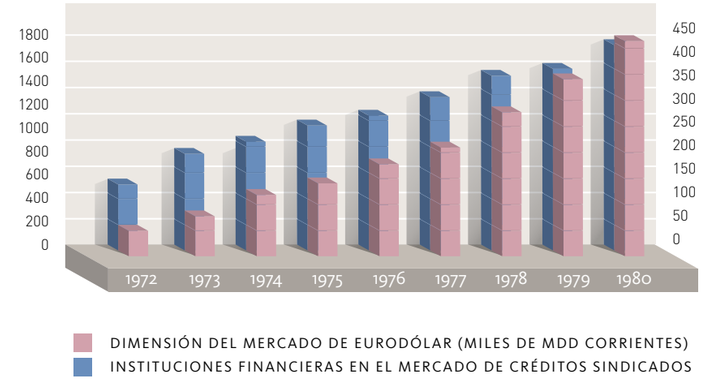
[7] *Ibid.*

[8] Véase Aoki and Patrick, 1994, *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*.

[9] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4; Folkerts-Landau, 1985, "The changing role of international bank lending in development finance".

LA EXPERIENCIA DE LA POSGUERRA EN MATERIA DE CRÉDITO SOBERANO APARENTEMENTE FUE MODERADA, DOMINADA POR PRÉSTAMOS BILATERALES Y OPERACIONES ESPECÍFICAS CON INSTITUCIONES FINANCIERAS INTERNACIONALES.

4.1 CRECIMIENTO DEL MERCADO INTERNACIONAL DE CRÉDITOS



Fuente: Negrete, 1999, cuadros C.4 y C.11.

crecimiento futuro de un país, la cual en muchos casos era errónea.[10]

Si bien en los países en desarrollo, particularmente en las naciones de América Latina, había una larga experiencia histórica de deuda externa soberana, para las nuevas contrapartes, los bancos comerciales internacionales no tenían, como industria en su conjunto, una experiencia relevante de préstamos soberanos a países en desarrollo. En primer lugar, las últimas experiencias históricas de deuda a países en desarrollo que duraron hasta la Gran Depresión, eran dominadas por operaciones de mercado (emisión de bonos), las cuales fueron desapareciendo ante los casos de *default*. La experiencia de la posguerra en materia de crédito soberano aparentemente fue moderada, dominada por préstamos bilaterales y operaciones específicas con instituciones financieras internacionales. De acuerdo con Negrete (1999), a esa poca experiencia además había que añadir un récord histórico de pocas pérdidas para operaciones crediticias internacionales, la noción de que los préstamos soberanos eran de bajo riesgo, y un relevo generacional en los grandes bancos internacionales con un mayor interés por buscar nuevos horizontes en su negocio. De hecho, se había desatado una competencia feroz en la banca internacional para colocar créditos en países en desarrollo.[11]

Durante la década de los años setenta, los diferenciales de tasas de interés para gobiernos de países en desarrollo se redujeron y los plazos de los préstamos se fueron alargando. A pesar de que hubo eventos que llevaron a ligeras contracciones en el mercado, como la quiebra del banco alemán Herstatt en junio de 1974 y la crisis mexicana en 1976, el crecimiento se mantuvo.[12] A las grandes tendencias se pueden

[10] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4; para las nociones de crédito soberano véanse Sachs, 1984, *Theoretical issues in international borrowing*; Grossman y Van Huyck, 1988, Sovereign debt as a contingent claim, repudiation and reputation".

[11] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4; Stallings, 1987.

[12] Véanse algunos de los testimonios en este libro. Véase también, hemerografía con ejemplos de la época: "Pese a su crecimiento de la deuda externa, plena confianza en México: banqueros suizos", *Excélsior*, 8 de abril de 1975; "Amplios créditos a disposición de México", *El Universal*,

añadir las anécdotas de los secretarios de Hacienda de muchos países, como es el caso de México, los cuales eran casi hostigados por banqueros para aceptar sus créditos.[13]

Tradicionalmente se ha considerado que la conducta de los bancos internacionales de aumentar su cartera en países en vías de desarrollo sobre el riesgo de un país (cuando generalmente no lo era). No obstante, la evidencia histórica y de la literatura académica proporcionan elementos para poder afirmar que el proceso de endeudamiento de los países en desarrollo fue empujado, en buena medida, desde el lado de la oferta de financiamiento, esto es, por los bancos.[14]

EN EL SEXENIO DE DÍAZ ORDAZ EL "DESARROLLO ESTABILIZADOR" TUVO SUS ÚLTIMOS AÑOS. ECHEVERRÍA CAMBIÓ EL PARADIGMA DE DESARROLLO. DE IZQUIERDA A DERECHA: GUSTAVO DÍAZ ORDAZ. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. SEP-INEHRM. FONDO PERSONAJES. LUIS ECHEVERRÍA ÁLVAREZ. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*. SEP-INEHRM. FONDO PERSONAJES.

LA DÉCADA DE LOS SETENTA CONOCIÓ DIFERENTES MOVIMIENTOS SOCIALES Y SINDICALES, ENTRE SUS DEMANDAS ESTABA EL ALZA DE LOS SALARIOS, FOTO: ARCHIVO *PROCESO*.

respecto al riesgo que enfrentaban era "irracional". Sin embargo, Negrete (1999) explica que la banca, basada en su poca experiencia de entonces, así como en sus creencias sobre el riesgo que se percibía principalmente por los *spreads* sobre la tasa LIBOR, tomaban a éste como una señal de mercado

CAMBIO EN LA POLÍTICA ECONÓMICA Y EN LA DINÁMICA DEL CRÉDITO PÚBLICO

En el último año de la administración de Gustavo Díaz Ordaz, el "desarrollo estabilizador" llegaba a su fin.[15] El desempeño económico de los últimos años de ese sexenio mostró un récord histórico en términos de crecimiento.[16] No obstante, el auge de la década anterior ya menguaba. Para el presidente entrante Luis Echeverría, el contexto general era complicado en términos sociales, económicos y políticos. Durante su primer año de gobierno, la economía todavía registró una inercia de crecimiento, pero para mediados de 1971 el país experimentó una desaceleración significativa.

A la desaceleración de ese año, se le sumó el descontento social derivado de los movimientos estudiantiles y sociales de 1968 y de 1971. El panorama internacional resultó nada alentador, pues el rompimiento del sistema monetario de Bretton Woods implicó la devaluación del dólar y la generalización del régimen de tipo de cambio flexible.[17] Para la Secretaría de Hacienda había indicios de un "sobrecalentamiento" de la economía desde fines de 1970, por lo que adoptaron una estrategia de reducción del gasto público y contracción del crédito. En 1971, el PIB registró una caída en su crecimiento.[18] A ese año se le llamó entonces, "de la atonía". Para el titular del ejecutivo ese resultado había sido inaceptable.[19]

A partir de 1972 la política de gasto público se hizo deliberadamente expansionista, convirtiéndose en la estrategia central de la política económica de ese sexenio. En ese año el gasto aumentó 40% y la inversión pública 84%, ello con una inflación aún baja. A partir de entonces se abandonó la noción de una política hacendaria "balance", para pasar a una política hacendaria "instrumento".[20] Hacia marzo de 1972, el déficit público alcanzó una cifra récord desde los años de la Revolución, al llegar a 4.9% del PIB. No obstante, las expectativas de la gente, acostumbrada a una estabilidad de precios por años, ayudaron a mantener la inflación bajo control a pesar de que iniciaba una expansión del gasto.[21]

Dado que era indispensable incrementar los ingresos fiscales, se intentó otra reforma fiscal en la misma línea que la de 1964, pero, al igual que ese intento, ésta no fue aprobada debido a la oposición aparente del sector privado.[22] La única opción que restaba era continuar con el uso del encaje legal y la impresión de dinero. En 1973 el PIB creció 8.4%, lo que reflejaba la

31 de enero de 1971". DO9426 (1964-1978) Deuda Pública: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[13] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4, argumenta que la oferta contribuyó a formar su propia demanda, independientemente de que para los gobiernos fuera tentador relajar su restricción presupuestal con deuda; el único caso latinoamericano que entonces optó por seguir una conducta prudente rechazando créditos ofrecidos fue Colombia.

[14] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4; Folkerts y Landau, 1985.

[15] Cárdenas Sánchez, 1996.

[16] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 521.

[17] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 521; Cárdenas y Del Ángel, 2011.

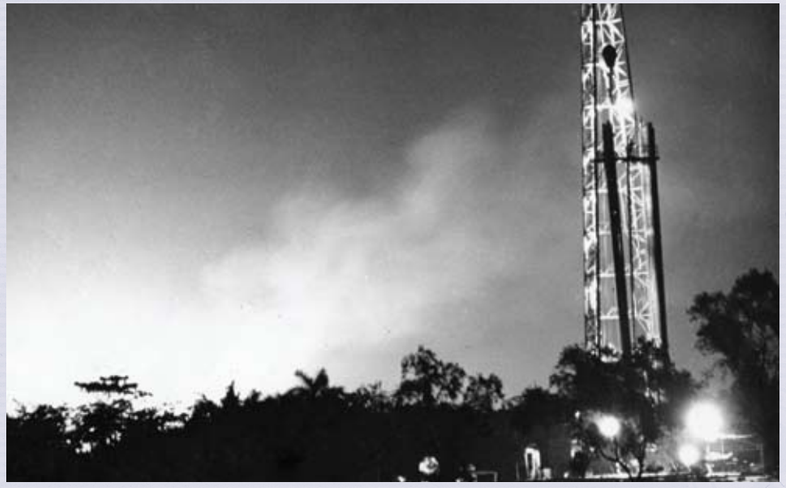
[18] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 521. Nota: cabe señalar que en este libro, para mantener consistencia, se usan las cifras de crecimiento del PIB originalmente presentadas en los estudios que se citan a lo largo del libro para ese fin; no obstante, el INEGI hizo recientemente un ajuste a las cifras históricas del PIB. Esos ajustes del INEGI no implican contradicciones en los argumentos que se presentan, aunque sí tienen algunas variaciones en la cifra exacta.

[19] Entrevista a Jesús Silva Herzog Flores.

[20] Suárez Dávila, 1988, pp. 408-409.

[21] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 522.

[22] Cárdenas y Del Ángel, 2011.



LA POLÍTICA ECONÓMICA DEL GOBIERNO ECHEVERRISTA, QUE LO CONFRONTÓ CON LOS EMPRESARIOS, AUNADA A LA INFLACIÓN Y LA CRISIS ENERGÉTICA MUNDIAL REPERCUTIERON NEGATIVAMENTE EN LAS FINANZAS DEL PAÍS. IZQUIERDA: POZO PETROLERO EN TABASCO, ROGELIO CUÉLLAR / PROCESOFOTO. CENTRO: EN ESE SEXENIO FUE CREADO EL INFONAVIT.

COMO ERA INDISPENSABLE ELEVAR LOS INGRESOS DEL FISCO, EN 1964 SE INTENTÓ UNA REFORMA FISCAL. SIN EMBARGO, ÉSTA NO PROSPERÓ, DEBIDO A LA OPOSICIÓN DEL SECTOR EMPRESARIAL. EN LA FOTO, ANTONIO ORTIZ MENA, SECRETARIO DE HACIENDA EN LOS SEXENIOS DE LÓPEZ MATEOS Y DÍAZ ORDAZ, ACOMPAÑADO DE UNA COMITIVA.

expansión del gasto público y el hecho de que la población no había demandado aumentos salariales por el incremento de precios dada su experiencia anterior. Pero evidentemente la inflación también se elevó de manera progresiva y la gente comenzó a resentirlo y exigir aumentos salariales. Al mismo tiempo, la orientación hacia una política de masas en las decisiones del ejecutivo gestó un conflicto cada vez mayor entre el sector privado y el sector público, que se manifestó en una serie de expropiaciones. Sumado a esto, la inflación interna se agravó por el embargo petrolero árabe, que aumentó la inflación internacional.[23]

A pesar de las dificultades, la expansión del gasto público fue tal que la economía en su conjunto creció a una tasa promedio de 6.9% entre 1971 y 1974. En ese contexto, se juntaban las dos coyunturas: México requería ahorro externo y la banca internacional ofrecía recursos abundantes a precios bajos. Dado que las exportaciones continuaron siendo menores que las importaciones, el endeudamiento externo ayudaría a saldar el déficit de la cuenta corriente.[24]

De acuerdo con Negrete (1999) el crecimiento en el endeudamiento público mexicano empezó meses antes del alza en los precios del petróleo de 1973; así que si bien para muchos países la crisis petrolera fue un activador del alto endeudamiento, para México fue un factor que se añadió a un fenómeno que ya había tomado su curso. Para la banca internacional, la percepción de México como un país con finanzas públicas sanas, con una deuda externa baja y con buenas perspectivas de crecimiento lo hacían atractivo.[25]

[23] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 522.

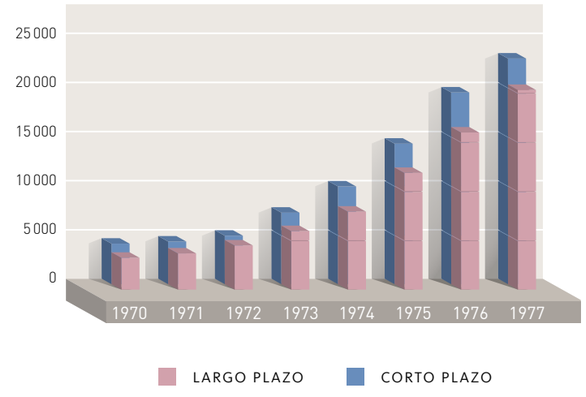
[24] Hernández Trillo, 2003.

[25] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

En abril de 1971, el gobierno ya había roto por primera vez el umbral de 100 mdd en un préstamo, con una operación de crédito sindicada por la casa Nathan Meyer Rothschild & Sons. En diciembre de ese año, hubo otra operación sindicada por 120 mdd, ésta realizada por el Bank of America. En 1972, México obtuvo de los mercados 176.5 mdd por emisión de bonos y 381.5 mdd en préstamos sindicados. El primer préstamo agresivo fue un crédito de 300 mdd negociado para Banobras el 18 de julio de 1973; la operación fue encabezada por la casa Kuhn, Loeb & Co. y First Boston y fue una operación sin precedentes y con condiciones favorables para México; este evento marcó el cambio en la tendencia de endeudamiento externo durante el sexenio de Luis Echeverría.[26]

[26] *Ibid.*

4.2 DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO, MDD



Fuente: Gurría, 1993, con información de la SHCP.

ASÍ EL 30 DE AGOSTO DE 1976 SE ABANDONÓ EL RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO FIJO Y EL PESO SE DEVALUÓ DESPUÉS DE 22 AÑOS DE ESTABILIDAD, LO QUE TRAJO POR CONSECUENCIA UNA MAYOR CONTRACCIÓN DE LA ECONOMÍA Y MAYOR INFLACIÓN.

CON UN PRÉSTAMO SOLICITADO EN JULIO DE 1973 POR 300 MDD, SE MARCA UN CAMBIO EN LA TENDENCIA DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO. IZQUIERDA: LUIS ECHEVERRÍA ÁLVAREZ EN EL BALCÓN PRESIDENCIAL DE PALACIO NACIONAL. ROGELIO CUÉLLAR / PROCESOFOTO. DERECHA: EL SECRETARIO DE HACIENDA MARIO RAMÓN BETETA Y EL SUBSECRETARIO MIGUEL DE LA MADRID EN 1976. ARCHIVO GENERAL DE LA NACIÓN.

En ese contexto, México, al igual que muchos países, sufrió en 1974 un endurecimiento de los mercados ante la crisis del banco Herstatt. Por ello, el 21 de agosto de ese año, el Banco de México activó, por primera vez desde que se había establecido en mayo de 1967, el Acuerdo Recíproco de Divisas con la Reserva Federal de Estados Unidos, con lo que se otorgaron a México 180 mdd para proteger las reservas del banco central. México era el único país en vías de desarrollo que contaba con este tipo de acuerdo con el FED, en el cual los bancos centrales podían hacer intercambios sin tener que pasar por los mercados internacionales de divisas.[27]

Dentro de las grandes tendencias y de las instituciones, la política económica es diseñada e implementada por individuos. Este periodo representó un cambio relevante, más que en sexenios previos, en los cuadros del sector público. En el gobierno de Luis Echeverría se incorporaron nuevos cuadros a la toma de decisiones de la política económica. Muchos de ellos eran jóvenes economistas que trabajaron de forma cercana al presidente en el diseño y las acciones de la política económica del sexenio. En particular, la influencia de la escuela económica estructuralista y de la CEPAL, se hicieron patentes en ese sexenio y en el siguiente.[28] Independientemente de cualquier opinión a la luz de la distancia histórica, esos cambios de enfoque reflejaban una necesidad por encontrar nuevos caminos para promover el desarrollo del país.

Por su parte, el Banco de México también experimentó un cambio importante, ya que Rodrigo Gómez, quien dirigió el instituto central por 18 años con un sello indeleble, falleció justo en 1970. Antonio Ortiz Mena comenta en sus memorias que el deceso de *don Rodrigo* fue emblemático del fin de una época, la que ellos

[27] *Ibid.*

[28] Entrevista a Oscar Levín Coppel; véanse Babb, 2001; Del Ángel y Martinelli, 2009.

habían protagonizado.[29] El relevo, que provino naturalmente del mismo banco, fue Ernesto Fernández Hurtado, el brazo derecho de Gómez en la operación de la banca central.

En la Secretaría de Hacienda también se presentaron cambios desde iniciada la gestión, ya que en varias áreas hubo un relevo generacional, pero mantuvieron la estabilidad acostumbrada en el origen, ya que provenían del Banco de México, de Nacional Financiera y de la propia Secretaría. En primer lugar, el Secretario de Hacienda, Hugo B. Margáin, un abogado de la UNAM que había hecho carrera en esa misma dependencia. El Subsecretario de Hacienda fue Mario Ramón Beteta Monsalve, un abogado de la UNAM con maestría en economía por la Universidad de Wisconsin, con experiencia previa en la Secretaría y en el Banco de México. La Dirección de Crédito, que es el tema que nos ocupa en este libro, si bien ya tenía un papel relevante en la Secretaría, ganaría mayor importancia en ese sexenio. Además de la historia de crecimiento de la deuda pública, el titular de crédito era parte de los Consejos Directivos de empresas y entidades paraestatales, por lo que su incidencia en varias áreas de la economía donde el Estado tenía presencia era indiscutible.[30] Después de evaluar varios candidatos, el Presidente y el Secretario de Hacienda eligieron para ese puesto a Jesús Silva Herzog Flores, un economista de la UNAM con maestría en la Universidad de Yale. Silva Herzog se había formado en el Banco de México y hasta entonces era Jefe de la Oficina Técnica del banco central. Pero en menos de un año, Silva Herzog fue nombrado Director del recién creado Infonavit. La Dirección de Crédito fue ocupada entonces por un abogado de la UNAM que tenía una maestría en la Universidad Harvard, se trataba de Miguel de la Madrid Hurtado.

LA DÉCADA DE 1970 MARCÓ UN RELEVO EN LOS CUADROS DIRECTIVOS DE LAS FINANZAS PÚBLICAS DEL PAÍS. IZQUIERDA: JESÚS SILVA HERZOG. CENTRO: MIGUEL DE LA MADRID CON HUGO B. MARGÁIN. DERECHA: MARIO RAMÓN BETETA. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL* Y FOTOTECA NACIONAL.

Las diferencias sobre el enfoque de la política económica entre el Presidente Echeverría y su equipo con su primer Secretario de Hacienda, Hugo B. Margáin, llevaron a la destitución del Secretario en 1973. El relevo fue un abogado, José López Portillo y Pacheco. López Portillo fue Secretario hasta 1975, cuando fue designado candidato a la Presidencia de la República. En ese lapso, Beteta y De la Madrid se mantuvieron en la Subsecretaría de Hacienda y la Dirección de Crédito, respectivamente. Con la candidatura de López Portillo, se designó a Mario Ramón Beteta al frente de la Secretaría y a Miguel de la Madrid como Subsecretario. La Dirección de Crédito fue encabezada por Víctor Manuel Navarrete Romero.

Esos cuadros hacendarios participaron directamente en cambios relevantes del sistema financiero. En primer lugar, en 1975 se autorizó la formación de la banca múltiple. Desde la década de los treinta hasta ese año, la banca comercial y sus filiales financieras habían operado en un esquema de separación por funciones (al estilo de la Ley Glass Steagall estadounidense); la banca múltiple permitió una consolidación de intermediarios financieros especializados en una sola entidad. También ese mismo año, se promulgó la Ley del Mercado de Valores, la cual permitió un ordenamiento de ese mercado y estableció la figura de casa de bolsa.[31] Ambos cambios han sido, desde entonces a la fecha, determinantes de la estructura del sistema financiero mexicano, y por lo tanto un elemento central en la actividad de financiamiento interno del gobierno.

A su vez, la Secretaría de Hacienda en conjunto con el Banco de México tenían que velar por las condiciones de estabilidad financiera del país, mientras que al mismo tiempo tenían que cumplir con las instrucciones de política económica del jefe del Ejecutivo. Ésa era una tarea que requería buscar un equilibrio entre acciones que podían ir en direcciones opuestas. Por ejemplo, además de la destitución de Hugo B. Margáin, el titular del Banco de México llegó a ofrecer su renuncia ante las visiones encontradas que se presentaban en la conducción de la economía; sin embargo, el Presidente requirió a Ernesto Fernández continuar en su puesto.[32]

La expansión económica de los primeros cuatro años de Luis Echeverría continuó hasta el final del sexenio, pero a costa de desequilibrios macroeconómicos. El Presidente además siguió una retórica y acciones que lo confrontaron con el sector empresarial. Las reservas internacionales habían caído y la inflación creció. Así, el 31 de agosto de 1976 se abandonó el régimen de tipo de cambio fijo y el peso se devaluó después de 22 años de estabilidad, lo que trajo por consecuencia una mayor contracción de la economía y mayor inflación.[33] Esta medida envió una señal negativa a los mercados, desatando un ataque especulativo y los depósitos bancarios se dolarizaron; para 1976, 70% de los nuevos depósitos eran en dólares. No obstante que el PIB creció 4.2% en 1976, el gobierno se vio forzado a firmar un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para estabilizar la economía.[34]

Bajo el acuerdo de 1976, el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal otorgaron a México una línea de crédito puente de corto plazo por 600 mdd, a la par que el FMI otorgó un paquete con un primer tramo de crédito de 837 mdd en derechos especiales de giro.

[29] Ortiz Mena, 1998.

[30] Entrevista a Jesús Silva Herzog Flores.

[31] Para las modificaciones en el sistema bancario véase Del Ángel, 2006, 2007, 2010; para la Ley del Mercado de Valores, véase Cárdenas y Del Ángel, 2011.

[32] Del Ángel, 2004, *Cosechando Progreso;* Del Ángel y Martinelli, 2009, *La Expropiación de la Banca en México. Un ensayo de economía política.*

[33] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 523.

[34] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 524.

LUIS ECHEVERRÍA ACOMPAÑADO DEL SECRETARIO DE HACIENDA JOSÉ LÓPEZ PORTILLO. ARCHIVO HISTÓRICO DEL BANCO DE MÉXICO.

En el momento en que se tomó la decisión de devaluar el peso en septiembre de 1976, se inició un programa de estabilización de tres años elaborado por el llamado Grupo Secretaría de Hacienda-Banco de México, encabezado entonces por Rafael Izquierdo. Este programa fue aprobado por el FMI a finales de octubre.[35] La innovación mexicana fue que se consideró un ajuste de tres años, ya que un año se consideraba demasiado drástico. Con ello, se logró un programa ampliado apoyado por el FMI para el periodo 1977-1979.[36]

En un principio, la crisis aparentemente no afectó la situación de México en los mercados.[37] Sin embargo, al entrar el nuevo gobierno, la crisis previa fue asimilada por los mercados internacionales, por lo que el país experimentó un ligero aislamiento de esos mercados.[38]

DEL AUGE A LA CRISIS

José López Portillo comenzó su administración intentando reconciliar a los sectores público y privado. Adoptó un programa de estabilización completamente ortodoxo: reducción de gasto y subsidios y aumento de ingresos públicos, que

[35] Suárez Dávila, 1988, p. 419.

[36] *Ibid.*

[37] De acuerdo con la prensa de la época: "Los sectores público y privado renegocian su deuda exterior: la banca suiza", *Excélsior*, 15 de octubre de 1976; "Será fácil a México renegociar su deuda exterior", *El Universal*, 1 de julio de 1977, "México no necesita renegociar la deuda externa, señala el Bank of America", *Excélsior*, 14 de noviembre de 1976; "México, sigue elevando su deuda, según la casa Morgan", *Novedades*, 24 de diciembre de 1976; DO9081 (1973-1977), Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[38] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

LOS CAMBIOS DE PARADIGMA

OSCAR LEVÍN COPPEL

"[...] El paradigma existente es más un programa de búsqueda, que un cuerpo de conocimientos completamente desarrollado".

Eichner, A. S., 1978

Entre los años 1970 y 1982 México enfrentó el agotamiento de un modelo de desarrollo con estabilidad y un cambio en las ideas que fundamentaron un nuevo paradigma en la estrategia económica del país. Ahora, frente a los nuevos retos del crecimiento, competitividad y diversificación económica en el contexto global, las necesidades de regulación del sistema financiero internacional, la conformación de bloques regionales, el fortalecimiento de proyectos nacionales y los visos de proteccionismo, surge la necesidad de revisar nuestra estrategia económica con ideas que vayan a la par con la renovación del paradigma vigente. Debemos adelantarnos como a finales de los años setenta a los nuevos acontecimientos, originando así nuevos equilibrios en la dicotomía intertemporal riesgo-incertidumbre.

En el periodo del "desarrollo estabilizador" (1958-1970), la estrategia económica del país se fundamentó en ideas heterodoxas que reflejaron dos vertientes entrelazadas, la primera, ortodoxa, orientada a la estabilidad y la segunda, orientada al financiamiento del desarrollo. Si bien el objetivo central de la política macroeconómica fue mantener la estabilidad, sostener el tipo de cambio, lograr finanzas públicas sanas y mantener bajo control los agregados monetarios, el Estado continuó siendo un promotor del desarrollo mediante el uso del gasto y la inversión pública, constituyéndose diversos fondos y creándose un ambiente propicio para la inversión privada. El financiamiento se amparó en una recaudación moderada

del 9% del producto interno bruto (PIB) y en un ahorro financiero a través del encaje legal transferido al gobierno, el cual había venido aumentando en virtud del crecimiento económico acelerado, lo que permitió un déficit fiscal no superior al 2% del PIB y un creciente uso de crédito externo a partir de los años sesenta.

La estrategia se fundamentaba en funcionarios defensores de tres escuelas de pensamiento en torno a las causas del desequilibrio externo (balanza de pagos) y el desequilibrio interno (inflación) del sistema económico, lo que facilitó consensar decisiones no siempre previsoras de variables exógenas e inclusive en su momento, difíciles de evaluar en sus efectos: el exceso de demanda producto de la expansión de la oferta monetaria y del crédito, y los desequilibrios de las finanzas públicas; la movilidad de los factores de la producción y la rigidez de la oferta; y la tesis que Juan F. Noyola fundamentó como la teoría estructuralista de la inflación,[1] al señalar que ésta es el resultado de desequilibrios de carácter real que se manifiestan en el nivel de precios.

En 1970 David Ibarra[2] señalaba como factores exógenos de éxito del desarrollo nacional a la reforma agraria, que precisamente dio elasticidad a la oferta agrícola y permitió la movilidad de la mano de obra; también a la política proteccionista para favorecer a la industrialización a partir de los años treinta y a la demanda de los mercados externos después de la Segunda Guerra Mundial, que significó el incremento de las exportaciones agrícolas, de las remesas de trabajadores y de las divisas por turismo.

Sin embargo, al inicio de la década de los años setenta, a pesar de que México había alcanzado altas tasas de crecimiento y bajos niveles relativos de inflación en el periodo, se mostraba el paulatino agotamiento del desarrollo agrícola, del modelo de sustitución de importaciones, la insuficiencia de la política tributaria, la emisión desmedida de circulante y el incremento de la deuda externa cuyo acervo creció de manera importante entre los años 1973 y 1976; lo que provocaba fuertes desequilibrios en la balanza de pagos.

La crisis sistémica internacional y el sobrendeudamiento de diversos países fortalecían las posturas de ajuste; durante el sexenio 1976-1982 se informó por parte del Banco de México de los convenios por un monto de 1,200 mdd que se suscribieron con el Fondo Monetario Internacional (FMI), lo que desembocó en la exigencia de incrementar la reserva de divisas del país, utilizando el 25% del endeudamiento externo neto de 1977; a limitar el endeudamiento interno del gobierno ligado a la captación, garantizar los depósitos con el ahorro bancario y regular la emisión de billetes.[3]

Entre 1979 y 1981, las fuentes de financiamiento internas para un crecimiento sin inflación eran limitadas; no existía un mercado de capitales desarrollado, las tasas de interés de la banca eran altas y la inversión extranjera directa estaba excesivamente regulada en algunos sectores y estaba prohibida en otros.

En el mercado internacional, los bancos acumularon grandes cantidades de recursos líquidos y bajaron las tasas de interés como consecuencia del relajamiento de la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos; ello, junto con el reciclaje de los excedentes de origen petrolero, permitía que al final de la década se dispusiera de una sobre liquidez que provocó un descenso en la tasa Libor real.

La utilización del financiamiento externo fue sin duda alentada por el costo relativamente bajo de las tasas de interés internacional. La tasa de interés nominal implícita de la deuda externa mexicana a finales de los años setenta era en promedio cercana al 9%; sin embargo, al tomar en cuenta la inflación internacional la tasa real resultaba negativa; esta situación, en paralelo con el alza triplicada de los precios petroleros, garantizaban la necesidad de dar un fuerte impulso a la actividad económica a través de la inversión pública por medio de la contratación de deuda externa a tasas muy convenientes para el país. La contratación de deuda externa en los años 1977, 1978, 1979 y 1980 comparados con los cuatro años precedentes permitieron contratación de deuda externa a tasas preferenciales que llegaron a representar un 0.5% de la tasa Libor real. De esta manera al final del sexenio, la racionalidad de la política de deuda del país era la de obtener financiamiento externo competitivo para financiar el gasto público y así promover el desarrollo económico y social que necesitaba el país. Esta situación asociada a la explotación de grandes recursos petroleros y a la apertura del crédito internacional liberó la obligación de continuar aplicando el plan de ajuste y que se reintegraran 114 de los 516 mdd al FMI.

El agotamiento del modelo anterior exigió el contraste de las posiciones en el gabinete sobre la estrategia económica que debía seguir el país: las condiciones internacionales y las debilidades del modelo de desarrollo económico imponían la necesidad de anticiparse a las nuevas ideas de liberalización y mercado en el orden mundial, ideas que venían consolidándose acorde con las necesidades de crecimiento; había entonces que impulsar *el cambio de paradigma,* sin apartarse de la rectoría estatal que defendía el nuevo Plan Global de Desarrollo. Fueron acontecimientos exógenos al sistema económico y variables externas asociadas a la caída de los precios petroleros y el incremento de las tasas de interés, los que adelantaron procesos de ajuste económico y fiscal más severos que permitieron a su vez una reorientación de la actividad económica del Estado, la reestructuración de la deuda y de las instituciones del sistema de pagos, donde la separación de la política monetaria y fiscal ha cumplido el objetivo antinflacionario y de sustentabilidad de las finanzas públicas, con instrumentos flexibles que responden a las expectativas de riesgo de los agentes económicos.

Sin embargo, la crisis financiera internacional de 2008 mostró la vulnerabilidad de las economías como la nuestra expuesta cada vez más a condiciones de incertidumbre. Las señales de transmisión acelerada de efectos provenientes del escenario internacional, presuponen y ameritan la revisión actual del paradigma existente sobre la estrategia económica. Ésta debe procurar hacer más compatible los objetivos de política fiscal y monetaria con las apremiantes necesidades de crecimiento y empleo. Se trata en última instancia de prever las estrategias que permitan visualizar la economía financiera y la economía real bajo una sola postura que haga frente a las necesidades de expansión y diversificación de nuestra economía en el contexto internacional.

[1] Solís, Leopoldo, "La trayectoria analítica de Juan F. Noyola", Colegio Nacional, 1991.

[2] Ibarra, David, "Mercado, desarrollo y política económica", en E*l perfil de México en 1980*, vol. I, Siglo XXI Editores, México, 1970.

[3] *El Heraldo de México*, 28 de octubre de 1976.

EL ANUNCIO DE UNA MAYOR EXPLOTACIÓN DE LOS RECURSOS PETROLEROS EN 1978, DESENCADENÓ UNA MAYOR EXPANSIÓN DEL GASTO PÚBLICO Y UN CRECIMIENTO ACELERADO. LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA FUE POSIBLE EN TAN SÓLO UN AÑO. PLATAFORMAS PETROLÍFERAS EN EL YACIMIENTO DE CANTARELL. ARCHIVO ICA.

LA GUERRA ENTRE IRÁN E IRAK CONDUJO A UNA MAYOR INCERTIDUMBRE EN EL PRECIO DE LOS ENERGÉTICOS EN EL MERCADO MUNDIAL, SITUACIÓN QUE BENEFICIÓ A LAS EXPORTACIONES MEXICANAS DE CRUDO. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL SOL DE MÉXICO*.

apenas comenzó a dar resultados a fines de 1977, año en que el PIB creció sólo 3.4%.[39] Además, en pocas semanas de iniciada su gestión, López Portillo logró hacer lo que hubiera parecido imposible: cambiar radicalmente la actitud de los mercados internacionales hacia México. Ese regreso a los mercados se concretó en marzo de 1977.[40]

Pero a principios de 1978, con el anuncio de una mayor explotación de los yacimientos petroleros en el sureste de México, principalmente de Cantarell, descubierto a principios de la década y que se considera de las reservas más importantes a nivel mundial, la política económica dio un giro hacia la expansión del gasto público y el crecimiento acelerado. La recuperación fue posible en tan sólo un año y esos ingresos extraordinarios en dólares eliminaron la tradicional restricción externa que limitaba la importación de bienes de capital e insumos esenciales a la disponibilidad de divisas. Por primera vez se podrían expandir las importaciones sin tener que afrontar una crisis de la balanza de pagos. La inversión pública creció en todas sus áreas, especialmente en las relacionadas con la explotación del petróleo.[41]

El llamado auge petrolero mexicano no fue un fenómeno local, se dio en el entorno internacional de una nueva crisis energética. En primer lugar, durante la revolución en Irán, estalló una huelga generalizada de los trabajadores petroleros reduciendo la producción de crudo en 1978. La revolución concluyó con la destitución del Shah Reza Pahlevi en 1979 y la instauración de un régimen hostil a Occidente. Posteriormente, el estallido de la guerra entre Irán e Irak causada por la invasión de tropas iraquíes a Irán en septiembre de 1980, generó mayor incertidumbre respecto al precio de los energéticos en la economía mundial. La mayoría de los pronósticos internacionales sobre el precio del petróleo proyectaban una nula posibilidad de que éste cayera.

Esa prosperidad se reflejó en el crecimiento de 7.8% promedio anual del PIB entre 1977 y 1981, pero también en un aumento de la inflación, que fue de 24.2% en promedio por año en el mismo periodo, a pesar de que las barreras a las importaciones se relajaron fuertemente para evitar una inflación aún mayor. La expansión del gasto interno, financiado en una primera etapa por el aumento de los ingresos petroleros, fue acompañada por la creciente disponibilidad de fondos prestables a nivel internacional. El excedente de liquidez de los países productores de petróleo, que fue depositado en la banca comercial internacional, provocó el crecimiento del endeudamiento externo de muchos países, incluyendo a México; las tasas de interés reales llegaron incluso a ser negativas.[42]

El Plan Nacional de Desarrollo Industrial buscaba invertir los ingresos extraordinarios de la riqueza petrolera en infraestructura que permitiera lograr un nuevo estadio de desarrollo industrial más elevado y al mismo tiempo sostenible en el largo plazo. La inversión en infraestructura para el desarrollo se convirtió en un objetivo del gobierno que era imperante alcanzar con los instrumentos que entonces había disponibles.[43]

Para la política económica, el Presidente López Portillo intencionalmente se allegó de dos grupos que representaban dos visiones de la economía.[44] Uno era un grupo cercano a él, integrado por economistas del gobierno, los cuales podrían considerarse, *grosso modo*, de la corriente estructuralista. El otro, eran principalmente funcionarios de Hacienda y del banco central.

Al iniciar el sexenio de López Portillo, un abogado de trayectoria hacendaria, Julio Rodolfo Moctezuma Cid, quedó a la cabeza de la

[39] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 524.

[40] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[41] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 524.

[42] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 524.

[43] Entrevista Oscar Levín Coppel.

[44] Para esta dinámica dentro del gabinete económico las memorias del ex Presidente son ilustrativas; véase López Portillo y Pacheco, *Mis tiempos: biografía y testimonio político*, 1988.

Secretaría de Hacienda. Pero ante un conflicto de Moctezuma con el Secretario de Programación y Presupuesto Carlos Tello Macías, donde chocaron la visión ortodoxa del primero con la del gasto gubernamental a ultranza del segundo, el Presidente López Portillo decidió cesar a ambos funcionarios a fines de 1977. Entonces el Presidente designó Secretario de Hacienda a David Ibarra Muñoz, un economista y actuario de la UNAM, que había obtenido un posgrado en la Universidad de Stanford. La carrera de Ibarra incluía un paso por la CEPAL y haber estado al frente de Nacional Financiera. Por su parte, Miguel de la Madrid permaneció como Subsecretario de Hacienda desde el arranque de la gestión hasta 1979, cuando fue designado Secretario de Programación y Presupuesto; lo relevó Jesús Silva Herzog ese año.

En la Dirección General de Crédito Público, el primer titular en el sexenio fue Gilberto Escobedo permaneciendo en el puesto hasta la salida del secretario Moctezuma en noviembre de 1977. Entre 1978 y 1979 Jesús Silva Herzog estuvo a cargo de la Dirección General, pero al ser nombrado Subsecretario de Hacienda, lo sustituyó Oscar Levín Coppel, un economista de la UNAM con estudios en la CEPAL. Levín había hecho carrera en varias áreas del sector público, incluida Nacional Financiera.

En el sexenio de López Portillo hubo una serie de reformas relevantes en materia hacendaria. Por ejemplo, en ese sexenio se logró una reforma que introdujo el Impuesto al Valor Agregado. Asimismo, se hicieron reformas importantes en relación con el crédito público. En primer lugar, se promulgó la Ley de Deuda Pública, que en principio estaba orientada a dar un ordenamiento al proceso de endeudamiento que había despegado en el sexenio anterior. Su principal objetivo era hacer un ordenamiento de las operaciones de deuda externa. Según su artículo 9, el Congreso sería el encargado de autorizar los montos del endeudamiento neto interno y externo.[45]

IZQUIERDA: DAVID IBARRA, SECRETARIO DE HACIENDA DE 1977 A 1982, ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL SOL DE MÉXICO*. DERECHA: MIGUEL MANCERA FUE NOMBRADO DIRECTOR GENERAL DEL BANCO DE MÉXICO EN MARZO DE 1982, Y A RAÍZ DE LA NACIONALIZACIÓN BANCARIA FUE SUSTITUIDO EN EL CARGO POR CARLOS TELLO MACÍAS. ARCHIVO PROCESOFOTO.

La iniciativa presidencial de la Ley General de Deuda Pública fue aprobada por el Congreso el 29 de diciembre de 1976, el dictamen rezaba: "Los imperativos de acrecentar y mejorar la calidad de la vida de los mexicanos explican y justifican la búsqueda y el uso de recursos económicos, crediticios y financieros diversos –aún del exterior– cuya concurrencia coadyuve a garantizar la realización de los programas generales de gobierno […]".[46] Al iniciar 1977 esta ley entró en vigor.[47] Bajo ese marco legal, en 1977 y 1978 se establecieron topes de deuda de cerca de 3 mil mdd. Hasta entonces, en el mercado de crédito externo para México, las empresas públicas nacionales habían competido entre sí, elevando consecuentemente las tasas de interés activas. Los oferentes de crédito se "formaban" para quedar dentro del tope, ofreciendo mejores condiciones en los créditos.[48]

Por otra parte, en materia de crédito interno, el mecanismo del encaje legal de la banca comercial en el banco central era ineficiente y presentaba serios rezagos. Gustavo Romero Kolbeck, nuevo titular del Banco de México, modernizó ese sistema de coeficiente de reservas. También se empezaron a desarrollar instrumentos de política monetaria como los "depósitos especiales" y las "operaciones de reporto"; así también se buscó concretar las operaciones de mercado abierto, para las cuales sería necesario contar con un instrumento adecuado, y éste serían los bonos gubernamentales.[49]

En esa misma dirección, uno de los desarrollos más importantes en materia de financiamiento al sector público fue crear un verdadero sistema de bonos de gobierno, éstos serían los Certificados de la Tesorería de la Federación, los Cetes. En esto hubo dos elementos que lo propiciaron. En primer lugar, la institucionalización del mercado de valores promovida con la Ley del Mercado de Valores de 1975, contribuyó a contar con una plataforma de intermediarios más amplia y con una operación regulada para los títulos gubernamentales.[50] En segundo lugar, el sistema de encaje legal ya estaba rebasado por las crecientes necesidades del gobierno para financiar su déficit y como mecanismo de control monetario, no obstante que había funcionado por casi cuatro décadas, ya era obsoleto.[51] Tampoco había un mecanismo de mercado para subastar los títulos del gobierno. Los Cetes tendrían la función de mecanismo de

[45] Lomelí y Zebadúa, 1998, *La política económica de México en el Congreso de la Unión (1970-1982)*; Suárez Dávila, 1988.

[46] *Diario de los Debates del H. Congreso de la Unión, L Legislatura*, en Lomelí y Zebadúa, 1998, cap. IV.

[47] La prensa destacaba en ese contexto: "Funciona ya la Comisión Asesora de Financiamientos Externos", *Excélsior*, 26 de enero de 1977, DO9081 (1973-1977), Deuda Exterior; "Pleno apoyo de Diputados y Senadores a la política de JLP sobre deuda pública", *El Nacional*, 7 de julio de 1977, DO9426 (1964-1978), Deuda Pública: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

[48] Suárez Dávila, 1988, p. 422.

[49] Entrevista a Francisco Suárez Dávila.

[50] Hasta entonces, los principales valores gubernamentales que se colocaban en público eran los Certificados de Participación de Nacional Financiera. Si bien había una gran circulación de los instrumentos de deuda del gobierno y privados, como ya se mencionó, se manejaron con una práctica con la que se garantizaba por parte de los emisores, no por escrito pero como un entendido, la recompra a la vista y a la par siempre, en cualquier momento. Véase el testimonio de Miguel Mancera en Cárdenas y Del Ángel, 2011.

[51] Del Ángel, 2006 y 2010; la prensa de la época señalaba "Limitaciones del encaje legal a que el Gobierno recurra a los Cetes", *El Heraldo de México*, 1 de julio de 1980, DO9427 (1979-1988), Deuda Pública: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

DE HECHO, EL RETORNO DE MÉXICO AL MERCADO DEL EURODÓLAR AL INICIO DEL SEXENIO FUE A TRAVÉS DE UN PRÉSTAMO OTORGADO A PEMEX.

financiamiento del gobierno y de instrumento indispensable para la política monetaria.

En el desarrollo de los Cetes fue necesario que se involucraran varias instancias. Desde la perspectiva conceptual de política monetaria, el diseño estuvo a cargo del Banco de México. En su diseño como instrumento de financiamiento del gobierno y en aspectos regulatorios participó la Secretaría de Hacienda. Para la implementación del instrumento, el gobierno se apoyó en los operadores del mercado, es decir, el sistema financiero privado. De este modo nació un instrumento central en la política macroeconómica del país. Entre otros, participaron activamente Miguel de la Madrid y Jesús Silva Herzog desde la Secretaría de Hacienda, Gustavo Romero Kolbeck, Miguel Mancera, Francisco Borja y Leopoldo Solís en el Banco de México, Gustavo Petriccioli como titular de la Comisión Nacional de Valores, así como varios operadores de las casas de bolsa y de las áreas bursátiles de la banca. La primera emisión de Cetes fue el 19 de enero de 1978, a un plazo de 91 días.

La Secretaría de Hacienda, a través de la Dirección de Crédito, al participar en el gobierno de organismos gubernamentales, procuró tener un mejor y más eficiente control de las fuentes de financiamiento del sector público, actividad que entonces cobraba cada vez mayor complejidad. Es por ello que ese ordenamiento y la creación de nuevos instrumentos era necesario ante la dinámica que adquiría la economía. De acuerdo con el entonces titular del área, el Director de Crédito "además de que se le exigía capacidad de ejecución, tenía una labor prácticamente enciclopédica", ya que de los al menos 43 órganos de dirección en los organismos que se participaba, el Gobierno Federal tenía un control claro de las fuentes de financiamiento, pero no necesariamente del uso de ese financiamiento.[52] Entre esos organismos, había actores institucionales que jugaban un papel importante en la emisión de deuda y contratación de créditos.

Históricamente, Nacional Financiera era uno de esos actores institucionales. Más allá de la ley orgánica y la normativa que la regía, la cercanía y la coordinación de este banco de fomento con la Secretaría de Hacienda eran inminentes ya que compartían el factor humano de sus cuadros de funcionarios. Nacional Financiera, en esos años dirigida por Jorge Espinosa de los Reyes, además mantenía su tradición de innovación financiera.[53] Por ejemplo, en 1977 hizo la primera emisión de Petrobonos, un título que por muchos años gozó de amplia aceptación en el mercado. También diseñó un bono denominado en SDRS (*derechos especiales de giro*). Además, el crecimiento de los empréstitos internacionales llevó a que entre 1976 y 1977 se abrieran sucursales en Tokio, Londres y Nueva York.

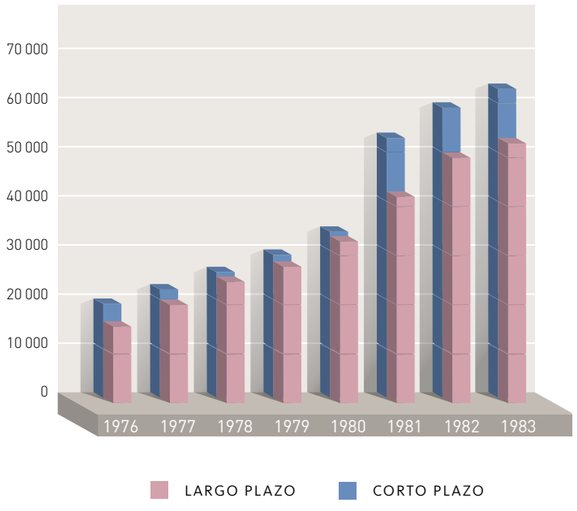
Otros organismos públicos que en esos años tuvieron un papel importante como emisores y contratantes de deuda eran la Comisión Federal de Electricidad (CFE) y Petróleos Mexicanos (Pemex). Éste en particular resultó una empresa altamente atractiva para los mercados internacionales. Aunado a ello, su peso específico sobre la economía mexicana y el sector público le daban un grado importante de autonomía en decisiones financieras. La noción de que, ante la gran disponibilidad de financiamiento internacional, el endeudamiento era una ventana de oportunidad para facilitar el desarrollo de México

[52] Entrevista a Jesús Silva Herzog Flores.
[53] Entrevista a Francisco Suárez Dávila.

LOS PETROBONOS, QUE COMENZARON A EMITIRSE EN 1977, GOZARON DE UNA GRAN ACEPTACIÓN EN LOS MERCADOS. IZQUIERDA: EDIFICIO DEL BANK OF AMERICA, EN CHARLOTTE, NC, ESTADOS UNIDOS, STEVE DUNWELL / AGEPHOTOSTOCK. CENTRO: POZO PETROLERO EN TABASCO. ROGELIO CUÉLLAR / PROCESOFOTO.

CON LOS PRECIOS DE PETRÓLEO AL ALZA Y LA FACILIDAD PARA OBTENER CRÉDITO EXTERNO, EMPEZÓ UNA PELIGROSA ESCALADA DE ENDEUDAMIENTO. DERECHA: POZO PETROLERO EN DOS BOCAS, TABASCO. ROGELIO CUÉLLAR / PROCESOFOTO.

4.3 DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO, MDD



Fuente: Gurría, 1993, con información de la SHCP.

a través de la inversión en infraestructura, principalmente petrolera, y que los remanentes del petróleo servirían para apoyar el desarrollo a través de la inversión en infraestructura y políticas distributivas era aceptada y compartida.[54]

De hecho, el retorno de México al mercado del Eurodólar al inicio del sexenio fue a través de un préstamo otorgado a Pemex. El 21 de marzo de 1977 se firmó con Citicorp como agente líder que integró a 60 bancos en una operación sindicada de 350 mdd.[55] El petróleo ya era visto en los mercados internacionales como la gallina de los huevos de oro de México. Las expectativas no estaban erradas, el precio del petróleo continuó al alza y alcanzó sus niveles más altos de la historia entre 1980 y 1981 (niveles que sólo son equivalentes a los precios alcanzados en 2012). Ese mismo año, hubo otro préstamo histórico: Libra Bank y Lloyds como líderes de una operación sindicada con 81 bancos prestaron a Nafinsa 425 mdd; el préstamo original iba a ser de 200 mdd; no obstante, el entusiasmo de las instituciones financieras por participar en el préstamo llevó a más que duplicar el monto.[56] El endeudamiento externo se fue acumulando hasta llegar a un crecimiento enorme en 1981.

Es importante señalar que hasta mediados de 1981, independientemente de las consecuencias que hubo del manejo de la administración pública y de una perspectiva histórica de los hechos, los resultados de la política del gobierno se consideraban favorables y había una buena percepción con un alto grado de consenso entre el sector público y el sector privado, así también en el medio internacional. En esos momentos, la percepción dentro y fuera del país era que México estaba dando un salto en su desarrollo con políticas adecuadas.[57]

Pero la baja productividad del gasto público, el dispendio que ocurrió en muchas áreas del gobierno y su impacto en la demanda en el corto plazo impidieron que se lograra el objetivo. Los ingresos petroleros cubrieron fundamentalmente los gastos de expansión de Pemex y el remanente fue insuficiente para financiar el

[54] Entrevistas a Jesús Silva Herzog Flores y Oscar Levín Coppel.

[55] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[56] *Ibid.*

[57] Véase por ejemplo, en la hemerografía de la época: "México no necesita renegociar la deuda externa, señala el Bank of America", *Excélsior*, 14 de noviembre de 1976; "México no necesita renovar su deuda con el BID", *Excélsior*, 15 de febrero de 1977; "La deuda externa mexicana no es de peligro", *Excélsior*, 9 de julio de 1977, DO9081 (1973-1977), Deuda Exterior: México, Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.

gasto público, que entre 1978 y 1981 aumentó de 20.9% a 40.6% del PIB. Los ingresos públicos se mantuvieron constantes como proporción del PIB, por lo que el déficit pasó de 6.7% en 1977 a 14.6% en 1981. El financiamiento del déficit público se hizo a través de la emisión de dinero y con la contratación de deuda externa. También la deuda de la banca y del sector privado creció a una tasa promedio anual de 35%, para alcanzar la cifra de casi 17 mil mdd en 1980.[58]

EL DESACERTADO USO DE LOS FONDOS PÚBLICOS OCASIONÓ QUE LOS INGRESOS PETROLEROS APENAS ALCANZARAN PARA CUBRIR LOS GASTOS DE EXPANSIÓN DE PEMEX. JOSÉ LÓPEZ PORTILLO SALUDANDO A MIGUEL DE LA MADRID HURTADO, SECRETARIO DE PROGRAMACIÓN Y PRESUPUESTO. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL SOL DE MÉXICO*.

Las condiciones internacionales del endeudamiento mexicano (y por extensión de muchos países en vías de desarrollo) cambiaron al caer los precios del petróleo y haber un incremento de las tasas de interés internacionales. En 1981, ante el proceso inflacionario mundial que aquejaba a la mayor parte de los países, la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó las tasas de interés para combatir la inflación interna. Pero debido a la estructura del sistema financiero mundial y a la fluidez de los movimientos de capital entre países, la política estadounidense repercutió en las tasas de interés internacionales y encareció tanto el servicio de la deuda como el crédito nuevo de los países deudores. Además, cuando la tendencia a la alza del precio del petróleo llegó a su fin en el verano de 1981, el gobierno decidió enfrentar la creciente crisis de la balanza de pagos mediante restricciones a las importaciones, medida que no funcionó. La alternativa era depreciar el tipo de cambio, pero el Presidente decidió no hacerlo considerando que no tendría ningún efecto sobre el volumen de exportaciones, que eran esencialmente petroleras, y que sólo encarecerían los insumos importados indispensables en el programa de industrialización que estaba en marcha. El gobierno mexicano logró contener parcialmente el impacto inflacionario. A pesar de esa contención de la inflación, el peso registró un proceso de sobrevaluación gradual, lo que tendió a agravar el desequilibrio de la balanza de pagos. El aumento de la deuda privada externa colocaba a las empresas en una posición vulnerable a cualquier fluctuación del tipo de cambio.[59]

[58] Cárdenas Sánchez, 2010, p. 525.

DÉFICIT DEL GOBIERNO

CIFRAS EN MILES DE MILLONES DE PESOS

AÑO	INGRESO TOTAL (1+2)	1. PEMEX	2. TRIBUTARIOS Y OTROS	GASTO TOTAL	DÉFICIT
1977	230.5	18.4	212.1	292.2	61.7
1978	303.8	26.8	277.0	370.9	67.1
1979	412.8	45.3	367.5	514.3	101.5
1980	683.8	163.7	520.1	817.5	133.7
1981	935.3	233.9	701.4	1335.1	399.8
1982	1,532.0	457.5	1074.5	2702.7	1170.7

Fuente: Pérez-López, 1987.

Toda la política económica del gobierno de López Portillo se basó en el supuesto, equivocado pero ampliamente aceptado, de que el precio del petróleo continuaría creciendo indefinidamente. Ello dejó de ocurrir en el verano de 1981.

En junio de 1981 los precios del petróleo iniciaron una trayectoria a la baja. Esto, aunado a los fuertes desequilibrios macroeconómicos del país, tuvo como resultado la activación de una fuga de capitales sostenida. Los propios banqueros internacionales consideraban que la situación de México no era de gravedad y que seguramente habría créditos para evitar una devaluación de la moneda.[60] Pero las cantidades de recursos que se necesitarían para sostener las reservas internacionales iban más allá de las posibilidades del país para atraer esos recursos. La devaluación se convirtió en una disyuntiva del gobierno.

De acuerdo con Gurría (1993), tanto la Secretaría de Hacienda como los organismos públicos y paraestatales, recibieron instrucciones de contratar deuda para ingresar dólares al país, en una estrategia donde había información asimétrica dentro del mismo gobierno.[61] Dentro del sector público mexicano Pemex mantuvo una buena posición en los mercados, así en junio de 1981, obtuvo un préstamo revolvente por 4 mil mdd, encabezado por Bank of America y en el que participó un sindicato de 82 bancos.[62] A pesar de ello, el 17 de febrero de 1982 se devaluó el peso.

El 16 de marzo de 1982 Jesús Silva Herzog Flores se hizo cargo de la Secretaría de Hacienda. Silva Herzog tenía, como ya se mencionó párrafos atrás, una trayectoria dentro de la Secretaría, en

[59] Cárdenas Sánchez, 2010; Silva Herzog Flores, 2011.

[60] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5; Volcker and Gyothen, 1992; Sachs, 1989.

[61] Gurría Treviño, 1993, "La política de la deuda externa...", pp. 23-24. Gurría explica que en la segunda mitad de 1981, "los mercados ya se empezaban a cerrar, pero nadie se dio cuenta hasta después de que esto estaba ocurriendo. Casi todos los días hábiles, contratábamos 100 millones de dólares netos, por la necesidad de ingresar capitales ante la fuga. Me hubiera gustado no haber sido tan exitoso". Además, la información asimétrica en el gobierno implicaba que no se conocieran de forma oportuna los montos totales de endeudamiento. Entrevista a José Ángel Gurría.

[62] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

NO TODO TIEMPO PASADO FUE MEJOR

"Fueron varios los personajes del exterior que nos apoyaron en momentos difíciles."

CARLOS SALES GUTIÉRREZ

Durante 46 años me honré con la responsabilidad de participar en el servicio público: de éstos, prácticamente ocho estuvieron ligados con la administración de la deuda pública: 1979-1981 como Subdirector General de Crédito Público, 1982 como Director General de Crédito Público y de 1983 a 1986 como Subsecretario de la Banca Nacional.

Jesús Silva Herzog fue mi jefe durante gran parte de ese tiempo, primero como Subsecretario y luego como Secretario de Hacienda: reconozco no sólo su conocimiento, sino su nacionalismo heredado y su gran entereza, que le permitieron enfrentar tanto los graves problemas económicos de la época como los que provenían del fuerte fuego amigo que le fue enviado. Fundamental fue que conté con un equipo extraordinario: Ángel Gurría Treviño, cuya estrella ya empezaba a tener brillo propio y otros negociadores de deuda muy destacados, como José Luis Flores Hernández; Jaime Pellicer y Enrique Castro entre otros. Destacó también el trabajo de Nacional Financiera y del Banco Nacional de Comercio Exterior, entonces con la función de agentes financieros del Gobierno Federal. La anécdota es que hicimos lo que debíamos hacer y así pudimos cumplir, contra todos los pronósticos, con evitar que hubiera que declarar una moratoria, declarar la insolvencia del país.

Fue un periodo que, en resumen, lo describo como simplista, pero que retrata en grandes rasgos el marco económico en el que se desarrolló esta responsabilidad hacendaria. Entre 1977 y parte de 1981 se registró un alto crecimiento económico financiado fundamentalmente por los elevados precios del petróleo. En 1981 dichos precios cayeron dramáticamente: no se tomaron las medidas correctivas fiscales que se requerían –recuérdese que eran los tiempos en que "las finanzas públicas se manejan en Los Pinos"–, y se mantuvo el fuerte gasto público pero ahora financiado con deuda pública externa y a muy corto plazo, lo que obligó a que se llegara a recurrir a un mercado internacional muy estrecho y con tasas de interés inusitadamente altas: más de 20% anual.

Las principales economías del mundo, particularmente Estados Unidos, redujeron su ritmo de actividad y endurecieron sus políticas monetarias. La decisión mexicana de ignorar reglas inviolables de la política económica y financiera y continuar su alto gasto público, ahora financiado con deuda externa, provocó el aumento de la vulnerabilidad de nuestra economía al acrecentarse tanto el déficit fiscal como el de la balanza de pagos.

Apenas a principios de 1982, el Gobierno Federal intentó adoptar diversas medidas, la mayor parte de ellas incompletas o francamente equivocadas. Menciono algunas de ellas para dibujar el marco en que tuvo que desarrollarse la tarea hacendaria:

A principios de marzo, tardíamente, ante las enormes fugas de capitales, Banxico puso en libre flotación al peso. Tan sólo en ese mes su cotización pasó de 27 a 45 pesos por dólar.

En marzo se decretó un ajuste salarial de 10%, 20% y 30%, el cual lesionó seriamente las expectativas, afectó los costos y aceleró la inflación.

En junio se presentó un segundo paquete de ajuste económico "ordenado" por la Presidencia de la República y elaborado bajo la dirección de Leopoldo Solís Manjarrez, que pretendía bajar el gasto público en 8% y disminuir el déficit fiscal en 3 puntos porcentuales del PIB. Increíble: se publicó en el *Diario Oficial* y sin embargo, el propio Gobierno Federal hizo caso omiso y continuó con el alto ritmo del gasto público. Ahí terminó la escasa credibilidad que existía entre la población en la política gubernamental.

La reserva internacional fue durante semanas prácticamente inexistente, se alimentaba a cuentagotas por ventas de petróleo y deuda externa conseguida con gran dificultad y costo, por lo que el 6 de agosto, Banxico fijó un tipo de cambio dual: libre para cualquier transacción y preferencial para el pago de la deuda externa y de las importaciones prioritarias.

En los primeros días de agosto los depósitos en dólares –que se conocían como mexdólares– representaban el 37% del total de la captación del sistema bancario. El 13 de agosto se acordó que dichos mexdólares, aunque hubieran provenido de depósitos en dólares, se restituyeran en moneda nacional al tipo de cambio vigente (ordinario).

El 20 de agosto se declaró la suspensión de pagos de principal e intereses de la deuda externa

"El primero de septiembre se nacionalizó la banca para intentar culpar a otros de las culpas propias."

por 90 días, periodo que se amplió hasta seis meses; no hubo moratoria.

El primero de septiembre se nacionalizó la banca para intentar culpar a otros de las culpas propias. Ese mismo día se decretó el control generalizado de cambios, con un tipo de cambio preferencial (50 pesos) para los pagos de la deuda externa y de las importaciones prioritarias, y un tipo de cambio ordinario (70 pesos) para el resto de las transacciones.

Los bancos recién nacionalizados subsidiaron con cargo al Gobierno Federal con 20 pesos por dólar las compras al tipo de cambio preferencial.

Se iniciaron, casi de inmediato, los trabajos para crear la infraestructura jurídica y operativa que requería el manejo de un sistema financiero deteriorado y diferente, con bancos nacionalizados.

Concluyo: es cierto que el país no crece todavía como todos quisiéramos, pero recordando lo pasado en 1981-82 y comparando lo logrado por las políticas fiscales y financieras que desde hace casi ya 18 años se han venido aplicando, México tiene una estabilidad envidiable –cierto, no exenta de riesgos– pero está demostrando que se tiene instalada la capacidad para emprender con seriedad la aventura del crecimiento compartido.

Fueron varios los personajes del exterior que nos apoyaron en momentos difíciles. Dentro de ellos selecciono a un mexicano de excepción: Don Antonio Ortiz Mena por su labor al frente del Banco Interamericano de Desarrollo (BID). También creo que se debe reconocer a todos aquellos que en el nivel de funcionarios intermedios de los organismos financieros internacionales se compenetraron con nuestros problemas y normalmente nos brindaron un apoyo invaluable en sus reportes: mi memoria ya no es la de antes, pero a título de ejemplo recuerdo a Rainer Stekhan, Pieter Botelier, Hugo Faría y Bárbara Sazkiewitz, entre otros que nos acompañaron en esos años.

DON ANTONIO ORTIZ MENA, UN MEXICANO DE EXCEPCIÓN, QUIEN DESDE LA PRESIDENCIA DEL BID APOYÓ A MÉXICO EN MOMENTOS DIFÍCILES.

particular en materia de crédito público. Como Subsecretario de Hacienda se designó a Antonio Enríquez Savignac, y en la Dirección de Crédito a Carlos Sales Gutiérrez. Enríquez había estudiado Administración de Empresas en Ottawa y tenía una maestría en Harvard; en su trayectoria profesional había alternado entre el sector público y el privado. Sales era un economista del ITAM con posgrados en la UNAM y en la Universidad Anáhuac; su carrera la había hecho fundamentalmente en la Secretaría de Hacienda. Por su parte, ese mismo día, Miguel Mancera Aguayo fue designado titular del Banco de México.

El nuevo Secretario anunció una mayor contracción del gasto público para bajar en tres puntos porcentuales la relación de déficit a PIB. El deterioro de la situación económica llevó a ingresos fiscales menores que los previstos, la inflación condujo a un mayor gasto corriente y de inversión, la dinámica presupuestal del periodo anterior llevó a un nivel de subsidios y a un ritmo de gasto difíciles de aminorar en el corto plazo.[63]

La fuga de capitales representó una causa adicional de sobreendeudamiento. En un estudio, Leopoldo Solís y Ernesto Zedillo (1985) estiman que 55.7% del endeudamiento contraído durante 1981 era explicado por la fuga de capitales.[64] Ese endeudamiento explosivo continuó durante 1982. Al llegar la devaluación del peso el 17 de febrero de 1982, Banco de México había perdido más de la mitad de sus reservas.[65] A lo largo de 1982, los bancos iniciaron un retroceso crediticio de México, pero no fue en estampida. Inclusive el país pudo obtener aún algunos créditos *jumbo*, como el crédito de 2 mil mdd firmado en abril de 1982, en el que Citicorp fue agente y encabezó el sindicato; así como un crédito de 2.5 mil mdd firmado el 30 de junio, el cual fue el mayor crédito contratado por México. Esa operación sindicada fue liderada por Bank of America, pero para entonces no estuvo exenta de dificultades para concretar su firma. Ese crédito marcó el cierre de los mercados internacionales para México.[66]

La crisis de la deuda latinoamericana inició en agosto de 1982, cuando el equipo de la Secretaría de Hacienda se entrevistó con los acreedores y las autoridades financieras internacionales en Washington, D. C. y en Nueva York. Además del Secretario de Hacienda, participaron en estas conversaciones José Ángel Gurría, Jorge Espinosa de los Reyes, director general de Nacional Financiera, Alfredo Philips, subdirector del Banco de México, Luis Orcí, de la Dirección de Crédito de la Secretaría de Hacienda, así como otros colaboradores.

Tanto las causas de la crisis como esos eventos en específico y los posteriores, han sido ampliamente discutidos y analizados por innumerables estudios publicados en México y en otros países.[67] Ello además generó una gran cantidad de trabajos de reflexión y pensamiento sobre la naturaleza del crédito soberano.

Un recuento muy vívido del estallido de la crisis de la deuda y de los momentos antes de

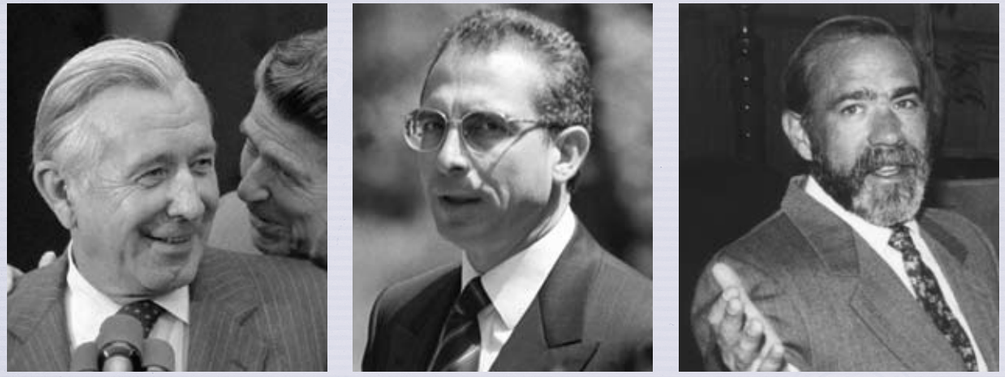
[63] Suárez Dávila, 1988, p. 429.

[64] Solís y Zedillo, 1985.

[65] Negrete Cárdenas, 1999; Pérez-López, 1987, *Expropiación bancaria en México y desarrollo desestabilizador*.

[66] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[67] Véanse entre los múltiples estudios, Gurría Treviño, 1993; Del Ángel, Bazdresch y Suárez, 2005, *Cuando el Estado se hizo banquero...*, Bazdresch, Bucay, Loaeza y Lustig, 1992, *México: Auge, crisis y ajuste*. Por su parte, Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011, *La nacionalización de la banca, 25 años después. La historia contada por sus protagonistas*, reúne los testimonios de los principales protagonistas de esos eventos y en particular de la expropiación de la banca. Ello además de los múltiples recuentos periodísticos al respecto, sobre estas fuentes véanse Archivos Económicos, Fondo Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada, SHCP.



CAÍDA DE LOS PRECIOS DEL PETRÓLEO, FUGA DE CAPITALES, INFLACIÓN LOCAL Y EN EL EXTRANJERO Y DEVALUACIÓN DEL PESO LANZARON AL PAÍS A UNA DE SUS MAYORES CRISIS ECONÓMICAS. DE IZQUIERDA A DERECHA: DONALD REGAN, ERNESTO ZEDILLO PONCE DE LEÓN Y JOSÉ ÁNGEL GURRÍA.

la nacionalización, lo proporciona el entonces Secretario de Hacienda, Jesús Silva Herzog Flores en sus testimonios:

A mediados del año se empezó a hablar de la necesidad de entablar conversaciones con el Fondo Monetario Internacional. Esto recibió una total oposición política. En el sexenio anterior, las negociaciones con el FMI fueron la expresión más clara del fracaso de la política económica. Era natural, pues, la resistencia para ello.

Desde el mes de mayo de 1982 se habían iniciado contactos frecuentes y discretos con las autoridades de los organismos financieros internacionales y con el gobierno de Estados Unidos. El objeto era mantenerlos informados del curso de los acontecimientos y preparar el camino para un eventual apoyo extraordinario que, cada vez, parecía más claro y necesario.

La salida de capitales no paraba, todos los recursos disponibles –créditos de la banca internacional al sector público y privado, apoyos suscritos con la Tesorería y la Reserva Federal de Estados Unidos– eran insuficientes para satisfacer la demanda de un mercado que no sólo había perdido la confianza en el peso mexicano, sino en las instituciones. El mercado cambiario se vio afectado, sobre todo, por las operaciones de las tesorerías de las grandes empresas en México, nacionales y extranjeras.

Con autorización del Presidente, yo salía en un avión del Banco de México, los jueves en la tarde, para llegar a Washington en la noche. Desayuno con el director-gerente del Fondo Monetario Internacional, entrevista con el secretario del Tesoro y almuerzo con Paul Volcker, presidente del Sistema de la Reserva Federal. Aeropuerto y regreso a la ciudad de México para asistir a algún evento en la noche del viernes. Nadie se enteraba de estos viajes relámpago. Por cierto, en una de las entrevistas con el secretario del Tesoro, Donald Regan, al acompañarme a la puerta y despedirme y después de haber escuchado nuestra descripción de la situación que enfrentábamos, me dijo: "Señor secretario, usted

tiene un problema", le respondí: "No, señor secretario, los dos tenemos un problema". Cara de asombro, pero de inmediato reconoció la gravedad de lo que podía ocurrir en el sistema financiero internacional.

A finales de julio se obtuvo el apoyo del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos, con un importe de 700 millones de dólares. Se nos acabó en una semana.

El 5 de agosto anunciamos, en conferencia de prensa, una nueva devaluación y el 12 nuevas medidas cambiarias, incluyendo la muy controvertida de cubrir los mex-dólares –indizados al dólar– sólo en moneda nacional. La circulación de mex-dólares en agosto de 1982 era de alrededor de 11 mil millones de dólares.

Se iniciaron las negociaciones frente a la crisis. México se vería ante la imposibilidad de continuar sus pagos financieros al exterior. Esto podía tener consecuencias desastrosas para todo el mundo. Una suspensión de pagos de México contagiaría de inmediato a otros deudores de América Latina, y un buen número de bancos de Estados Unidos enfrentarían enormes problemas, pues sus créditos a México, Brasil, Argentina y otros países excedían su capital contable.

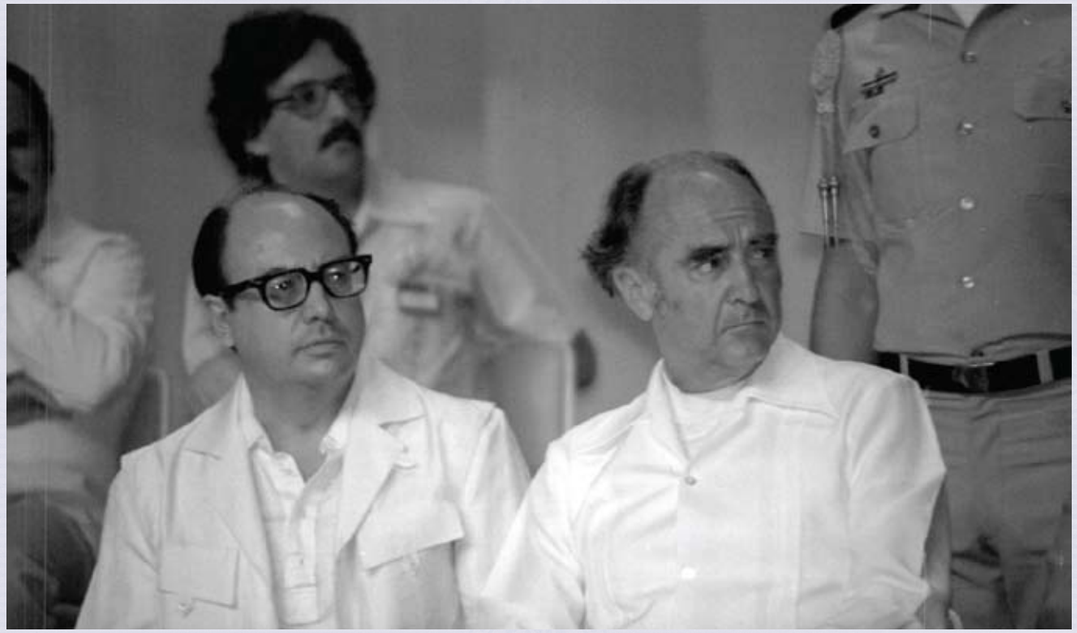
La negociación se llevó a cabo en Washington. Se le conoció como "el fin de semana mexicano". La negociación fue larga, llena de angustia, rabia y zozobra. El viernes 13 de agosto la reunión terminó a las cuatro de la mañana, para reanudarse en las primeras horas del día siguiente.

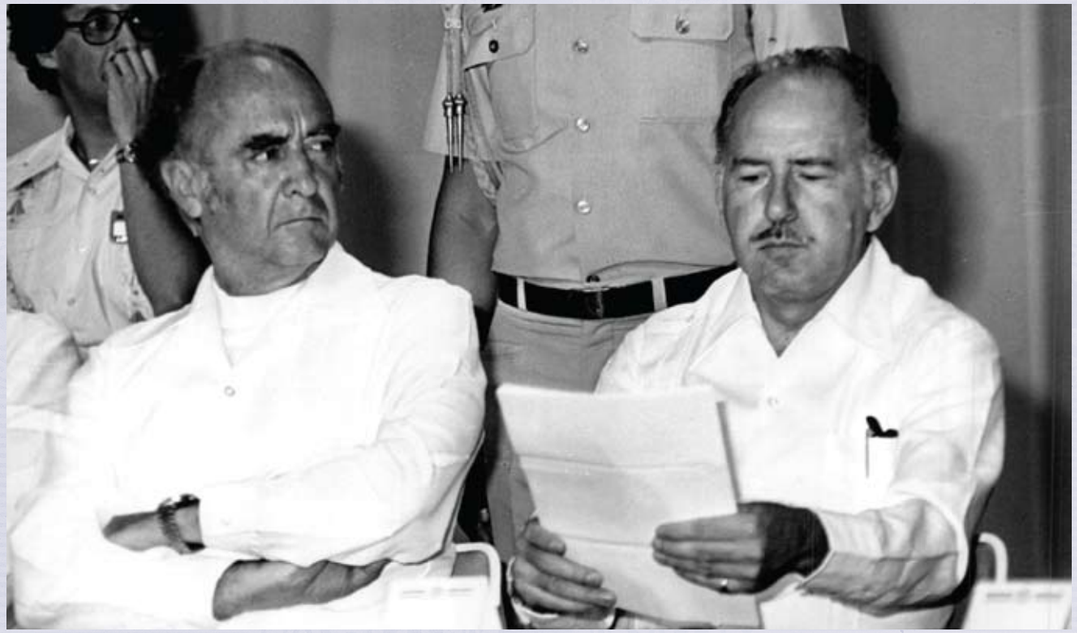
Las negociaciones que tenían lugar en el viejo edificio de la Tesorería, se prolongaban hasta las 3 o 4 de la mañana –hecho insólito. Participaban el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, la banca comercial, las tesorerías y los bancos centrales de los principales países industriales. Además, el Departamento de Energía e incluso la CIA. La delegación mexicana se tuvo –a última hora– que completar con la presencia del Secretario de Patrimonio y con el Director de Pemex. Hubo momentos en que los mexicanos anunciaron el rompimiento de las negociaciones. Una expresión de uno de los miembros de la delegación de Estados Unidos fue "hay que aprovecharse de quien está en dificultades y atraviesa por una emergencia, para cobrarles más caro la ayuda".

Se logró armar un "paquete" financiero en el que participaban el Fondo Monetario Internacional, el Banco de Pagos Internacionales, la banca comercial, las tesorerías y los bancos centrales de los principales países industriales. Por supuesto, el país deudor. Nunca antes se había hecho un esfuerzo de esta naturaleza. Era la primera vez, en la historia financiera internacional, en que todo un grupo de entidades acreedoras participaban conjunta y directamente en la solución de los problemas de un país deudor. Se estableció un precedente que sentaría pauta para el futuro.

Se requería de la participación de todos los participantes para que el paquete financiero de rescate funcionara. El eje de la operación era el FMI, y éste daría su apoyo sólo si el resto –bancos comerciales, bancos centrales de los países industriales, Tesorería de Estados Unidos– comprometía su respaldo. El mecanismo se conoce como de condicionalidad cruzada. Se dice fácil, pero es difícil de lograr y operar.

En el caso de la banca privada, se requería de la aceptación de todos los bancos. Eran 530 instituciones de 40 países. Se estableció un monto de nuevos créditos por 5,000 millones de dólares, equivalente a 7% del total de adeudos





ANTE LA SITUACIÓN CRÍTICA DE LA ECONOMÍA, EL PRESIDENTE LÓPEZ PORTILLO DECIDIÓ DESTITUIR, EN MARZO DE 1982, AL SECRETARIO DE HACIENDA, DAVID IBARRA (ARRIBA) Y AL DIRECTOR GENERAL DEL BANCO DE MÉXICO, GUSTAVO ROMERO KOLBECK (ABAJO). ARCHIVO HISTÓRICO DEL BANCO DE MÉXICO.

EL PRESIDENTE LÓPEZ PORTILLO IZANDO LA BANDERA EN UN ACTO EN EL ZÓCALO. ARCHIVO FOTOGRÁFICO DE *EL NACIONAL*.

con la banca, que en agosto de 1982 ascendía a 73,000 millones de dólares. Cada banco debía aportar 7% de su cartera con México. Hubo algunos renuentes a quienes se tuvo la necesidad de torcerles el brazo. Hubo alguno que aportó 210 dólares. Era imprescindible la participación de todos y cada uno de ellos. La renuencia de uno podía echar por tierra todo el paquete. Las amortizaciones de la deuda externa ascendían a 16,468 millones de dólares de agosto de 1982 a diciembre de 1983. Con la reestructuración, los pagos se redujeron a 1,475 millones de dólares (menos de 10% de lo que hubiéramos tenido que pagar).

En la negociación con Estados Unidos intervino el petróleo. Se negoció el pago anticipado de 1,000 millones de dólares a cambio de entregas de crudo durante un año para reserva estratégica de ese país. Me acompañaron el secretario de Patrimonio Nacional y el director general de Petróleos Mexicanos (Pemex).

En aquella ocasión expresé: "Definitivamente el problema que enfrentamos es muy serio, es de coyuntura y carácter financiero, es casi –exagerando los términos– un problema de caja". La expresión me perseguiría durante largos meses y años.

Al día siguiente, me trasladé a Nueva York. Habíamos arreglado el apoyo con los gobiernos y ello estaba en marcha. Había ahora que negociar con bancos. El domingo anterior, en pleno verano, había hablado con los directores generales de los principales bancos del mundo. La mayoría de ellos, a pesar de haberme convocado al campo de golf, en el yate o en sus casas, tomaron las cosas con serenidad y espíritu positivo. El dinero se nos había acabado. Al finalizar la semana, nuestros recursos líquidos, cubriendo todos los pagos pendientes para esos dos días

SEGÚN EL TESTIMONIO DE JESÚS SILVA HERZOG, LA CRISIS MUNDIAL DE LA DEUDA EXTERNA, QUE DARÍA INICIO A LA LLAMADA "DÉCADA PERDIDA" PARA LOS PAÍSES LATINOAMERICANOS, COMENZÓ EN EL VERANO DE 1982. IZQUIERDA: BANCO DE LA RESERVA FEDERAL, WASHINGTON, D. C., ESTADOS UNIDOS. DERECHA: PAUL VOLCKER, TITULAR DE LA RESERVA FEDERAL, 1971.

restantes, iban a ser de alrededor de 120 millones de dólares. El lunes 23 de agosto los pagos al exterior previstos eran de 280 millones de dólares. Imposible. Habíamos llegado al final del camino. Las fichas se habían acabado.

La convocatoria para una reunión entre los banqueros de todo el mundo y la delegación mexicana el viernes 20 de agosto a las nueve de la mañana en el edificio del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, estaba ya en las manos de los interesados.

Gracias a los buenos oficios de Paul Volcker, habíamos extendido la invitación para la reunión a cerca de 1,000 bancos privados de todas las partes del mundo. La semana anterior habíamos decidido formar el grupo asesor, integrado por 14 instituciones, representando las diversas zonas geográficas del mundo.[68] Gran expectativa. Más de 600 personas llenaban el auditorio del banco en Wall Street. Nunca hablamos de moratoria, sino de reestructuración.

Ese día visitamos a los presidentes de los cinco bancos más importantes de Nueva York. Tenían antecedentes: la llamada desde Washington en la que los pusimos al tanto de que México estaba a punto de suspender sus pagos por concepto de su deuda externa. Las conversaciones fueron útiles, maduras, responsables. Tomó cuerpo la idea de formar un grupo asesor de 14 bancos para representar al resto de la comunidad bancaria de todo el mundo. En la noche decidimos preparar un breve folleto descriptivo de lo pasado y de nuestras intenciones. Incluso con algunas láminas ilustrativas. Parte del grupo mexicano trabajó toda la noche con eficiencia y entrega.

En la mañana temprano, antes de la reunión grande, constituimos el grupo asesor de bancos.

[68] El grupo asesor estaba integrado por Citibank y Bank of America como copresidentes; Manufacturers Hanover Trust, Chase Manhattan Bank, Chemical, Morgan y Bankers Trust, de Estados Unidos; Bank of Montreal, Canadá; Bank of Tokio, Japón; Societé Générale, Francia, Bélgica y otros; Deutsche Bank, Alemania; Lloyd´s Bank, Inglaterra; Swiss Bank Corp., Suiza; Banco Nacional de México, México y América Latina. Este último dejó de pertenecer al grupo después de la nacionalización de la banca. Véase Silva Herzog Flores, 2007, pp. 56-62.

El ambiente era tenso. De expectación. Nadie sabía lo que podía pasar.

Expliqué la situación general y presenté nuestra solicitud de prórroga de 90 días para el pago de las amortizaciones de capital de la deuda pública mexicana. Había excepciones: los créditos comerciales, los contratados con los organismos internacionales –Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo– y las emisiones de bonos en los mercados de capitales del mundo.

La crisis mundial de la deuda se había iniciado en ese momento.[69]

Ante los acontecimientos de la economía mexicana, el presidente López Portillo percibía que los llamados "sacadólares" estaban vaciando al país de divisas, acción propiciada por la banca.[70] Así, el 1 de septiembre de 1982, en su último informe de gobierno, el Presidente expropió la banca privada y decretó el control generalizado de cambios. En esos días, México vivió uno de los episodios más dramáticos de su historia reciente. Los mercados internacionales inicialmente recibieron la medida con aceptación, como una medida para tomar mayor control de la economía. A los pocos días, el sistema financiero mundial percibía que la medida tenía poca relación con la solución del problema.

La expropiación bancaria fue sorpresiva, ya que había sido estudiada en el mayor secreto. Unos asesores del Presidente formaron un grupo de estudio, el cual produjo una serie de recomendaciones para enfrentar la crisis, entre las que se encontraban el control de cambios y la estatización de la banca privada. En ese contexto, las principales justificaciones para expropiar los bancos fueron lograr implementar un control de cambios y detener la fuga de capitales que se estaba dando entonces. Se argumentaba que el control de cambios se lograría sólo si el Estado controlaba a la banca privada, la cual se había negado a implementar esta medida. Sobre las verdaderas causas de fondo existen varias hipótesis. El presidente López Portillo buscó darle una salida política a la crisis, sentía que los banqueros lo habían abandonado, inclusive "traicionado", en el momento más crítico. Las consecuencias de la medida expropiatoria serían profundas y de largo alcance para el país.[71]

En su toma de posesión el 1 de diciembre de 1982, el presidente electo Miguel de la Madrid, recibiría el gobierno de México en un estado crítico. En ese cúmulo de eventos, la deuda externa se convertiría en la tribulación nacional de los años subsecuentes. Con la Secretaría de Hacienda al frente, las autoridades financieras mexicanas así como varias instancias del gobierno, enfocarían una cantidad inconmensurable de esfuerzos para resolver el problema de la deuda. El "problema de caja" se tornó un problema estructural.

[69] Fragmentos tomados de un testimonio y de las memorias de Jesús Silva-Herzog; cfr. Silva Herzog Flores, 2005, "Recuerdos de la nacionalización de la banca. Testimonio" y Silva Herzog Flores, 2007, *A la Distancia…*, pp. 55-62.

[70] Las memorias de José López Portillo dan un testimonio de su estado anímico y percepción de los acontecimientos, véase López Portillo y Pacheco, 1988.

[71] Para estudios sobre la expropiación de la banca, sus causas y consecuencias, véanse Elizondo Meyer-Serra, 2001, *La importancia de las reglas...*, Loaeza, 2008, *Las consecuencias políticas de la expropiación bancaria*; Del Ángel y Martinelli, 2009, *La Expropiación de la Banca en México*; así como las compilaciones de Del Ángel, Bazdresch y Suárez, 2005 y Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011.

“SEÑOR SECRETARIO, USTEDES TIENEN UN PROBLEMA” “NO, SEÑOR SECRETARIO, ¡AMBOS TENEMOS UN PROBLEMA!”.

JESÚS SILVA HERZOG FLORES

Como Secretario de Hacienda viví intensamente muchos episodios trascendentes que forman parte de la historia económica y financiera de este país. Tuve que tomar decisiones fuertes –varias– pero todas ellas me dejaron siempre la satisfacción de servir con mi mejor esfuerzo y dedicación a México. En esta ocasión quisiera compartir tres anécdotas que forman parte de mi experiencia hacendaria.

La primera anécdota fue cuando en la primavera de 1982, recién nombrado Secretario de Hacienda, pude percatarme que una crisis grave se avecinaba para la economía mexicana. En mayo de ese año, con autorización del Presidente, inicié viajes periódicos a Washington, D. C. ante la previsión de que sería necesario obtener ayuda del gobierno de Estados Unidos y de los organismos financieros internacionales. El viaje lo hacíamos con toda discreción: en un avión del Banco de México, salíamos en la tarde del jueves para aterrizar en el aeropuerto Dulles bien entrada la noche. Desayuno con Jacques de Larosiére, Director Gerente del FMI, café con el Secretario del Tesoro y almuerzo con Paul Volcker, Presidente de la Junta de Gobernadores del Federal Reserve, salida al aeropuerto y regreso a México. Regresaba ese día a México, por lo que nadie se enteraba de estos viajes “preparatorios”, lo cual era importante para evitar sembrar la incertidumbre.

En una de las reuniones con el entonces Secretario del Tesoro, Donald Regan, y después de escuchar mi descripción de los problemas que atravesábamos, amablemente me acompañó a la puerta de su oficina y me despidió con la frase: “you really have a problem, Mr. Secretary”, a lo que respondí convencido: “no, Mr. Secretary, we both have a problem”.

Regan quedó con cara de asombro, pero de inmediato reconoció la gravedad de lo que podía ocurrir en el sistema financiero internacional. Pero mi frase reflejaba toda la esencia de un problema entre un acreedor y un deudor, cuando éste último enfrenta una situación que le impide cumplir con su obligación, el problema es de ambas partes, y lo más conveniente es llegar a una solución colaborativa. Paradójicamente sistema financiero mundial tardó tiempo en entender esta simple lógica.

La segunda anécdota fue en medio de la crisis de 1982 y del estallido de la crisis de la deuda externa. El país se encontraba en efervescencia. Los rumores estaban a la orden del día: congelación de cuentas de cheques, control de cambios, cancelación y expropiación de las cajas de seguridad, etcétera. Se sentía como si no hubiera rumbo y había que hacer frente al problema.

Entonces había presiones procedentes de dentro y fuera del gobierno para declarar una moratoria de pagos. Incluso hubo manifestaciones ruidosas frente a Palacio Nacional exigiendo esa medida “nacionalista”. El presidente López Portillo dudaba. En mi calidad de Secretario de Hacienda le expresaba mis razones técnicas sobre los inconvenientes de tomar esa decisión. Mis argumentos no eran suficientes. En una ocasión, le planteé al Sr. Presidente que la mitad del consumo nacional de maíz era procedente de importaciones cubiertas con crédito o con reservas en el Banco de México. Una moratoria cerraría las corrientes de crédito y no tendríamos dinero en caja para cubrir las importaciones. En dos meses, el pueblo de México no tendría tortillas. El argumento fue convincente.

Una tercera anécdota fue cuando en medio de las negociaciones para la reestructuración de la deuda externa de México, Ángel Gurría, Director de Crédito y yo tuvimos una reunión con los tesoreros de las principales empresas norteamericanas, en un auditorio alargado del banco Irving Trust, que ya no existe, ubicado en la calle Park Avenue de Nueva York. Expresábamos la difícil situación económica por la que atravesaba el país y las medidas que tendríamos que tomar para salir del atolladero.

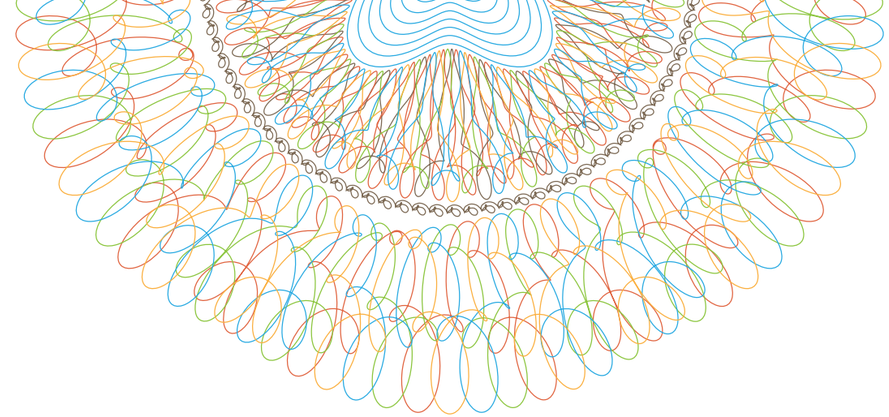
En un momento dado, me percato por la expresión en las caras de muchos de los asistentes, que dominaban la incredulidad y la falta de confianza en los expositores. Interrumpo en una parte de su exposición a Ángel Gurría y me permito expresar que no deberían preocuparse porque estaban en frente de un Ángel y de Jesús. Con esto, el ambiente se suavizó.

Hubo muchísimas propuestas para atender el problema de la deuda. Del medio académico, financiero, gubernamental. El Plan Baker, anunciado por el secretario del Tesoro de Estados Unidos en la reunión del FMI-Banco Mundial en Seúl, Corea del Sur, en septiembre de 1985, no levantó vuelo. No fue sino hasta el plan del secretario Brady en 1989, que reconocía la vieja demanda de los deudores de que había que aceptar la necesidad de reducir el peso del servicio de la deuda, cuando se da un paso efectivo hacia la solución.

En materia de deuda externa nos había tocado abrir brecha. Habíamos detonado el problema y nuestras acciones eran seguidas por otros deudores. El tema dominaba el escenario nacional. La llamada “década perdida” en América Latina responde en esencia, al problema del endeudamiento externo.

CRISIS
Y NEGOCIACIONES

LA CRISIS DE LA DEUDA LATINOAMERICANA CONDUJO A NUEVAS REGLAS DEL JUEGO PARA EL FINANCIAMIENTO INTERNACIONAL. TAMBIÉN, FUE UNO DE LOS MOTORES PARA REPLANTEAR LAS IDEAS SOBRE CUÁLES ERAN LAS POLÍTICAS MÁS ADECUADAS PARA FOMENTAR EL DESARROLLO, ASÍ COMO PARA RECORDAR LAS CONSECUENCIAS DE DESCUIDAR LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA.



En la década de los años ochenta, prácticamente en todo el mundo se dio una ola de creatividad e innovación financiera para resolver el problema de la deuda.[1] México fue un protagonista importante en el desarrollo de mecanismos de solución a la deuda externa.

La reforma económica y la liberalización financiera que siguieron a este episodio de la historia cambiaron la estructura del crédito público. Los instrumentos de mercado se hicieron más importantes en el financiamiento del gobierno. Se reforzó la innovación en mecanismos de crédito público interno, principalmente ante un marco de política económica que iba dejando atrás los instrumentos "dirigidos", como el crédito del banco central. A su vez, la historia mundial presenció un nuevo ciclo de innovación financiera y crédito externo, al igual que cien años atrás, en un entorno mundial de liberalización y globalización financiera de las llamadas economías emergentes.[2] La innovación condujo a nuevos riesgos que desembocaron en nuevas crisis internacionales, como la que estalló en México en diciembre de 1994.

Este capítulo explica el papel de las autoridades mexicanas en las negociaciones y solución de las dos grandes crisis financieras recientes de México, las de agosto de 1982 y diciembre de 1994, así como la forma en la que se gestaron estas crisis. También explica las transformaciones sustanciales que se llevaron a cabo en los mecanismos de crédito público en esos años.

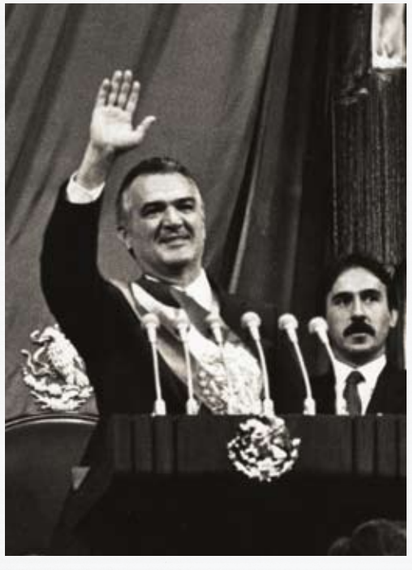
DEL GÓLGOTA AL APRENDIZAJE

México vivió en los años ochenta una de las crisis económicas más profundas de la historia. En su discurso de toma de posesión, Miguel de la Madrid anunció los puntos básicos de su proyecto de recuperación. El gobierno buscó enfrentar el déficit fiscal mediante el aumento de impuestos y la reducción del gasto público. Además de que con la banca nacionalizada, el gobierno contó con una herramienta de crédito interno para financiar el déficit.

Cabe señalar que además de la deuda pública, la deuda externa del sector privado había afectado a muchas empresas; en diciembre de 1982

[1] Para un análisis en castellano que incorpora una revisión de trabajos representativos de la literatura académica de crédito soberano véase Hernández Trillo, 2003; para las estrategias de los gobiernos, particularmente de México en los procesos de negociación hay varios trabajos, véanse Gurría Treviño, 1993, y Negrete Cárdenas, 1999; para la misma materia a nivel internacional, véase entre otros, Griffith-Jones, 1988.

[2] Para los ciclos véanse Marichal, 1989 y 2003; Eichengreen, 2004, *Capital Flows and Crises*; Reinhart y Rogoff, 2009, *This Time is Different...*



IZQUIERDA: EL SEXENIO DE MIGUEL DE LA MADRID COMENZÓ CON UNA ALTA INFLACIÓN, PÉRDIDA DE EMPLEOS, CONTRACCIÓN ECONÓMICA Y DETERIORO DEL PODER ADQUISITIVO. DERECHA: MANUEL BARTLETT, SECRETARIO DE GOBERNACIÓN, DANDO POSESIÓN A GUSTAVO PETRICCIOLI (DERECHA) COMO NUEVO SECRETARIO DE HACIENDA EN SUSTITUCIÓN DE JESÚS SILVA HERZOG (IZQUIERDA), JUNIO DE 1986. PROCESOFOTO.

IZQUIERDA: FRANCISCO SUÁREZ DÁVILA FUE SUBSECRETARIO DE HACIENDA DURANTE EL SEXENIO COMPLETO DE MIGUEL DE LA MADRID. DERECHA: GUSTAVO PETRICCIOLI, SECRETARIO DE HACIENDA DE JUNIO DE 1986 A DICIEMBRE DE 1988. PROCESOFOTO.

tenía un saldo superior a 23 mil millones de dólares; de ellos, dos tercios estaban contratados con la banca con plazos máximos de vencimiento de dos años, y el tercio restante lo componían créditos de proveedores, característicamente de corto plazo. La deuda privada se logró reestructurar bajo el amparo del Ficorca, que estimulaba la renegociación de las empresas con sus acreedores mediante la garantía parcial del Banco de México, medida con la que se mitigó la quiebra masiva de empresas.[3]

Pero las medidas fueron insuficientes para detener la crisis a lo largo de esos años. La reducción del gasto afectó la inversión y el gasto social. La contracción económica se reflejó en el alto costo social por pérdida de empleos, deterioro de los salarios reales y del aumento de la desigualdad. El producto real disminuyó 0.03% entre 1983 y 1987 y −1.9% por habitante en promedio. La inflación se mantuvo en aumento, llegando a niveles récord en la historia; a fines de 1987 fue 131.8%.[4]

Desde el arranque de la gestión de Miguel de la Madrid, la tríada Secretario de Hacienda-Subsecretario de Hacienda-Titular de Crédito Público fue formada, respectivamente, por Jesús Silva-Herzog, Francisco Suárez Dávila y José Ángel Gurría Treviño. Esta tríada permaneció hasta el final del sexenio, con excepción de Silva Herzog, quien fue relevado como Secretario por Gustavo Petriccioli en 1986. Suárez es un abogado de la UNAM, con posgrados en economía en la Universidad de Cambridge y la Universidad de París; inició su carrera en el Banco de México, donde fue funcionario, pasando por el FMI como Director Ejecutivo por México, y antes de ser subsecretario había sido Director Financiero de Nacional Financiera. Gurría es un economista de la UNAM con posgrados en la Universidad de Leeds en el Reino Unido y la Universidad del Sur de California; desde 1978 se había integrado a la Secretaría de Hacienda dentro del equipo de deuda pública.

En el equipo del gobierno para las rondas de negociación, el personal del Banco de México también jugaba un papel importante; también de otras áreas del gobierno, como Nacional Financiera.[5] Miguel Mancera, quien había sido destituido como titular del Banco de México al momento de la expropiación bancaria, fue restituido en ese puesto por el presidente De la Madrid.

En las negociaciones, el gobierno de México también contó con el apoyo de algunos profesionales del sistema financiero privado mexicano. Asimismo, el abogado norteamericano del gobierno de México, Mark Walker, fue pieza fundamental desde los años setenta hasta la década de los noventa. A su vez, la presencia de Antonio Ortiz Mena como presidente del BID hasta 1987, representó un apoyo para México.[6]

[3] Gurría Treviño, 1993; Suárez Dávila, 2005.

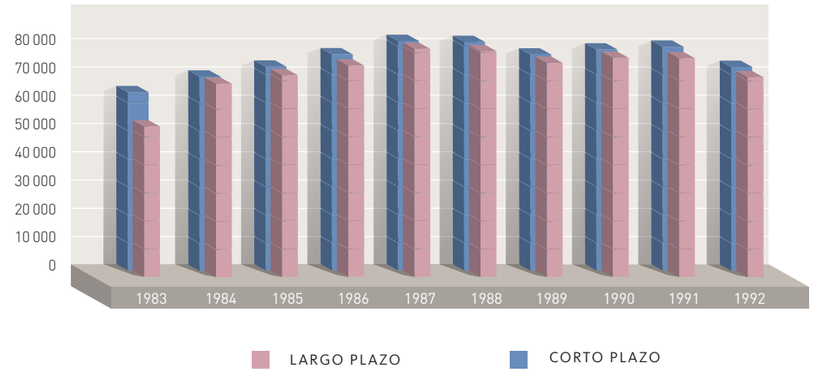
[4] Lustig, 1998, *Mexico: The Remaking of an Economy*; Cárdenas Sánchez, 1996.

[5] Entre otros funcionarios, además de Silva Herzog, Suárez Dávila y Gurría Treviño, se menciona a Carlos Sales, Alfredo Phillips, Ariel Buira, Enrique Castro, Jaime Pellicer, Jesús Reyes Heroles, Ernesto Zedillo, Luis Foncerrada, Enrique Vilatela, José Luis Flores, Adolfo Hellmund, Juan José de Olloqui, y Julio César Méndez, como funcionarios que estuvieron vinculados directa e indirectamente en las rondas de negociación.

[6] Walker era del despacho Cleary Gottlieb Steen and Hamilton. Entrevistas a Francisco Suárez Dávila, José Ángel Gurría, Enrique Vilatela y Martín Werner.

ARRIBA: CARLOS SALINAS DE GORTARI ENCABEZANDO UNA REUNIÓN OFICIAL COMO SECRETARIO DE PROGRAMACIÓN Y PRESUPUESTO. ABAJO IZQUIERDA: EL PRESIDENTE SALINAS EL DÍA DE SU TOMA DE POSESIÓN. ABAJO DERECHA: NICHOLAS BRADY, SECRETARIO DEL TESORO. PRONUNCIANDO UN DISCURSO DURANTE LA REUNIÓN ANUAL DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y EL BANCO MUNDIAL, 1990.

5.1 DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO, MDD



Fuente: Gurría, 1993, con información de la SHCP.

Desde agosto de 1982 hasta la firma del Plan Brady en 1990, el gobierno de México emprendió distintas etapas de negociación o ejercicios de reestructuración de la deuda externa.[7] A lo largo de esos años, en un principio, el gobierno de México enfrentó una actitud hostil de los acreedores y autoridades internacionales. La actitud se modificó en la medida en que, al paso de los años, se hacía cada vez más necesario buscar una solución al problema internacional de la deuda.[8]

Al estallar la crisis de 1982, las opciones que entonces enfrentaban los banqueros internacionales respecto a un país que entraba en problemas para pagar su deuda eran: prestarle más, con la expectativa de que esos recursos ayudarían a salir de la crisis, o bien, no prestar más y esperar a que los gobiernos resolvieran sus problemas, probablemente con ayuda del FMI; cualquiera de las dos opciones era problemática y tenía consecuencias sobre la economía de los países. El mayor problema que enfrentaban los acreedores en ese momento era poder tomar acciones coordinadas.[9]

Los primeros ejercicios de reestructuración fueron las negociaciones llevadas a cabo entre 1982 y 1983. Esa reestructuración atendió principalmente los aspectos relacionados con la reprogramación de una parte del principal y la

[7] Para un análisis de esas rondas véase Negrete Cárdenas, 1999; para la perspectiva de uno de los protagonistas, Gurría Treviño, 1993; Green, 1988, *La deuda externa de México 1973-1987…*, por su parte, discute la economía política de esos ejercicios.

[8] Para una revisión histórica de los elementos comunes de las crisis financieras a lo largo de la historia, véanse por ejemplo, Marichal, 2010, *Nueva historia de las grandes crisis financieras*; Bordo and Eichengreen, 2002, *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization*; Kindleberger, 1989, *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*; Reinhart y Rogoff, 2009. La poca prudencia de los acreedores en la expansión del financiamiento y en las negociaciones, y que hubiera parecido ignorancia de la historia, se repite en todos los episodios de crisis y sobreendeudamiento. La reincidencia de eventos en las crisis financieras es un tema discutido y que ha dejado preguntas abiertas en la historia financiera del mundo, y en particular, en las ciencias sociales.

[9] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

obtención de nuevo financiamiento. Este proceso inició cuando el 22 de agosto de 1982 el gobierno solicitó a la banca internacional una prórroga de tres meses para los pagos del principal de la deuda pública externa, que ascendían a 8 144 mdd. Los pagos de intereses se siguieron realizando en su totalidad; asimismo, la prórroga no incluía los

LA CRISIS ECONÓMICA PERDURÓ A LO LARGO DE LA DÉCADA DE LOS OCHENTA, CON LA CAÍDA DEL 50% DE LOS PRECIOS DEL CRUDO MEXICANO Y EL SISMO DE 1985, QUE PROVOCÓ MILES DE MUERTOS Y DAÑOS MATERIALES CUANTIOSOS. EL PLAN BAKER DE PAGO DE INTERESES DE LA DEUDA SE REVELÓ INSUFICIENTE. IZQUIERDA: EL SECRETARIO DEL TESORO JAMES BAKER. CENTRO: COMPLEJO PETROLERO DE CANTARELL. VOLUNTARIOS BUSCAN SOBREVIVIENTES TRAS EL TERREMOTO EN LA CIUDAD DE MÉXICO, EL 19 DE SEPTIEMBRE DE 1985, INHERM.

préstamos directos garantizados por organismos gubernamentales de créditos para la exportación, los créditos de instituciones oficiales, los bonos gubernamentales, ciertos financiamientos comerciales, ni la deuda del sector privado. Mientras tanto, se emprendieron negociaciones para la contratación de "recursos frescos"[10] con el FMI, los gobiernos de los países acreedores y la propia banca comercial. En diciembre de ese mismo año, el gobierno mexicano solicitó a la banca comercial la reestructuración de 23 150 mdd de vencimientos del principal pactados originalmente entre el 23 de agosto de 1982 y el 31 de diciembre de 1984. Las negociaciones se extendieron hasta agosto de 1983; entre ese mes y octubre se suscribieron los contratos de reestructuración de la deuda del Gobierno Federal y el resto de entidades del sector público.[11] Para el financiamiento del programa económico de 1983, México solicitó a los bancos comerciales y al Club de París nuevos créditos por 5 mil y 2 mil mdd respectivamente.[12]

A pesar de los avances logrados en 1982-1983 en cuanto al diferimiento de pagos del principal y de la disminución de sobretasas, la magnitud de los pagos de intereses y la escasez de recursos externos frescos propiciaron que la transferencia neta de recursos al exterior llegara a 6.8% como porcentaje del FMI en promedio anual entre 1982 y 1985. El pago de intereses continuaba restringiendo la disponibilidad de recursos, situación que se agravaba por el alza de las tasas de interés internacionales, la caída de ingresos por exportaciones y la suspensión de nuevos créditos.[13] Por ello, hubo un segundo ejercicio de reestructuración entre 1984 y 1985.

El gobierno de México empezó a propugnar por un ajuste que contemplara la necesidad de crecimiento económico para recuperar la capacidad de pago. Pero para crecer se necesitaban recursos frescos. Ese nuevo enfoque se plasmó en el Plan Baker, propuesto por el entonces secretario del Tesoro de Estados Unidos, James Baker, en octubre de 1985 para los países deudores. En ese plan se sugería a los bancos comerciales que otorgaran nuevos créditos a las naciones deudoras por un total de 20 mil mdd en los tres años siguientes, con el fin de promover programas globales de ajuste que sirvieran de sustento al crecimiento económico. Dichos recursos, que representaban apenas 25% de lo que los quince países deudores incluidos en el Plan deberían pagar por concepto de intereses, serían completados por recursos de organismos multilaterales y sus propios superávits comerciales. En la práctica, resultó un concepto de "flujo de caja" sin ningún elemento sólido para generar crecimiento económico.[14]

En junio de 1984, varios países deudores latinoamericanos se unieron en Colombia firmando el Acuerdo de Cartagena.[15] Había la idea, propuesta por algunos gobiernos, de llevar a cabo una moratoria conjunta. El acuerdo se limitó a ser un mecanismo de consulta. A pesar de ello, fue muy importante para que en las negociaciones individuales, los gobiernos pudieran llevar a cabo acciones coordinadas, principalmente en las condiciones que se acordaban con los acreedores.[16]

A partir de 1985, la situación económica en México se agravó. En 1986 el precio internacional del petróleo mexicano se desplomó 50.4% respecto al promedio de 1985, lo que implicó una pérdida de ingresos de aproximadamente 8 mil mdd, 6% del PIB. Las reservas del banco central continuaban en descenso. Aunado a ello, los terremotos de septiembre de 1985 generaron grandes pérdidas económicas.

[10] En la práctica, este término se refería a recursos para pagar intereses.

[11] Gurría Treviño, 1992, "La política de la deuda externa de México, 1982-1990" , pp. 294-296; Gurría Treviño, 1993.

[12] El Club de París es un foro para la resolución de problemas de deuda entre países acreedores y deudores, el cual funciona desde 1956.

[13] Gurría Treviño, 1992, p. 296; Gurría Treviño, 1993.

[14] Gurría Treviño, 1992, pp. 296-297; Gurría Treviño, 1993.

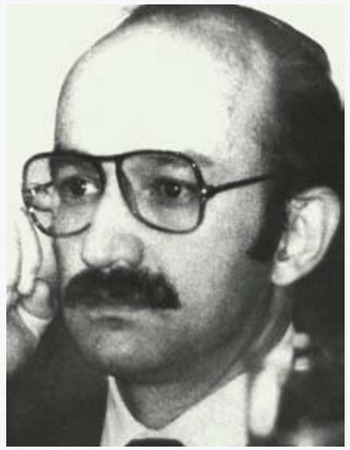
[15] Participaron Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, Ecuador, México, Perú, República Dominicana, Venezuela y Uruguay. Para las propuestas latinoamericanas, véase Green, 1988.

[16] Entrevistas a José Ángel Gurría y Francisco Suárez Dávila.

Ante tal situación, en muchos ámbitos de México se esperaba prácticamente una suspensión de pagos de la deuda externa. Sectores políticos lo habían propuesto y en los medios financieros internacionales se esperaba que así fuera. A lo largo de América Latina, la deuda externa se había convertido en un asunto con dimensiones políticas y sociales, y no sólo económicas. Sin embargo, a diferencia de lo que había ocurrido en Brasil, Argentina, Perú y Ecuador en distintos momentos, en el caso mexicano no había la probabilidad real de *defaults*, ya que el gobierno nunca llevó a los hechos esa posibilidad.

Para el gobierno, fue necesario entonces emprender nuevas negociaciones con la comunidad financiera internacional, previendo una posible incapacidad de dar servicio a la deuda. De este modo, hubo un tercer ejercicio de reestructuración de la deuda entre 1986 y 1987.

Se iniciaron reuniones con James Baker, Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Paul Volcker, Presidente de la Reserva Federal, Jacques de Larosière, Director Gerente del FMI, y Tom Clausen, titular del Banco Mundial. En marzo de 1986, la banca internacional aceptó diferir por seis meses el pago de 950 mdd (el cual ya había pospuesto por los terremotos de 1985).



IZQUIERDA: CARLOS SALINAS DE GORTARI, SECRETARIO DE PROGRAMACIÓN Y PRESUPUESTO JUNTO CON EL SECRETARIO DE HACIENDA, ANUNCIARON EN 1986 EL PROGRAMA DE ALIENTO Y CRECIMIENTO (PAC) PARA ENFRENTAR LA CRISIS. DERECHA: EL DIRECTOR GERENTE DEL FMI, JACQUES DE LAROSIÉRE, QUIEN JUGÓ UN PAPEL CENTRAL EN LA CRISIS MEXICANA, QUE HIZO NECESARIO EMPRENDER NUEVAS NEGOCIACIONES CON LA COMUNIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL.

En ese entorno, Gustavo Petriccioli Iturbide entró como Secretario de Hacienda en junio de 1986. Petriccioli era un economista del ITAM con una maestría en la Universidad de Yale; había desarrollado una larga carrera pública, inicialmente en el Banco de México y en la Secretaría de Hacienda. El recién nombrado Secretario de Hacienda y el Secretario de Programación y Presupuesto, Carlos Salinas de Gortari, presentaron el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC). Inmediatamente después este programa económico fue presentado a los acreedores en Washington, D. C.

La banca internacional mantenía una actitud renuente, por lo que en caso de no obtener una respuesta satisfactoria, el gobierno propuso a sus contrapartes internacionales que los pagos por el servicio de la deuda se continuarían haciendo, pero serían depositados en pesos mexicanos en un fondo en el Banco de México. Esa estrategia se había planeado desde meses atrás y se le llamó internamente la "bala de plata".[17]

El 22 de junio de 1986, el gobierno de México firmó una "carta de intención" con el Fondo Monetario Internacional, en la que se presentó el programa económico para el periodo 1986-1987. De acuerdo con el programa, para alcanzar un crecimiento moderado del PIB con estabilidad del tipo de cambio, se requerían 12 500 mdd de "recursos frescos" y se diferían pagos.[18]

Hasta ese momento, los ejercicios de reestructuración eran principalmente los llamados MYRAS (*Multi year rescheduling agreements*). Esto es, se planteaban cambios en los plazos y en las tasas de interés. Pero hasta entonces no se habían considerado en las negociaciones reducciones (conocidas como quitas) en la deuda, lo cual era necesario en una solución viable.[19]

Gurría (1992, 1993) explica que desde 1986 habían comenzado a explorarse esquemas de reducción de deuda mediante operaciones de mercado para aprovechar los descuentos a los que se cotizaba el papel mexicano de deuda en el mercado secundario. Así, se puso en práctica un programa de conversión de deuda por capital (*swaps*) cuya operación se inició a mediados de 1986, y a principios de 1988 se llevó a cabo un intercambio de deuda por bonos colateralizados con "bonos cupón cero". La introducción del programa de *swaps*, además de reducir el saldo de la deuda, sirvió para promover la inversión extranjera. El esquema de sustitución de deuda pública por inversión generó aproximadamente 50% del total de inversión extranjera autorizada por la Comisión Nacional de Inversiones Extranjeras durante ese año. Mediante las operaciones de *swaps* se realizaron inversiones por 2 126 mdd y, simultáneamente, se canceló deuda por 2 488 millones.[20]

Otro mecanismo para reducir el saldo de la deuda pública fue el intercambio voluntario de la deuda reestructurada por nuevos "bonos de descuento" que tendrían garantizado el pago del principal al vencimiento (veinte años) mediante "bonos cupón cero" adquiridos por el gobierno mexicano. La operación, realizada el 5 de febrero de 1988, se conoció como el Bono Azteca. Se estableció que el mecanismo para determinar el descuento al que se haría el intercambio de deuda sería una subasta. Tuvo poco éxito, pero las autoridades mexicanas obtuvieron un aprendizaje que posteriormente capitalizarían. Ese fue el último intento en la administración de Miguel de la Madrid para resolver el problema de la deuda externa.[21]

[17] Entrevista a Francisco Suárez Dávila. Cuando esa posibilidad fue planteada en las negociaciones, escandalizó a los funcionarios norteamericanos, en particular a Volcker, quien reclamó a los funcionarios mexicanos el peligro de que esa idea se extendiera a otros países deudores; ya en privado, el presidente de uno de los mayores bancos acreedores le comentó a la misión mexicana que había sido una buena idea como estrategia ante una negativa de los bancos.

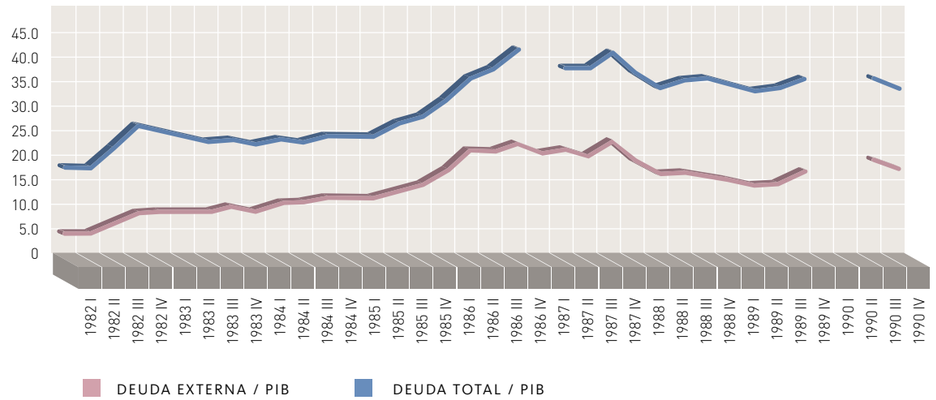
[18] Gurría Treviño, 1992, p. 297; Gurría Treviño, 1993.

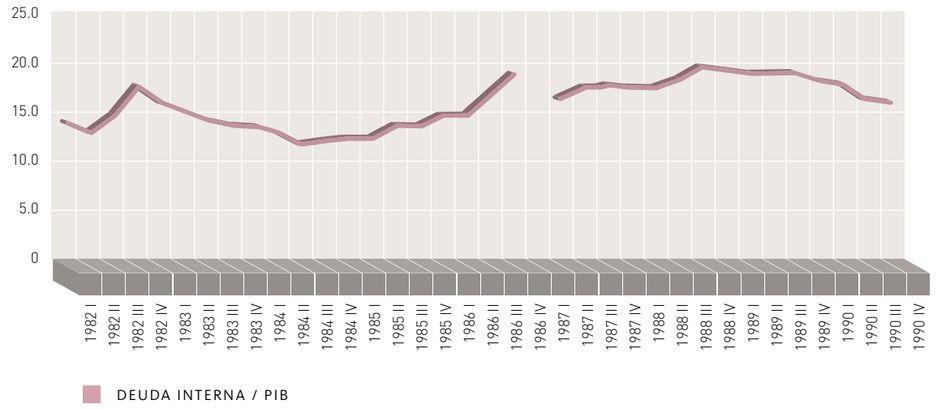
[19] Entrevistas a José Ángel Gurría y a Francisco Suárez Dávila.

[20] Gurría Treviño, 1992, p. 298; Gurría Treviño, 1993.

[21] Gurría Treviño, 1992, p. 298; Gurría Treviño, 1993. Ese mecanismo de garantía con bonos cupón cero fue una especie de ensayo previo a la estructura del Plan Brady. A pesar de que el Banco Mundial había en-

5.2 RELACIÓN DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO FEDERAL RESPECTO AL PIB



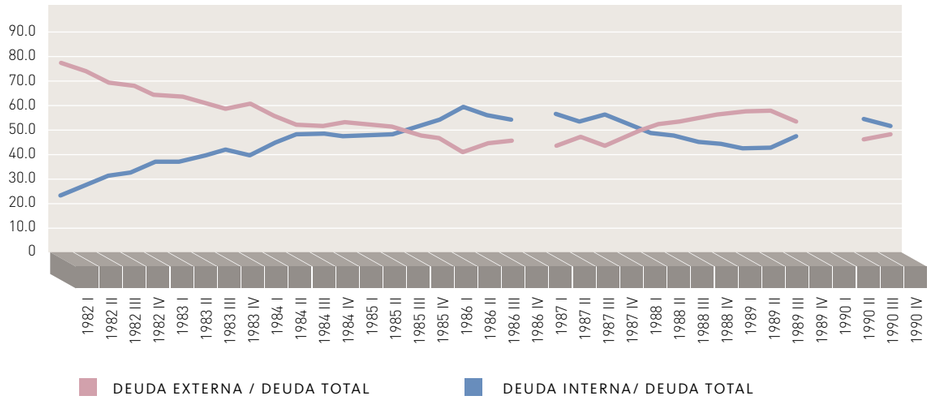


Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Entre 1987 y 1988, la economía mexicana empezó a mostrar una luz al final del túnel. El 15 de diciembre de 1987 se acordó el Pacto de Solidaridad Económica (PSE) para disminuir la inflación y recuperar el crecimiento. El Pacto incorporaba elementos de ajuste ortodoxo, aplicados en estrategias pasadas, como el aumento de impuestos y la reducción de egresos, y medidas llamadas heterodoxas, como controles de precios y salarios de forma temporal para eliminar el componente inercial de la inflación, y el uso del tipo de cambio como ancla nominal (esto es, mantenerlo fijo o con muy poca variación). El acuerdo para controlar los aumentos en precios y salarios requirió del compromiso de los sindicatos

contrado la propuesta atractiva y el gobierno de España estaba dispuesto a aceptar, Baker la rechazó, argumentando que no era conveniente que otros países la adoptaran. Entrevista a José Ángel Gurría.

5.3 PROPORCIÓN DEUDA INTERNA Y EXTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL (BRUTA)



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

obreros y las centrales campesinas así como de la cúpula empresarial, que por primera vez desde la expropiación bancaria se sentaba a negociar abiertamente con el gobierno. El programa mostró éxito, ya que la inflación anual disminuyó de 159.2% en 1987 a 51.2% en 1988, con una tendencia a continuar descendiendo. El PIB tuvo un crecimiento anual de 1.4% en 1988.[22]

A pesar de la mejora en la economía, en 1988 James Baker sugirió a los representantes del gobierno de México "con una franqueza elegante pero brutal, que los gobiernos de los países industriales preferían tratar el asunto con el próximo gobierno de México y no con los voceros de la administración saliente, pues cualquier paquete requeriría compromisos de mediano plazo".[23]

[22] Cárdenas Sánchez, 1996; Lustig, 1998.

[23] Gurría Treviño, 1993, p. 103.

EL PLAN BRADY Y EL RETORNO A LOS MERCADOS

El sexenio de Carlos Salinas de Gortari representó un cambio estructural de mayor envergadura en la economía mexicana. Salinas continuó con el proceso de apertura económica y reforma iniciado por su predecesor, pero llevando a cabo una transformación de fondo de las instituciones económicas. Las políticas de desincorporación y privatización de organismos y empresas públicas, la apertura económica, así como las políticas de desregulación emprendidas por el presidente Salinas en el marco de la reforma del Estado, ha sido uno de los episodios de la historia económica de México con implicaciones más profundas a largo plazo. En ese tenor, era apremiante darle una solución final al problema de la deuda externa, así como generar nuevos instrumentos, más adecuados para los tiempos por venir, de crédito público interno.

El cambio de gobierno implicó un relevo en los principales funcionaros hacendarios. Esa renovación se daba dentro de la propia estabilidad que mostraba el conjunto de los cuadros de la Secretaría. De este modo, Pedro Aspe Armella fue designado Secretario de Hacienda. Aspe, un economista del ITAM doctorado en economía por el Instituto Tecnológico de Massachusetts, había seguido una carrera en la administración pública; previamente a esa designación había sido Secretario de Programación y Presupuesto. El Subsecretario de Hacienda era Guillermo Ortiz Martínez, un economista de la UNAM doctorado en economía por la Universidad de Stanford. Ortiz había hecho su carrera en el Banco de México y en la Secretaría de Hacienda, con un paso por el FMI como Director Ejecutivo.

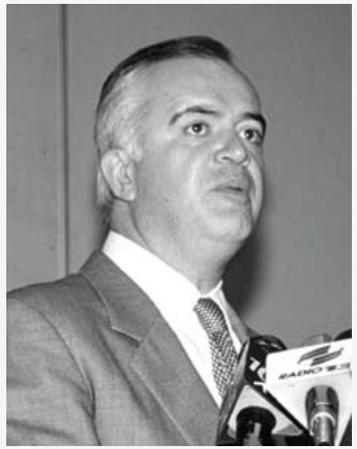
Por su parte, José Ángel Gurría se había convertido en el negociador principal de la deuda externa, por lo que se le nombró subsecretario de Asuntos Financieros Internacionales en la Secretaría de Hacienda. Esa subsecretaría había sido creada *ad hoc*, para darle un rango de viceministro que le permitiera a Gurría tener mayor capacidad de interlocución con las contrapartes internacionales.[24] La principal tarea de esa oficina sería la negociación de la deuda y posteriormente participar en las negociaciones del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica.

Ante la creación de esa Subsecretaría, la Dirección de Crédito Público se encargó principalmente del crédito interno, que en ese sexenio experimentaría cambios importantes y se convertiría en un asunto de relevancia.[25] Hubo cuatro titulares de la oficina en ese sexenio; el primero fue Carlos Ruiz Sacristán, quien había estudiado administración en la Universidad Anáhuac y una maestría en la Universidad de Northwestern. Ruiz se había formado en el Banco de México, habiendo ocupado, entro otros puestos, la dirección del Ficorca.

Dado que en ese sexenio se fusionó a la Secretaría de Programación y Presupuesto con la Secretaría de Hacienda, Ruiz fue designado como el primer subsecretario de Egresos de esa administración en 1992. A Ruiz lo relevó Carlos Hurtado López, un economista del ITAM con doctorado en la Universidad de Chicago. Hurtado provenía de la Secretaría de Programación y Presupuesto, había hecho una carrera en el sector público, con un paso previo por el mundo académico. Hurtado estuvo brevemente, y ese mismo año el nuevo titular de Crédito Público fue Enrique Vilatela. Posteriormente, en 1993 Jorge Espinosa de los Reyes Dávila se encargó de Crédito Público. Espinosa de los Reyes es un economista del ITAM con maestría en la Universidad de Tufts, se había formado en el Banco de México, y posteriormente ocupó varios puestos en la Secretaría de Hacienda.

La negociación

Desde fines de 1988, el gobierno reinició pláticas con los diversos acreedores de México. El saldo de la deuda externa total de México a diciembre de ese año ascendía a 100 384 mdd; de los cuales 81 003 mdd correspondían al sector público. El Plan Brady permitiría darle una solución pragmática al problema. Ese plan se aplicó a países deudores de América Latina, y lleva el nombre del Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas F. Brady, quien asumió ese cargo en septiembre de 1988. Se considera que Brady tenía un enfoque mucho más pragmático que su predecesor Baker para desarrollar e implementar soluciones al problema de la deuda, ya que previamente a la política, había tenido una carrera en la industria financiera.



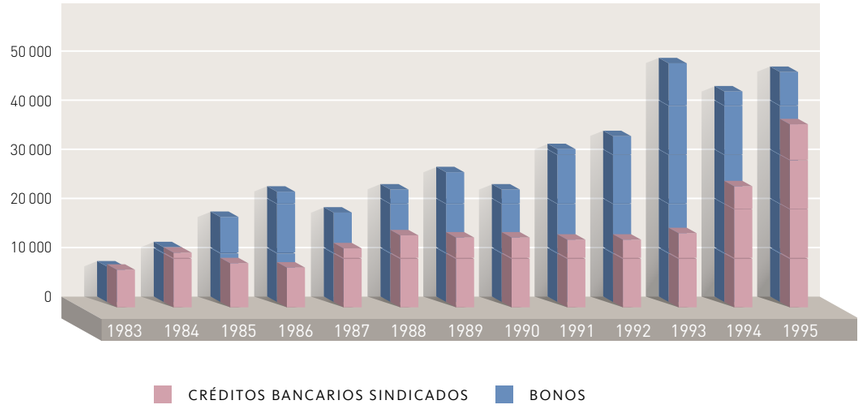
EL GOBIERNO SALINISTA SE CARACTERIZÓ POR LLEVAR A CABO UNA TRANSFORMACIÓN DE FONDO DE LAS INSTITUCIONES ECONÓMICAS, AL DESINCORPORAR Y PRIVATIZAR ORGANISMOS Y EMPRESAS PÚBLICAS. DE IZQUIERDA A DERECHA: PEDRO ASPE, GUILLERMO ORTIZ Y JOSÉ ÁNGEL GURRÍA, PILARES DE LA POLÍTICA ECONÓMICA DEL GOBIERNO DE SALINAS.

PARALELO AL DISEÑO DEL PLAN BRADY, SE DIO UN AUGE DEL USO DE LOS BONOS EN LOS MERCADOS DE DEUDA SOBERANA. IZQUIERDA: NICHOLAS BRADY. DERECHA: EL PRESIDENTE SALINAS FIRMA EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO, A SU LADO JAIME SERRA, PRINCIPAL NEGOCIADOR DEL ACUERDO, 1993.

[24] Entrevistas a Carlos Ruiz Sacristán, José Ángel Gurría y Enrique Vilatela.

[25] Entrevista a Carlos Ruiz Sacristán.

5.4 INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO
EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL
MILLONES DE DÓLARES



Fuente: Negrete Cárdenas, 1999, Cuadro C7, con datos de OCDE.

Esto fue de la mano con un cambio profundo de la naturaleza de los mercados de deuda soberana. La crisis de la deuda de 1982 había llevado a una suspensión del auge en el mercado de préstamos sindicados internacionales. A pesar de que este mecanismo crediticio se continuó utilizando, en el financiamiento internacional del *euromarket* se recobró el uso de bonos, hasta ser de nuevo el instrumento dominante, tal como había sido la experiencia previa a la Segunda Guerra Mundial. Con la crisis de los años ochenta, los bonos fueron percibidos como un instrumento más seguro, ya que no daba pie a prórrogas, aspecto que se reflejaba en el retorno de los bonos *vis à vis* los créditos sindicados. A su vez, a los emisores les permitía tener acceso a un rango mayor de inversionistas.[26] Ello, además de la característica de que permiten una mayor diversificación del riesgo.

Esto conducía a que los intermediarios financieros mantuvieran en sus balances estos activos, más que obligaciones derivadas de operaciones crediticias internacionales. De hecho, con las nuevas condiciones financieras y regulatorias que se dieron en esa década, era muy difícil que el balance de un banco comercial pudiera mantener (y resistir) altas proporciones de préstamos internacionales, tanto por la composición de plazos y, obviamente, la percepción del riesgo después de la crisis de la deuda.[27] Otra diferencia importante de la emisión de bonos en el mercado con el mecanismo de créditos bancarios fue la categorización de los países, mejor conocida como calificación, por las agencias calificadoras de riesgo.

[26] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4.

[27] Entrevistas a José Ángel Gurría y Francisco Suárez Dávila.

Los países en vías de desarrollo, al igual que en la década de los años setenta, fueron ingresando al mercado de bonos pagando unas altas primas de riesgo. Por ejemplo, el *spread* de rendimiento de la primera emisión de bonos mexicanos emitidos después de la crisis de la deuda, fue 8.2% en 1989. El rendimiento promedio de un bono norteamericano (de mediano plazo) ese año era de 8.24%, por lo que el bono mexicano prácticamente lo duplicaba.[28]

El Plan Brady, en el que México tuvo un papel protagónico, se firmó el 28 de marzo de 1990, pero fue un proceso que se gestó desde los inicios de la administración. Rubli (1992) describe los eventos del proceso en una secuencia cronológica muy completa:

1º de diciembre de 1988

En su discurso de toma de posesión, el presidente Carlos Salinas de Gortari instruyó al Secretario de Hacienda para iniciar gestiones con los acreedores financieros del país y se lleve a cabo una renegociación de la deuda de acuerdo a los lineamientos generales siguientes: a) reducción de la transferencia neta de recursos al exterior de 6% a 2% anual del PIB, para retomar el crecimiento sostenido de la economía; b) reducción del acervo existente de la deuda; c) recursos frescos por un periodo suficientemente largo para garantizar el crecimiento y eliminar la incertidumbre de negociaciones anuales, y d) reducción del valor real de la deuda a lo largo de los próximos años.

LOS BONOS PASARON A SER EL INSTRUMENTO FINANCIERO DOMINANTE EN SUSTITUCIÓN DE LOS PRÉSTAMOS SINDICADOS. PEDRO ASPE SE REÚNE CON SU CONTRAPARTE, EL SECRETARIO NICHOLAS BRADY.

22 de diciembre de 1988

El secretario de Hacienda, Pedro Aspe, poco antes de partir a Washington a una reunión con Nicholas Brady, Secretario del Tesoro, y Barber Conable, Presidente del Banco Mundial, declaró que se tenían esperanzas de convencer a los acreedores de México para reducir los pagos de la deuda desde el nivel actual de 6% del PIB a uno no mayor de 2 por ciento del PIB.

3 de enero de 1989

El presidente Carlos Salinas de Gortari declaró en relación con la deuda externa, que México

[28] De acuerdo con Negrete, esto hubiera sido imposible una década antes, cuando países como Madagascar pagaban un *spread* promedio de 2%, por lo que lo hubieran considerado demasiado riesgoso. En las emisiones de bonos, el *spread* representaba el riesgo de suspensión de pagos, mientras que en los préstamos sindicados el *spread* arriba de Libor significaba el riesgo de prorrogar los pagos. En el caso de los bonos, prorrogar pagos era prácticamente imposible (por la gran cantidad de tenedores de bonos), mientras que en los créditos era posible hacer negociaciones bilaterales con los deudores. Véase Negrete Cárdenas, 1999, cap. 4.

prefiere una firme negociación a la confrontación; sin embargo, enfatizó que los intereses de México son más importantes que los acreedores.

3 de febrero de 1989

Funcionarios del Departamento del Tesoro y del Fondo Monetario Internacional declararon que a principios de abril, los siete mayores países industriales esperan lograr acuerdos que flexibilicen las leyes impositivas y las políticas regulatorias que afectan a los bancos que han prestado a los países del tercer mundo. Sin embargo, se reiteró que los países industriales no estaban dispuestos a conceder reducciones importantes en el monto adecuado. Las declaraciones se dieron en el marco de un encuentro de representantes de países del grupo de los siete países más industrializados.

6 de febrero de 1989

El secretario de Hacienda, el Subsecretario de Hacienda para Asuntos Internacionales, José Ángel Gurría, y Miguel Mancera, Director General del Banco de México inician una gira que incluirá Canadá, Francia, Alemania, y Reino Unido para exponer la estrategia de renegociación de la deuda que está buscando México.

7 de febrero de 1989

México rechazó utilizar el crédito puente de 3.5 miles de millones de dólares que le había ofrecido el gobierno norteamericano en octubre del año anterior, siendo éste innecesario en virtud de que la situación económica del país se había estabilizado en los últimos meses.

19 de febrero de 1989

El Departamento del Tesoro estadunidense informa que está diseñando una nueva estrategia de acción para hacer frente al problema de la deuda, no obstante, estos lineamientos tardarán algún tiempo todavía en poder anunciarse.

28 de febrero de 1989

En Washington, el Subsecretario de Hacienda, Guillermo Ortiz, expresó la impaciencia de los mexicanos ante la lentitud con que avanza el nuevo esquema de alivio de la deuda que está siendo diseñado por el Departamento del Tesoro norteamericano. Ortiz mencionó que deben reducirse en 7,000 millones de dólares las transferencias netas anuales que hace México, e indicó que más de la mitad de esta reducción debe provenir de una reducción de la deuda.

10 de marzo de 1989

El secretario del Tesoro norteamericano presentó una nueva propuesta de solución a la deuda del Tercer Mundo, basada en quitas por parte de los bancos acreedores, contando con un apoyo colateral del FMI, el Banco Mundial y el gobierno japonés. Enfatizó además mecanismos de mercado para lograr reducciones de deuda. La principal medida del plan consiste en autorizar un porcentaje (25 por ciento) de los créditos normales del FMI y del Banco Mundial para recomprar la deuda o garantizar la emisión de bonos que serán intercambiados por deuda antigua descontada. Los recursos para respaldar y garantizar las nuevas reducciones de deuda provendrían del FMI, el Banco Mundial y el gobierno japonés.

14 de marzo de 1989

Los bancos privados acreedores de México manifestaron su desacuerdo por que hasta el momento no han sido contactados por las autoridades financieras mexicanas para invitarlos a discutir los nuevos detalles de la renegociación mexicana.

15 de marzo de 1989

El Secretario Aspe llegó a Japón para sostener pláticas con el ministro de Finanzas, el ministro del Exterior y otros importantes funcionarios de aquel país, en relación con la nueva propuesta de Nicholas Brady para la deuda externa.

17 de marzo de 1989

Funcionarios japoneses declararon su disposición de prestar más dinero a México, a condición que este país diseñe un programa viable de reestructuración económica de acuerdo a los esquemas del FMI.

22 de marzo de 1989

Pedro Aspe rechazó categóricamente en la reunión de gobernadores del BID en Amsterdam el mecanismo de *Swaps* como medio de reducir la deuda dentro del marco del Plan Brady. El subsecretario del Tesoro norteamericano, D. Mulford, había considerado a los *Swaps* como parte integral del Plan Brady. Aspe mencionó que financiar las operaciones de *Swaps* a través de más circulante reavivaría la inflación, y si se hace a través de la emisión de nuevos títulos de deuda pública provocaría el fenómeno conocido como *crowding out*.

6 de abril de 1989

Banqueros neoyorquinos esperaban que el gobierno mexicano convocara a una reunión con el comité de bancos acreedores a fines de la próxima semana. Mientras tanto, de acuerdo con declaraciones de funcionarios hacendarios mexicanos, se completarán las negociaciones de nuevos préstamos provenientes del FMI, el BIRF y el BID, parte de los cuales se utilizarán en los programas de reducción de deuda que se tienen contemplados con los bancos privados acreedores.

11 de abril de 1989

El secretario Aspe da lectura pública a la Carta de Intención enviada al FMI mediante la cual se llega a un acuerdo para su préstamo por 3.64 miles de millones de dólares, orientado a apoyar su programa de reforma económica. Asimismo, el gobierno mexicano informó que en los próximos días espera recibir un financiamiento adicional por 500 millones de dólares. Los créditos del FMI serán desembolsados durante los próximos tres años, y darán un apoyo importante a las reservas internacionales del país.

19 de abril de 1989

México inició en Nueva York las negociaciones formales con los bancos comerciales acreedores.

21 de abril de 1989

Las autoridades mexicanas solicitaron al Comité Asesor de Bancos extender los vencimientos del principal que cubre vencimientos por 1,175 millones de dólares del 1° de julio de 1989 al 31 de marzo de 1990. Cada uno de estos pagos será extendido por periodos sucesivos de tres meses hasta que sean liquidados en su totalidad durante el segundo trimestre de 1990. William Rhodes de Citibank declaró que el Comité de Bancos aceptaba la propuesta y enviaría en breve una comunicación a todos los acreedores en ese sentido.

PEDRO ASPE RECHAZÓ CATEGÓRICAMENTE EN LA REUNIÓN DE GOBERNADORES DEL BID EN AMSTERDAM EL MECANISMO DE *SWAPS* COMO MEDIO DE REDUCIR LA DEUDA DENTRO DEL MARCO DEL PLAN BRADY.

27 de abril de 1989

José Ángel Gurría presentó esa semana las propuestas financieras de México a los bancos acreedores: a) reducción global de 55 por ciento del principal; b) reducción de tasas de interés al 4 por ciento fijo; c) capitalización del 80 por ciento de los intereses durante los siguientes seis años, y d) o dinero fresco equivalente a la capitalización del 80 por ciento de los intereses.

3 de mayo de 1989

Las discusiones de México con los bancos acreedores se aproximaron a un punto muerto, debilitándose considerablemente la perspectiva favorable que ofrecía el Plan Brady. Banqueros mencionaron que las pretensiones de México a través de esquemas de reducción de deuda y nuevos créditos, eran demasiado elevadas.

6 de mayo de 1989

Los banqueros acreedores consideraban que la propuesta de México, basada en un precio de 12 dólares por barril de petróleo, era irreal. Adicionalmente mencionaron que un factor importante para el logro de un acuerdo eran las garantías ofrecidas por el FMI y el Banco Mundial para asegurar el pago continuo de capital e intereses, en caso de que los bancos acepten un programa de reducción de deuda.

10 de mayo de 1989

Ante la falta de avances en las pláticas, se anunció un receso de una semana en las discusiones. Se anunció que el FMI podía iniciar el desembolso de los 3,600 millones de dólares acordados con México, aun antes de que se lograra un acuerdo con los bancos acreedores. Esto era un acontecimiento sin precedente.

16 de mayo de 1989

México anunció una importante liberalización de las reglas que regulan la inversión extranjera directa. Sectores completos que antes estaban prácticamente vedados al capital foráneo fueron liberalizados.

18 de mayo de 1989

México a través de su secretario de Hacienda, anunció un acuerdo financiero con el Banco Mundial por 1,960 millones de dólares. Adicionalmente, se informó el reinicio de las discusiones entre los bancos acreedores y los negociadores mexicanos.

22 de mayo de 1989

La contrapropuesta de financiamiento a México de los bancos acreedores, de un 20% de reducción, tasas fijas al 8-9%, dinero fresco en montos muy inferiores ya que la repatriación de capital cubre el monto faltante, y restablecimiento de mecanismos de *Swaps*, resultó inaceptable para el equipo negociador mexicano.

24 de mayo de 1989

Se decide posponer hasta el 7 de junio, en Madrid, la reanudación de las pláticas de renegociación.

26 de mayo de 1989

El Directorio Ejecutivo del Fondo Monetario Internacional aprueba formalmente el acuerdo con México, siendo que el 1° de junio se pudo disponer de los primeros recursos de este programa en un giro cercano a 770 millones de dólares. Adicionalmente, el FMI retendrá 30 por ciento del desembolso autorizado para el financiamiento de esquemas de reducción de deuda.

31 de mayo de 1989

México alcanzó un acuerdo con el Club de París que le permitirá reducir su deuda externa en 2,600 millones de dólares y refinanciar 80 por ciento de los intereses durante los próximos 10 años.

7 de junio de 1989

En la reunión en Madrid de los representantes de México, el FMI, el Banco Mundial y los bancos comerciales se informó que las conversaciones fueron cordiales y constructivas y se esperaba lograr un acuerdo para un programa de financiamiento para el periodo 1989-1991. Los organismos multilaterales dieron a conocer los apoyos que ofrecerán para esquemas de reducción de deuda.

15 de junio de 1989

El Comité Asesor de Bancos reafirmó su ofrecimiento de reducir la deuda de México en 22%, en tanto que las autoridades financieras del país modifican su postura y proponen una reducción global del 45 por ciento.

26 de junio de 1989

El Comité Asesor de Bancos respondió a la propuesta mexicana y ofreció un paquete de descuentos para la deuda externa de México en los siguientes términos: a) Reducción del 30 por ciento sobre la llamada "deuda vieja", es decir, la contraída por México antes de 1982 que suma unos 38,000 mdd. En consecuencia, por este concepto, la disminución de la duda sería de 11,400 mdd; b) Reducción de 20% sobre la (deuda nueva) posterior a 1982 de 16,000 millones de dólares, lo que equivale a una reducción de 3,200 millones de dólares. Es decir, la contrapropuesta consiste en una reducción promedio del 27 por ciento equivalente a 14,600 millones; c) Créditos anuales por 1,800 mdd para financiar pago de intereses, y d) *Swaps* por 3,000 mdd. Ante la contrapropuesta de este paquete, los negociadores mexicanos regresaron a México para efectuar consultas.

29 de junio de 1989

El Comité de Banca de la Cámara de Diputados del Congreso norteamericano urgió al presidente Bush por un voto de 41 a 9 que promoviera firmemente un acuerdo entre México y los bancos acreedores conducente a una reducción favorable de deuda para nuestro país. Asimismo, fuentes allegadas al presidente Bush expresaron el deseo del mandatario de llegar el 14 de julio a la Junta Cumbre de París con el primer acuerdo concreto de reducción de deuda dentro de los lineamientos del Plan Brady; es decir, poder anunciar que México y sus acreedores han logrado un acuerdo dentro de lo expresado en la iniciativa Brady.

29 de junio de 1989

México rechazó formalmente la propuesta de descuento de la deuda comercial que le hizo el Comité de Bancos Acreedores, e insistió en su demanda de obtener una rebaja global de 45 por ciento, y una rebaja de los intereses a 4% anual.

5 de julio de 1989

Ante las discrepancias entre los acreedores europeos de México con los acreedores norteamericanos para mejorar la oferta de reducción que fue rechazada por México la semana pasada, el presidente del Citicorp, señor John Reed, invitó a los presidentes de los bancos del Comité Asesor a una reunión para discutir el tema. Algunos bancos ingleses y franceses se negaron a mejorar un descuento superior a 25%.

La nueva propuesta que se pensó discutir es la de ofrecer un descuento promedio de 35 por ciento sobre el valor nominal de los bonos a 30 años que los bancos intercambiarían por la deuda existente. En otra opción, los bonos devengarán intereses reducidos, que serían de 6 por ciento para la deuda "vieja" previa a 1982 en vez de la propuesta anterior de 7 1/4, y 6 1/2 por ciento en vez de 7 7/8 por ciento para la deuda posterior a 1982.

7 de julio de 1989

Después de intensas negociaciones, las partes involucradas en Nueva York emiten un breve comunicado diciendo que "se está cerca de lograr un acuerdo en principio que proveerá al país de más de 3,000 mdd de beneficios anuales".

8 de julio de 1989

Se afirmó en Nueva York que las posturas en la negociación se estaban aproximando y éstas se centraban en un "menú" de tres opciones para que los bancos elijan: a) reducción del principal mediante emisión de bonos a 30 años con descuento promedio de 35 por ciento; b) emisión de bonos a 30 años pero con una tasa fija de 6.25 por ciento en vez del 10 por ciento en promedio actual. Para las opciones a) y b) el FMI y BIRF ofrecerán garantías y respaldos financieros; c) recursos frescos por el equivalente al 6.25 por ciento de los préstamos vigentes para cada uno de los cuatro años siguientes.

Se mencionó que entre los puntos a discusión aún no resueltos se encuentran la cuestión de la inclusión de *Swaps* en el menú y de algunos acuerdos de contingencia aún no definidos.

10 de julio de 1989

De acuerdo a fuentes no oficiales, trascendió en Wall Street que para cubrir las necesidades de recursos de corto plazo en lo que se llega a un acuerdo con el Comité Asesor, las autoridades financieras del país solicitaron un crédito puente por 3,000 mdd.

11 de julio de 1989

La Secretaría de Hacienda descalificó la noticia del mencionado crédito-puente indicando que mientras no haya un acuerdo con la banca no puede pensarse en un crédito de esta naturaleza.

11 de julio de 1989

El pleno de la Cámara de Diputados de Estados Unidos ratificó por un voto de 331 a 77 la urgencia pronunciada anteriormente por el Comité de Banca de la Cámara, para que el presidente Bush presionara a los acreedores privados para acelerar un acuerdo de reducción de deuda para México.

12 de julio de 1989

Se informó en Nueva York que existía desacuerdo entre las partes negociadoras en lo relativo a los mecanismos de contingencia del Acuerdo. La banca internacional propuso dos cláusulas contingentes que no son aceptables para las autoridades mexicanas: a) la cláusula de *step-up* según la cual México volvería a pagar tasas de mercado sobre la deuda que se reestructuraría, tan pronto como vuelva a tener solvencia financiera, y b) la cláusula de "recaptura" mediante la cual los bancos quieren ser reembolsados, cuando la economía mexicana se recupere, por los miles de millones de dólares anuales que pueden perder aceptando reducir la deuda y el servicio de la misma.

México por su parte se resiste a la inclusión de estos mecanismos que debilitarían marcadamente el beneficio de la reducción de deuda. Más aún, los negociadores máximos han propuesto sus propias cláusulas de contingencia, similares a las acordadas en el paquete de reestructuración de 1987, que establecían ayuda adicional en caso de una caída de los precios del petróleo o de los índices de crecimiento económico.

Finalmente, se comentó que la negociación de las cláusulas del *step-up* y de recaptura son complicadas, ya que es un problema definir las condiciones bajo las cuales México será lo bastante solvente para poder pagar tasas de mercado y reembolsar recursos perdonados.[29]

13 de julio de 1989

En París, el Presidente Salinas tuvo una reunión con el secretario del Tesoro Brady. Funcionarios del Tesoro norteamericano señalaron que Brady ofreció un crédito puente por parte de las autoridades de 1,000 a 2,000 millones de dólares, sujeto a que se anuncie un acuerdo en principio entre México y sus acreedores. El ofrecimiento será ratificado mañana en la conversación que sostendrán los presidentes Bush y Salinas.

16 de julio de 1989

Al término de la Reunión Cumbre en París entre los siete países más industrializados, se emitió un comunicado que enfatiza la urgencia de resolver sobre bases sólidas el problema del endeudamiento externo. El comunicado insta a los bancos acreedores "a adoptar una posición realista y constructiva con las naciones endeudadas, y a proceder rápidamente a la conclusión de acuerdos que incluyan la reducción voluntaria de la deuda y del interés que ella generara, conforme a las directivas impartidas por el FMI y Banco Mundial".

16 de julio de 1989

Un grupo de expertos encabezados por el ex Director Gerente del FMI, Hendrikus Johannes (Johan) Witteveen, recomendó la creación inmediata de un fondo fiduciario para la aplicación de tres criterios básicos para reducir la deuda: equilibrar los saldos comerciales de los países; una distribución más eficiente del ingreso nacional, y una recuperación de la capacidad de pagos que pueda asegurar el otorgamiento voluntario de nuevos créditos futuros. Señaló el grupo que las 20 naciones más endeudadas debería obtener cuando menos 125,000 mdd de reducción de sus pasivos con la banca.

17 de julio de 1989

Se informó que la brecha en las negociaciones entre las autoridades financieras del país y los bancos acreedores disminuye, aunque aún persisten diferencias. No es claro cuánto tiempo aún podía tomar un acuerdo; para acelerar las negociaciones, desde hace varios días son los mismos presidentes de los bancos que están participando en las conversaciones. Trascendió que el principal punto de discordia siguen siendo los mecanismos de contingencia. Varios banqueros dijeron que las instituciones norteamericanas se orientan más a ofrecer nuevos préstamos que a reducir el 35 por ciento del principal. Expre-

[29] Una anécdota en esa parte del proceso fue que la misión mexicana se cambió del hotel Intercontinental a uno de menos categoría que estaba enfrente, registrándose bajo el nombre de pintores famosos (Monet, Picasso, etc.) para que no pudieran encontrarlos las contrapartes, quienes los buscaron en Nueva York, inclusive con la policía. Al día siguiente salieron rumbo a México en un avión oficial. Entrevista a José Ángel Gurría.

PÁGINA SIGUIENTE: INTERIOR DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

saron que los bancos norteamericanos carecen de las reservas adecuadas contra las pérdidas de préstamos para permitirse reducir la deuda sin refinanciar sus reservas. A la larga, los bancos tendrían que aumentar sus reservas si eligen la reducción y esto podría requerir fondos de sus ganancias.

Por otro lado se informó que si bien podría vislumbrarse un acuerdo en principio en las próximas semanas, el acuerdo final podría concluirse hasta fin de año, ya que el Comité Asesor con el que se está negociando, está integrado por 15 bancos que representan el 38 por ciento de la deuda que se negocia. El otro 62% estaba en manos de 515 bancos con los que aún no se establecen contactos. Cuando hubiera un acuerdo con el Comité, se informaría a esos 515 bancos, ofreciéndoles los mismos términos acordados con el Comité, y ellos deberán elegir las opciones que les convengan. Es por ello que el acuerdo final aún puede tardar meses en cerrarse.

21 de julio de 1989

Se informó de un breve receso en las negociaciones, aunque fuentes de la delegación mexicana externaron su confianza en que pronto podrá alcanzarse un acuerdo en principio. Las discusiones se habían centrado en aspectos técnicos de la instrumentación misma de las opciones. Por otro lado, el gobierno de Japón reiteró que podrá otorgar hasta 2,000 millones de dólares como garantía para algún esquema.

Sin embargo, se especulaba también que el retiro de los negociadores mexicanos obedecía a un rompimiento y que en breve las autoridades podrían anunciar un cambio radical de estrategia.

22 de julio de 1989

Se decide reanudar las negociaciones, pero en Washington, por lo que Pedro Aspe, Miguel Mancera y José Ángel Gurría viajan a la capital norteamericana.

23 de julio de 1989

En un mensaje a la nación, el Presidente Salinas informa de la conclusión satisfactoria de las negociaciones con la banca comercial, obteniéndose condiciones favorables para el país que podrán contribuir a disminuir la trasferencia neta de recursos al exterior. El Presidente señaló que el acuerdo logrado es con base en el menú de tres opciones ya planteadas, y que ahora los bancos deberán escoger la alternativa que más le convenga. Destacó que éste es un acuerdo sin precedente, al lograrse por primera vez en la época de la posguerra,[30] una reducción del débito, y señaló la importancia de que la definición política del problema del endeudamiento representado por la tesis mexicana fuera retomada por el Plan Brady.

El acuerdo en principio fue logrado durante el día en Washington, y participaron en él además de los funcionarios mexicanos, el Secretario Brady, Alan Greenspan, así como los dirigentes del Banco Mundial, del Fondo Monetario Internacional y del BID.

Un comunicado de prensa dio a conocer las modalidades del acuerdo alcanzado: el menú de las tres opciones aceptado ya hace unos días estableciendo reducción del 35% al principal, tasa fija de 6.25%, o bien dinero fresco equivalente para los próximos cuatro años. Los bonos a 30 años mediante los cuales se intercambiaría deuda descontada en 35% se sujetarían a tasa flotante Libor más 13/16%.

Los bonos que se emitirían para las dos primeras opciones contarían con garantías por 7,000 millones de dólares del FMI, Banco Mundial y los gobiernos de México y Japón.

Los bancos que escojan la tercera opción, otorgarán nuevos créditos pagaderos en 15 años, con siete de gracia, con tasa Libor más 13/16%.

Tendrían también la opción de dar dinero fresco, o bien reciclar pagos de interés recibidos sobre los créditos ya otorgados.

El acuerdo también establecía dos cláusulas que fueron el principal punto de discordia en las conversaciones de los últimos días:

a) Aquellos acreedores que opten por la reducción de principal o de servicio, se les proporcionarían oportunidades de recaptura en los siguientes términos: la tasa de los bonos con interés reducido podrá aumentar después de julio de 1996 si los precios del petróleo, ajustados por inflación, rebasan 14 dólares por barril, y si México recibe mayores ingresos petroleros en términos reales que actualmente. El incremento en la tasa estaría limitado a tres puntos porcentuales.
b) Habría disponibilidad de *Swaps* para los bancos acreedores sólo bajo el programa de privatización así como para ciertas obras de infraestructura determinada por las autoridades mexicanas por un monto global equivalente a 1,000 mdd anuales, por un periodo de 3 ½ años.

[30] Cabe señalar que esto fue por primera vez en la época contemporánea, ya que como se comenta en el capítulo 2 hubo una quita de más de 90% en el Convenio Suárez-Lamont de 1942, replicado en el convenio de la deuda ferrocarrilera de 1946.

LAS NEGOCIACIONES PARA DISMINUIR LA DEUDA HICIERON REPUNTAR LA CREDIBILIDAD Y LA PERCEPCIÓN POSITIVA QUE SE TENÍA DEL GOBIERNO SALINISTA. PERIÓDICO *EL UNIVERSAL* DONDE SE INFORMA SOBRE LA CONCLUSIÓN EXITOSA DE LA RENEGOCIACIÓN DE LA DEUDA, MEDIANTE LA FIRMA DEL ACUERDO FINAL EL 4 DE FEBRERO DE 1990.

Un punto que no se había resuelto completamente era el relacionado con el calendario y montos de desembolsos del FMI y del Banco Mundial, ya que se estaba buscando que estos organismos adelanten de una buena vez los recursos comprometidos bajo el esquema del *set aside* (el 30% de los desembolsos disponibles retenidos para apoyar esquemas de reducción de deuda). Por ser una propuesta que en principio se contraponía con los lineamientos de la condicionalidad de estos organismos, esta cuestión debía ser resuelta primeramente por sus respectivos directorios ejecutivos.

JOHN REED, PRESIDENTE DE CITIBANK, EJERCIÓ EL LIDERAZGO POR PARTE DE LOS ACREEDORES INTERNACIONALES PARA LOGRAR EL ÉXITO DEL PAQUETE DE RENEGOCIACIÓN.

Finalmente, un comunicado de prensa del Tesoro norteamericano expresó su beneplácito por el acuerdo alcanzado, y reitera el ofrecimiento de arreglar en conjunción con las autoridades monetarias de otros países, un crédito puente hasta por 2,000 mdd.

24 de julio de 1989

Distintos sectores de la economía nacional así como del exterior, expresaron su satisfacción y apoyo al acuerdo que México logró con sus acreedores. El índice de la Bolsa de Valores de México se incrementó en cerca de 14,000 puntos.

Se dijo que las autoridades financieras de México esperaban que un 60% de los acreedores optaran por la alternativa de reducción de intereses al 6.25%, mientras que aproximadamente un 20 por ciento y otro 20 por ciento escogerán las otras dos opciones.

Agosto-diciembre de 1989

En esos meses se fueron definiendo los compromisos de los acreedores de acuerdo al paquete financiero negociado así como los detalles técnicos de su instrumentación, no menos compleja que el proceso de negociación. Los compromisos finales quedaron de la siguiente manera:

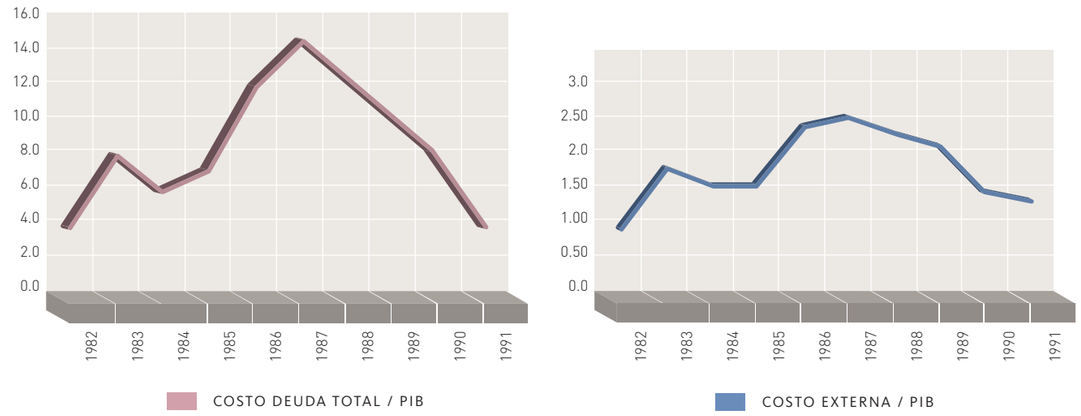
- Bonos a descuento: 20,292 mdd (42.9%)
- Bonos a la par garantizados: 22,467 mdd (47.5%)
- Dinero fresco: 4,519 mdd (9.6%)

  Total: 47,278 mdd (100%)

4 de febrero de 1990

En un acto sin precedente, se procedió a la firma formal del acuerdo de negociación con acreedores en Palacio Nacional ante el Presidente de la República. Asistieron como invitados especiales, entre otros, el Director Gerente del FMI, Michel Camdessus, el secretario del Tesoro de

5.5 RELACIÓN COSTO DE LA DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL RESPECTO AL PIB



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Estados Unidos, Nicholas Brady y John Reed, presidente del Citibank.

28 de marzo de 1990

El paquete financiero 1989-1992 acordado por el Gobierno federal con la banca comercial acreedora entró en vigor.[31]

Gurría (1992, 1993) explica que un elemento decisivo en el proceso de negociación de la deuda externa fue el Acuerdo de Facilidad Ampliada con el Fondo Monetario Internacional (por tres años, con una posible extensión a cuatro a opción del gobierno de México), logrado el 26 de mayo de 1989. Por primera vez el FMI avalaba un programa económico cuyo propósito fundamental era el crecimiento económico. A diferencia de los convenios celebrados anteriormente con dicho organismo, en los cuales se limitaba el gasto público por la restricción de recursos financieros sin importar los efectos recesivos, ahora se estableció el objetivo de crecimiento económico como la premisa a partir de la cual se derivan los requerimientos de financiamiento. El anuncio del Plan Brady, la firma del convenio con el FMI, y el apoyo explícito de los gobiernos de los principales países de la OCDE, así como el acuerdo alcanzado con el Banco Mundial, fueron muestra del reconocimiento internacional a los ajustes que México había hecho en su economía y a la innegable necesidad de reducir la carga de la deuda. [32]

[31] Tomado íntegro de Federico Rubli, 1992, "Cronología de la renegociación de la deuda externa pública de México", en Rubli y Solís, 1992, *México hacia la globalización*.

[32] Gurría Treviño, 1992, pp. 303-304; Gurría Treviño, 1993. Inclusive cuando Argentina negoció este paquete, dado que las autoridades financieras de ese país y las de Estados Unidos no llevaban una relación cordial, el Tesoro norteamericano pidió a autoridades hacendarias mexicanas que participaran en la negociación apoyando al gobierno argentino. Entrevista a José Ángel Gurría.

LA EXPERIENCIA DE MÉXICO EN MATERIA DE DEUDA EXTERNA: RECUERDOS Y ANÉCDOTAS DE UNA REESTRUCTURACIÓN EXITOSA

JOSÉ ÁNGEL GURRÍA TREVIÑO

Federico Fellini alguna vez dijo "el dolor es conocimiento". La experiencia de México en materia de deuda externa le da la razón al cineasta italiano. México ha acumulado gran conocimiento en la negociación y gestión de la deuda externa a través de un proceso doloroso, pero a la vez, tremendamente benéfico. Además de registrar una de las deudas externas más bajas (respecto al PIB) de los países de la OCDE, México cuenta hoy con algunos de los más experimentados negociadores en materia de deuda externa.

Todo este conocimiento se ha analizado extensamente en un sinnúmero de textos, cátedras universitarias, documentales, seminarios y conferencias internacionales. Si bien la mayor parte de los datos duros sobre la experiencia de México están plasmados en todos estos análisis, un elemento esencial de esa experiencia son las vivencias personales de los funcionarios del gobierno de México que tuvieron que hacer frente a una burbuja de endeudamiento que amenazaba con paralizar el país. En mi caso, tuve la oportunidad de vivir en carne propia las batallas de la gestión de la deuda externa de México, desde la contratación de dicha deuda a principios de los ochenta, y más tarde, la reestructuración de la misma. Después de haber publicado varios libros, capítulos y artículos sobre este tema, hoy esta iniciativa de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) me permite compartir, a través de la vivencia personal y la anécdota, algunos de los desafíos que enfrenté en el manejo del crédito externo de México durante los diferentes cargos que tuve en la SHCP, desde mis primeros años como Director de Crédito Externo, hasta mis años como Secretario de Hacienda.

Una fecha clave para el crédito externo de México es 1981. En esas épocas yo estaba a cargo de la Dirección de Crédito Externo de la SHCP.

"Fue entonces cuando el Secretario de Hacienda, Jesús Silva Herzog, hizo aquella declaración famosa de 'éste no es un problema de solvencia; es un problema de caja'."

Recuerdo que a partir de la segunda mitad de ese año nuestra contratación de deuda externa comenzó a incrementarse significativamente. Yo estaba contratando cerca de 100 mdd netos diarios. En cerca de seis meses, aumentamos la deuda externa del país en algo así como 15 000 mdd. Estábamos cubriendo el déficit fiscal con deuda externa y obviamente se estaba generando un problema de cuenta corriente. Al mismo tiempo empezaron las salidas de capitales y también las estábamos financiando con deuda externa. Y cada vez contratábamos deuda de más corto plazo porque no había tiempo para armar operaciones de mediano y largo plazo. Obviamente la presión era cada vez más grande y esto detonaba nuevas salidas de capital. Era como tratar de tapar los agujeros de un dique con un dedo, luego con otro y luego con otro, y luego ya te faltaban dedos.

La política económica estaba dividida y, hasta cierto punto, confrontada. Por una parte, la Secretaría de Programación y Presupuesto (SPP) estaba ejerciendo un gasto muy por encima de los ingresos del país; por la otra, Hacienda tenía que captar recursos suficientes para financiar dicho gasto. Y eso era lo que yo hacía, con bastante éxito debo de aceptar. A mí me tocaba captar la deuda para tapar los hoyos en las finanzas del país. Ya no sólo el déficit fiscal. Teníamos que atender los vencimientos de los créditos externos para no entrar en *default*. Fue entonces cuando el Secretario de Hacienda, Jesús Silva Herzog, hizo aquella declaración famosa de "éste no es un problema de solvencia, es un problema de caja". La cuestión es que siempre los problemas de caja, si se prolongan demasiado, se vuelven un problema de solvencia; como le está pasando hoy a España o a Italia.

Nuestra estrategia para contratar deuda en los mercados internacionales fue muy exitosa. No sólo porque contábamos con un equipo de expertos de primer nivel, sino también porque el contexto nos favorecía, pues muchos bancos estadounidenses, europeos y japoneses tenían la necesidad de "reciclar" importantes excedentes provenientes de los países exportadores de petróleo; pero también porque los mercados, que en aquella época eran básicamente mercados bancarios, no ponían tanta presión en los gobiernos, entre otras razones porque no contaban con tanta información como ahora. En aquel entonces, se reportaba el monto de la deuda externa una vez al año en el Congreso. Por eso no fue sino hasta 1982 cuando se supo el volumen total de la deuda externa de México contratada en 1981. La verdad es que la crisis de 1982 se fue gestando a lo largo de todo 1981.

En junio de ese mismo año, nuestra posición financiera ya era bastante vulnerable cuando los precios internacionales del petróleo sufrieron otra caída importante. Como afirma Jesús Silva Herzog en un libro reciente, "reaccionamos de manera equivocada

CARLOS SALES Y JOSÉ ÁNGEL GURRÍA; AMBOS FUERON TITULARES DE CRÉDITO PÚBLICO Y POSTERIORMENTE DIRIGIERON NAFIN.

y no modificamos nuestra política económica para ajustarnos a una nueva coyuntura internacional". Con esto se provocó una fuerte salida de capitales y se inició un clima de incertidumbre y pérdida de confianza. Esto se tradujo a lo largo de 1982 en una crisis sin precedentes, agravada por una fuerte devaluación del peso y un gasto insostenible. La posibilidad de caer en el incumplimiento de nuestras obligaciones externas crecía rápidamente entre la comunidad bancaria internacional. Y en el verano de ese mismo año, iniciamos unas negociaciones muy complicadas con la comunidad financiera internacional.

Cabe destacar que nosotros nunca declaramos una moratoria. Siempre seguimos pagando los intereses y todas las renovaciones de los vencimientos que se hicieron fueron "voluntarias". Pero estábamos hablando de un mercado de bancos que se contaban por algunos cientos, en contraste con cientos de miles de tenedores de los bonos hoy en día. No había *credit default swaps*, ni derivados, pero el decir que era una renovación voluntaria, permitía que los bancos mantuvieran en su contabilidad todos estos créditos a valor nominal. Eso era importante porque los bancos no estaban preparados para asumir las pérdidas.

Al principio intentamos hacer frente a nuestra incapacidad de pago a través del llamado Plan Baker, con el cual los bancos nos prestaban para pagar los intereses y se refinanciaban los pagos del capital. Pero llegó un punto en que los bancos dejaron de prestarnos y empezaron sólo a cobrarse los intereses que pagábamos. Entonces el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) nos seguían prestando pero sólo para pagarle intereses a los bancos. El sector público internacional comenzó a denunciar esta práctica de prestarle a México recursos públicos para pagarle a los bancos los intereses de una deuda que además estaba ahogando al país. Nosotros insistíamos en que si los bancos estaban vendiendo deuda entre ellos a descuento, entonces estaban reconociendo que la deuda valía menos, por lo tanto nosotros como deudores podríamos beneficiarnos de ese descuento. Recuerdo que inclusive fuimos a algunas reuniones internacionales de banqueros con unas camisetas que decían *"Capture the Discount"*. Entonces aprovechamos que el gobierno de Estados Unidos y el FMI y el BM estaban disgustados con los bancos porque estaban cobrando y cobrando y ya no prestaban nada para poder crecer. Nosotros ya le habíamos propuesto al Secretario del Tesoro, James Baker, que si el BM nos daba una garantía de pago, los banqueros estaban dispuestos a darnos hasta un 50% de descuento. Y le dijimos al BM que le podíamos dar como garantía el factoraje de algunas de las cuentas por cobrar de las empresas que nos compraban petróleo. Le asegurábamos al BM que no iba a tener pérdida, pero además era una maravilla para nosotros porque reducíamos en 50% la deuda. Desafortunadamente el gobierno de Estados Unidos (básicamente el Secretario Baker y sus asesores), decidió no proceder, argumentando que se estaba sentando un precedente muy peligroso y que el BM debía dedicarse a resolver el tema de la pobreza. La verdad es que era una gran idea. La prueba es que el Gobierno de España, otro de nuestros acreedores, sí aceptó entrar a un esquema similar con los bancos españoles. Lamentablemente estos últimos tenían poca deuda mexicana pero, efectivamente, nos dieron un 50% de descuento previa la garantía del Tesoro español.

No fue sino hasta la negociación del Plan Brady, en la segunda mitad de los ochenta, cuando pudimos reestructurar la deuda externa a través de los llamados bonos cupón cero a treinta años, una idea que se nos había ocurrido antes de los bonos Brady. Yo organicé una operación de bonos cupón cero previa a los bonos Brady en un mecanismo de subasta, con un descuento como del 20%, totalmente voluntario. Si bien resultó relativamente pequeña, lo importante es que aprendimos mucho de este esquema, y ese conocimiento lo aplicaríamos más tarde en el llamado Plan Brady, un plan muy innovador, porque era la primera vez que el mundo aceptaba que había demasiada deuda en los libros y que el país no iba a poder crecer si no se reducía el monto total de la deuda. Así que a fines de los ochenta lanzamos este esquema de bonos cupón cero para apoyar tanto nuestra reestructuración como la de otros países que copiaron el concepto. El problema fue que se nos acabaron las reservas y necesitábamos dinero para comprar estos bonos cupón cero del Tesoro americano. Entonces conseguimos que los japoneses nos prestaran más de 2 mil mdd. Recuerdo que fue un acto muy solidario por el Gobierno de Japón, que nos permitió seguir avanzando en la reestructuración de nuestra deuda externa. Cabe subrayar que los estadounidenses no nos prestaron ni nos regalaron los bonos cupón cero, nos los vendieron *cash*, con dinero prestado por los japoneses. Con eso garantizamos el pago del principal de la deuda con bonos a treinta años.

Y en cuanto a los intereses, que eran la parte clave, pusimos 18 meses de intereses en una cuenta revolvente en la Reserva Federal a base de cuentas por cobrar del petróleo. A cambio de lo cual los bancos aceptaron darnos un 35% de descuento, ya no por subasta sino por negociación. Y, finalmente, le agregamos una característica adicional a los bonos, que son los famosos *warrants*. Una fórmula compleja que partía de la base de que todo el lío de la deuda se

originaba por la caída de los precios del petróleo. Su argumento central era: vamos a poner una fórmula para que si los precios del petróleo vuelven a subir, los bancos se puedan resarcir de las pérdidas que tuvieron que enfrentar con el descuento. Entonces lo que hicimos fue crear una fórmula que tuviera un posible rendimiento adicional con un límite en caso de una recuperación de los precios del petróleo. Esto le dio un atractivo adicional a los bonos. Fue la cereza del pastel. México después estuvo activamente recomprando los bonos Brady con sus *warrants* pegados y eventualmente se retiró la totalidad de los bonos Brady y se intercambiaban por bonos ya sin *warrants*.

Fue una negociación que duró años, con un alto contenido técnico, pero con un grado aún mayor de relevancia política, ya que si México caía en *default* esto hubiera tenido implicaciones muy graves para bancos muy importantes y por ende para el sistema financiero internacional. Para nosotros siempre fue muy claro que México no podía caer en *default*, pero que tampoco podía seguir pagando eternamente a los bancos a costa del bienestar, la estabilidad social y el futuro de los mexicanos. Por ello tuvimos momentos de gran tensión en las negociaciones con los banqueros. Al final de las negociaciones del Plan Brady tuvimos que ponernos muy duros. Inclusive en un momento crítico nos vimos obligados a orquestar un rompimiento de negociaciones.

Recuerdo que, con pleno apoyo de las más altas autoridades de nuestro país, ante la necedad de los banqueros de no aceptar un *deal* que ya sabíamos que podía ser asumido por todas las partes, en un momento determinado agradecimos el esfuerzo de los banqueros, tomamos nuestras maletas y nos levantamos de la mesa. Acto seguido, nos registramos en otro hotel temporalmente (recuerdo por cierto que bajo nombres de distintos pintores para no ser localizados, yo era Picasso), y en la madrugada un avión del Estado Mayor Presidencial nos recogió para regresar a México en lo que se perfilaba como la ruptura de las negociaciones. Al llegar a México, ya nos estaban esperando en Los Pinos el Presidente y el Secretario de Hacienda, junto con otros miembros del Gabinete, para informarnos que las autoridades estadounidenses nos habían estado buscando por todo Nueva York consternados por la situación, que los banqueros ya habían aceptado el *deal* y que nos regresábamos de inmediato a Nueva York a cerrar el trato con todo y los abogados. Éste fue el desenlace de un proceso de muchos meses, en el que logramos un resultado muy favorable para México, pero que además nos permitió acumular un conocimiento invaluable y hacer una escuela de negociadores internacionales que han seguido contribuyendo, en administraciones subsiguientes y desde diversas plataformas, a fortalecer las finanzas del país y el prestigio de México en esta materia.

Durante las siguientes décadas, México ha tenido que enfrentar desafíos muy grandes en materia de finanzas públicas, pero no ha vuelto a enfrentar un problema de deuda externa. Este testimonio personal es sólo una pincelada de un universo mucho más grande de experiencias y conocimientos que han servido de modelo para enfrentar los problemas de deuda externa de otros países latinoamericanos. Estoy seguro de que pueden seguir siendo de gran utilidad tanto para los gobernantes de nuestro país como para los de muchos otros países, por lo que celebro con mucho gusto esta iniciativa de la SHCP de publicar el presente libro.

El monto renegociado ascendió a los 47 278 mdd, de los que se descontaron 7 190 millones del principal. Las transferencias al exterior se redujeron en un promedio de 4 071 millones al año entre 1990 y 1994. Los *Bonos Brady* mexicanos llevaban varios esquemas de garantías para protección contra el riesgo, los más importantes eran un bono cupón cero y un *warrant* sobre el precio del petróleo (la estructura se explica en el testimonio de José Ángel Gurría en este libro).[33]

La renegociación de la deuda pública externa permitió al gobierno mexicano disminuir considerablemente las transferencias netas al exterior, las cuales cayeron de 6.9% del PIB en 1988 a 0.7% en 1989. El servicio de la deuda, que en el periodo 1982-1987 representó en promedio 9.5% del PIB, disminuyó a 5.8% en el periodo 1988-1991. Por su parte, el saldo de la deuda externa respecto al PIB disminuyó de más de 60% en 1986, a menos de 20% para 1993.[34]

Después de siete años, el regreso "normal" a los mercados se dio finalmente en junio de 1989, cuando Bancomext emitió un bono por 100 mdd, a plazo de 5 años, con un cupón de 10.25%. Si bien ese primer bono fue caro, en total se emitieron tres bonos con un cupón promedio de 9.583% y plazo promedio de 4 años. En marzo de 1990, el Gobierno Federal reinició su acceso a los mercados con un bono UMS, a una tasa significativamente favorable (récord para entonces) de 8.1% y un plazo largo de 15 años. Ese mismo año se emitieron bonos denominados en marcos alemanes y chelines austriacos.[35]

LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA

El presidente Salinas instruyó a la Secretaría de Hacienda la tarea de modificar el esquema regulatorio para abrir la inversión extranjera. Así, el 16 mayo de 1989, el gobierno enmendó la Ley de Inversión Extranjera, abriendo la mayor parte de la economía a la inversión extranjera directa y de portafolio. En diciembre de 1990, el gobierno abrió los mercados de dinero para la inversión extranjera de portafolio permitiendo la inversión extranjera en los Cetes.[36] Esto último permitiría que títulos gubernamentales denominados en moneda nacional pudieran ser adquiridos por inversionistas extranjeros.

El financiamiento del gobierno requeriría, en ese contexto, de una modernización. El gobierno orientaría su financiamiento hacia mecanismos de mercado. Dentro de una política que buscaría eventualmente la disciplina macroeconómica, era necesario financiar el déficit gubernamental mediante una mayor colocación de instrumentos de deuda no inflacionarios en los mercados de crédito y no a través de créditos otorgados por el banco central.[37]

En 1989 se suprimieron los encajes y los coeficientes de liquidez obligatorios a que estaban sujetos la banca comercial con el banco central.

[33] El *warrant* sirvió como un elemento atractivo para la operación, pero era una fórmula muy compleja donde los acreedores tenían acceso a un pago adicional, siempre y cuando el petróleo excediera de ciertos niveles en ciertos plazos; dado que eso generaba mayor capacidad de pago para el deudor, entonces el acreedor podría resarcir pérdidas. A la combinación del bono cupón cero y del *warrant*, Alan Greenspan expresó que era "fascinante, pero de las cosas más complicadas que había visto". Entrevista a José Ángel Gurría.

[34] Hernández Trillo, 2003, pp.152-153; Aspe, 1993, *Economic Transformation: The Mexican Way*.

[35] Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[36] Véase Minushkin, 2005, "De Bolseros a Banqueros", y Minushkin, 2002, "*Banqueros* and *Bolseros:* Structural Change and Financial Market Liberalisation in Mexico".

[37] Hernández Trillo, 2003, pp. 155-156; entrevista a Carlos Ruiz Sacristán.

POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO PÚBLICO BAJO CRISIS Y ESTABILIZACIÓN: 1988-1991

CARLOS RUIZ SACRISTÁN

En diciembre de 1988 me encontraba trabajando en el Banco de México como Director General del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA), cuando fui invitado por el Secretario de Hacienda, el Dr. Pedro Aspe y por el Subsecretario del Ramo, el Dr. Guillermo Ortiz, a formar parte del equipo hacendario como Director General de Crédito Público (DGCP). Para todos los que trabajábamos en el sector financiero, ser designado DGCP no solamente era una gran distinción si no también uno de los retos más importantes dentro de la administración pública.

Con gusto me sumé al equipo. El momento era particularmente complejo. Había muchísimos problemas: alto endeudamiento; transferencias netas al exterior insostenibles; inflación por encima del 60% anual; tasas de interés superiores al 80%; limitado o nulo acceso a los mercados internacionales de crédito; deuda interna con vencimientos a cortísimo plazo; elevado déficit público y bajo crecimiento económico.

Para recobrar el crecimiento con estabilidad de precios era indispensable, entre otras importantes medidas, reducir las transferencias netas de recursos al exterior, realizar cambios profundos al sistema financiero y contar con una nueva política de financiamiento interno no inflacionario. En tal virtud, se planteó una nueva estrategia para la deuda externa, que implicaba la impostergable renegociación con los organismos financieros internacionales, el Club de París y la banca comercial, para reducir tanto su monto, como el costo de su servicio.

Por lo que toca a la política de modernización financiera, ésta incluía, entre otras medidas, la liberalización de las tasas de interés bancarias; la eliminación de la canalización selectiva del crédito a través de cajones obligatorios y la sustitución del encaje legal por un coeficiente de liquidez. Todo ello, con el propósito de incrementar la canalización del ahorro hacia actividades productivas y contar con un sistema financiero eficiente y competitivo.

La política para el financiamiento interno debería entonces vincularse a la modernización del sistema financiero, procurando sustituir rápidamente el crédito otorgado al sector público por el Banco de México y la banca comercial, por recursos captados mediante la colocación de valores gubernamentales en el mercado.

Evidentemente la tarea era enorme, tanto en lo interno como en lo externo. Por lo tanto, se creó en la Secretaria Hacienda una nueva Subsecretaría, la de Asuntos Financieros Internacionales, destinada fundamentalmente a la renegociación de la deuda externa. Por su parte, la DGCP se avocaría, básicamente, a los temas de financiamiento interno.

Así iniciamos el sexenio. Después de algunos meses y con muchas dificultades, se logró una exitosa negociación de la deuda externa que redujo, no sólo su monto, sino también las transferencias netas al exterior. En esa negociación, la DGCP se responsabilizó del acuerdo con el llamado Club de París. Recuerdo muy bien las largas sesiones con los representantes gubernamentales de 16 países industrializados, encabezados primero por Michel Camdessus y posteriormente, por Jean Claude Trichet. Se logró la meta: La reestructuración de 2 600 mdd y de sus intereses. Además, se aseguró que existiera el financiamiento necesario para las importaciones provenientes de esos países y el respaldo a la tesis de México de que sólo reduciendo el endeudamiento excesivo, puede haber crecimiento económico con estabilidad.

En lo interno el reto era mayúsculo. No contábamos con financiamiento del exterior. Necesitábamos reducir el crédito al sector público proveniente del Banco de México y de la banca comercial. Se requería, como se comentó, de una nueva política de financiamiento, basada fundamentalmente en la colocación de valores gubernamentales mediante operaciones en el mercado abierto. A la vez, era indispensable incrementar los plazos promedio de vencimiento de la deuda interna (en esos momentos era menor a 20 días) y reducir las tasas de interés (éstas eran tan altas que su efecto casi duplicaría la deuda cada año).

Para mejorar el perfil de la deuda, la emisión de títulos se realizó dando preferencia sobre los Cetes y los Pagafes, a aquellos valores con vencimiento a largo plazo como eran los Bondes.

Sin embargo, los títulos con los que contábamos no eran suficientemente adecuados para las condiciones del mercado. Por ello, diseñemos nuevos instrumentos de captación. Éstos tenían como propósito alargar el plazo de vencimiento de la deuda a la vez de eliminar los principales riesgos percibidos por los inversionistas: inflación y tipo de cambio. De esta manera se inicia la colocación en el mercado de nuevos valores: los Tesobonos, instrumentos con rendimiento indizado al tipo de cambio y los Ajustabonos, títulos indizados al índice de precios al consumidor.

El programa de estabilización dio resultados. La inflación fue cediendo; el déficit público se convirtió en superávit; las tasas de interés disminuyeron y el tipo de cambio se estabilizó. El programa de privatización de empresas públicas y bancos estaba en marcha.

Se tomaron entonces decisiones muy importantes. Los ingresos obtenidos por una sola vez provenientes de privatizaciones de empresas y bancos así como de los remates de operación del Ficorca, se destinarían a la reducción de la deuda interna para lograr un ahorro permanente por concepto de interés. De

esta manera, se cancelaron pasivos con el Banco de México por más de 30 billones de pesos. Además, se realizaron otros programas para disminuir aún más el saldo de la deuda externa, como el de Intercambio de Deuda por Capital (*swaps*), el de Líneas Interbancarias por Bonos de Privatización y la Compra Directa de Deuda. Por otra parte, el Gobierno Federal asumiría pasivos por más de 10 billones de pesos para sanear financieramente a la banca de desarrollo y algunas entidades públicas.

A tres años del inicio del sexenio, los resultados fueron sorprendentes. Se renegoció la deuda externa. Ya no existía financiamiento del Banco de México ni de la banca al Gobierno Federal. La nueva estrategia para la deuda interna y las amortizaciones realizadas hicieron posible que los valores gubernamentales fueran el medio más importante de financiamiento. Casi la totalidad de la deuda interna (90%) se financiaba con valores colocados en el mercado. Había diversidad de instrumentos de captación. La nueva configuración de los valores gubernamentales trajo como consecuencia que el plazo promedio de vencimiento de la deuda interna pasara de tan sólo 20 días en 1988 a más de 422 días (1 038 días si se toma en cuenta los Bondes especiales en poder de los bancos).

La política de financiamiento vía mercado logró dar mayor transparencia al crédito; prescindir del uso de fuentes de recursos inflacionarios y eliminar la utilización de crédito obligatorio del sistema bancario. Como resultado de la estrategia seguida en materia de deuda interna y externa, el saldo de la deuda neta total como proporción del PIB se redujo de 65.4 % en 1988 a 39.2% 1991.

En esos años, la DGCP también participó en muchos otros asuntos importantes como fueron los esquemas de financiamiento del nuevo Programa de Autopistas Concesionadas y la intermediación para resolver conflictos entre destacados empresarios. Otro factor clave de la estrategia de desarrollo económico, fue la apertura comercial. Dentro de esta estrategia, se negoció el Tratado de Libre Comercio para América del Norte (TLCAN). El tratado, liberaría de manera significativa el comercio, pero también la inversión en el sistema financiero. Este sistema no debería mantenerse al margen de la apertura comercial para asegurarnos que apoyaría la recuperación económica mediante el incremento de su competitividad y eficiencia. Por ello, en el TLCAN se negoció el Capítulo 14, que tenía como propósito abrir el mercado financiero que había estado cerrado por más de 50 años. En esta negociación acompañé a Guillermo Ortiz en todo el proceso. De hecho, la negociación del TLCAN se concluyó al llegar a un acuerdo respecto a ese Capítulo.

Por último, cabe comentar que otra de las estrategias para la modernización financiera fue la privatización de 18 bancos comerciales. Para tal propósito se creó el Comité de Desincorporación Bancaria que presidió Guillermo Ortiz, del cual formé parte activa. Recuerdo muy bien que fui el encargado de llevar personalmente al Congreso la reforma constitucional para terminar con la exclusividad estatal en la prestación del servicio público de banca y crédito.

En estas labores conté siempre con el liderazgo de dos destacadísimos economistas y funcionarios públicos: Pedro Aspe y Guillermo Ortiz, además de un gran equipo en la DGCP.

El mecanismo había perdido efectividad progresivamente. Esto implicó que se eliminara también el sistema de canalización selectiva de crédito. Simultáneamente se liberaron las tasas de interés pasivas. Esas medidas fueron centrales en la política de liberalización financiera.[38] La eliminación del llamado encaje legal, un instrumento central de la política monetaria y el financiamiento público por seis décadas, representó un cambio histórico.

Al momento de eliminarse el encaje legal, se requirió a los bancos mantener un coeficiente de liquidez del 30% de su captación en bonos gubernamentales, pero esta medida desapareció en 1992.[39] La colocación de valores gubernamentales en el sector privado a través de las casas de bolsa, la banca comercial y otras entidades de la industria financiera ganó importancia; asimismo fueron mejorando los mecanismos para estas colocaciones.

El desarrollo de instrumentos de mercado se había perfeccionado desde la década de los ochenta. En agosto de 1986 se empezaron a emitir los Pagafes, bonos denominados en dólares, pagaderos en pesos al tipo de cambio controlado. En 1987 se empezaron a emitir los Bonos de Desarrollo. En 1989 se empezaron a emitir los Ajustabonos, un instrumento indizado al índice de precios.[40] En julio de 1989 el gobierno empezó a emitir un nuevo tipo de instrumento, los Tesobonos, bonos

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES.
PORCENTAJE RESPECTO AL TOTAL

	BANCO DE MÉXICO	BANCA DE DESARROLLO	SECTOR PRIVADO	OTROS
1982	85.54	0.17	12.22	2.07
1983	83.98	0.91	12.08	3.03
1984	80.51	0.53	14.00	4.96
1985	74.53	0.84	17.84	6.79
1986	46.77	1.09	47.59	4.38
1987	36.49	2.55	58.48	2.07
1988	30.34	1.21	67.31	0.91
1989	28.91	1.05	69.17	0.69
1990	24.77	0.38	73.32	1.23
1991	20.36	0.47	77.08	2.07
1992	22.58	0.13	72.84	4.43
1993	7.30	0.03	88.06	4.59
1994	-31.56	1.29	85.94	44.33
1995	10.35	2.13	80.90	6.62
1996	7.03	1.18	82.99	8.81

Fuente: Hernández Trillo, 2003, p. 156.
Elaborado con datos del Banco de México.

INSTRUMENTOS DE DEUDA INTERNA Y FECHAS DE APARICIÓN

Pagafes (Pagarés de la Tesorería de la Federación) – instrumento indizado al dólar tipo de cambio controlado	1986
Bondes (Bonos de Desarrollo)	1987
Ajustabonos (Bonos ajustables del Gobierno Federal) – instrumento indizado al INPC	1989
Tesobonos (Bonos de la Tesorería de la Federación) - instrumento indizado al dólar tipo de cambio controlado	1989

Nota al cuadro: los Pagafes se dejaron de emitir el 7 de noviembre de 1991, justo cuando se abolió el tipo de cambio controlado. Por su parte, el Decreto mediante el cual la Secretaría de Hacienda y Crédito Público fue autorizada a emitir Bondes apareció publicado en el *Diario Oficial de la Federación* del 22 de septiembre de 1987; la primera emisión de Bondes se realizó en octubre de 1987; se trata de un instrumento que tuviera mayor plazo que los Cetes, y se colocan en la misma forma que los Cetes, por medio de una subasta de Banco de México, liquidándose cada jueves. En el caso de los Ajustabonos éstos se dejaron de emitir en 1996, con la introducción de los Udibonos, Bonos del Gobierno en Unidades de Inversión.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público y Banco de México.

[38] Banco de México, Informe Anual de 1989, pp. 31 y 93, 1991 y 1992; entrevista a Carlos Ruiz Sacristán.

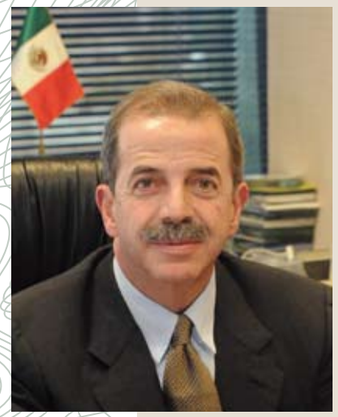
[39] Con la desaparición del coeficiente de liquidez, Banco de México permitió a la banca comercial la liquidación de más de 31 mil millones de pesos de sus tenencias obligatorias de valores gubernamentales. Hernández Trillo, 2003, pp. 155-156; Banco de México, Informe Anual de 1992.

[40] En el diseño de algunos de estos instrumentos fue importante la participación de, entre otras personas, Juan José Pérez Porrúa. Entrevista a Gerardo Rodríguez.

LA APERTURA ECONÓMICA DURANTE EL SEXENIO DE CARLOS SALINAS DE GORTARI REPLANTEÓ LA RELACIÓN ECONÓMICA, FINANCIERA Y POLÍTICA CON ESTADOS UNIDOS, ENCONTRANDO UNA CONTRAPARTE RECEPTIVA EN LA PERSONA DEL PRESIDENTE WILLIAM CLINTON.

MI EXPERIENCIA EN LA GESTIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DE MÉXICO

ENRIQUE VILATELA RIBA

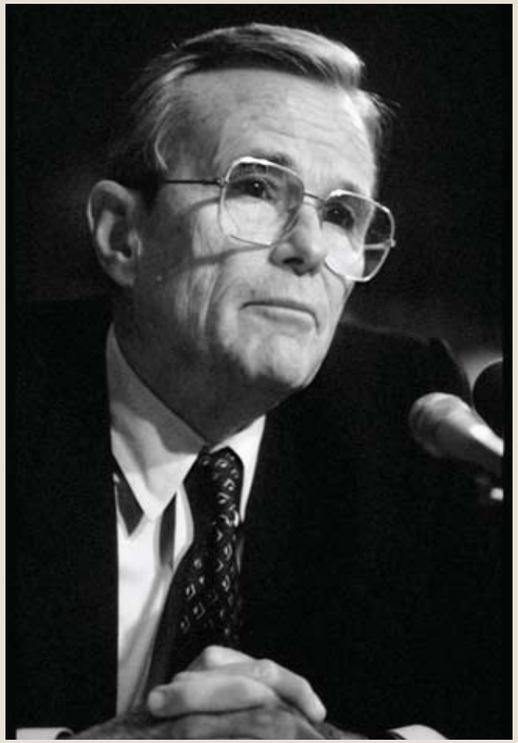


El primero de diciembre de 1988, durante su discurso de toma de posesión, el presidente Carlos Salinas de Gortari instruyó abierta y directamente a Pedro Aspe, su recién nombrado Secretario de Hacienda y Crédito Público, para que llevara a cabo un proceso de renegociación y reducción de la deuda externa mexicana. En ese momento, el principal problema económico y financiero mexicano era el enorme peso que representaba el servicio de la deuda externa que, tanto en volumen como en concentración en el corto plazo, implicaba una carga imposible para el Gobierno y para la economía de los mexicanos.

Para llevar a cabo esa tarea se formó la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, a cargo de Ángel Gurría, compuesta por tres direcciones generales cuyos titulares fueron Salvador Arriola, Adolfo Hellmund y yo.

Dada mi experiencia previa en Nafin y Bancomext, donde había manejado las áreas financieras y, en particular, mi experiencia en el manejo del financiamiento externo, en enero de 1989 fui nombrado por el nuevo Subsecretario Gurría y el Secretario Aspe, Director General de Captación de Crédito Externo, absorbiendo en la práctica las funciones de crédito externo de la antigua Dirección General de Crédito Público y que eran las de diseñar, proponer, ejecutar y operar el programa de financiamiento externo para el Gobierno Federal y para todas las entidades del sector público.

De esta forma, me correspondió participar activamente en el proceso de negociación e implementación de la reestructuración de la deuda pública externa a través del "Paquete Financiero 1989-1992"; instrumentar el retorno de México a los mercados de capitales y al crédito voluntario externo en general; así como extender las ventajas del paquete financiero



ARTÍFICES DE UNA RENEGOCIACIÓN DE DEUDA EXTERNA EXITOSA: PEDRO ASPE Y NICHOLAS BRADY.

negociado, a través de nuevas operaciones de reducción de deuda. El ámbito de mi responsabilidad abarcó todo tipo de endeudamiento externo para el sector público, así como participar en el diseño, negociación e implementación de esquemas de financiamiento para las diversas entidades, programas y proyectos gubernamentales. Esta época representó una gran enseñanza y privilegio para mí, en la que tuve la oportunidad de trabajar directamente con funcionarios mexicanos de gran talento y altamente comprometidos con México como Ángel Gurría, Pedro Aspe, Miguel Mancera y el propio Presidente Salinas. Además, formé equipo con Adolfo Hellmund, Salvador Arriola, Sergio Fadl, Héctor Aguirre, Julio César Méndez, Miguel Siliceo, Guillermo Fernández, Sergio Hidalgo, Antonio Cervera y todos los integrantes de la Dirección General de Captación de Crédito Externo. Con Luis Téllez y Agustín Carstens formamos el equipo negociador de México, equipo que en múltiples ocasiones demostró su talento, paciencia y efectividad ante los gobiernos, instituciones, bancos y despachos de abogados. Aquí vale la pena destacar el talento de Mark Walker y su equipo de abogados en Nueva York, quienes constituyeron una pieza vital en la negociación y en el armado del paquete financiero y la creación de los Bonos Brady como finalmente fue conocido ese paquete.

Por el lado de los acreedores, debe destacarse el papel de Bill Rhodes, presidente del Comité Asesor de Bancos, así como del Secretario Brady, de Greenspan, Paul Volcker y, en particular del Viceministro Makoto

"Esta época representó una gran enseñanza y privilegio para mí, en la que tuve la oportunidad de trabajar directamente con funcionarios mexicanos de gran talento y altamente comprometidos con México."

Utsumi y el Ministro Hashimoto de Japón, sin quienes no hubiera sido posible el acuerdo, que por primera vez a gran escala, otorgó un descuento importante (35%) del monto de la deuda a un país.

Una vez concluido el paquete, mi labor consistió en acelerar y organizar el retorno de México al financiamiento externo y a los mercados internacionales de dinero y capitales, lo que se logró afortunadamente con relativa rapidez, logrando, al mismo tiempo, la implementación de varios y diversos esquemas adicionales de financiamiento y reducción de deuda.

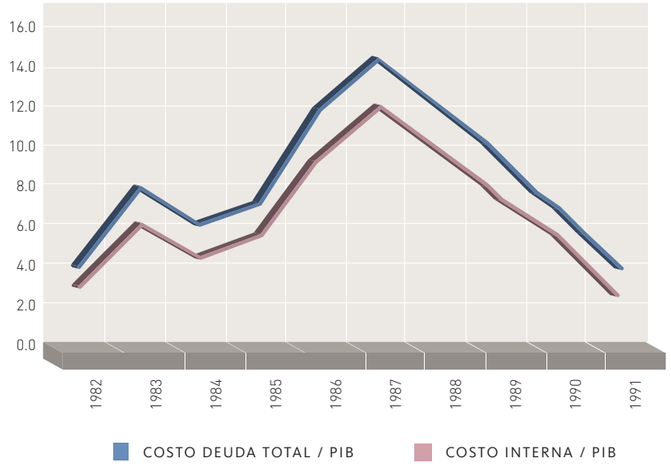
En Julio de 1992 fui nombrado Director General de Crédito Público dentro de la Subsecretaría del Ramo a cargo de Guillermo Ortiz, siendo el responsable de todas las operaciones financieras nacionales del gobierno mexicano y teniendo también un equipo muy valioso con Martín Werner, Alejandro Valenzuela, Salvador Olvera y Enrique Sclar, entre otros. En ese año coordiné toda la emisión de instrumentos de deuda del sector público mexicano y participé en la instrumentación de mecanismos financieros para el financiamiento de los proyectos presupuestales y extra-presupuestales, incluyendo los temas de financiamiento a Pemex, CFE y carreteras.

Participé activamente en el diseño de nuevos instrumentos de financiamiento a través del mercado de valores mexicano. Me correspondió asimismo coordinar el financiamiento de las distintas entidades federativas y llevar el control y registro y operación de la deuda pública mexicana.

En enero de 1993, al desaparecer la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, absorbí, dentro de la Dirección General de Crédito Público, nuevamente a todas las funciones y actividades correspondientes al crédito externo, convirtiendo nuevamente a esta Dirección General en la coordinadora de todo el financiamiento del sector público mexicano. Participé en el Comité de Desincorporación de los Bancos y en el equipo negociador del Tratado de Libre Comercio de Norteamérica, siendo el negociador en jefe por México para la creación del NAD Bank (North American Development Bank).

A la fecha de mi salida de la Secretaría de Hacienda (diciembre de 1993), fecha en la que el Presidente de la República me designó Director General de Bancomext, se había logrado una reducción sustancial de la deuda pública mexicana, se había logrado el regreso de México a los mercados internacionales y nacionales de dinero y capitales y se tenían mecanismos ordenados para cubrir las necesidades de financiamiento del sector público mexicano.

5.6 RELACIÓN COSTO DE LA DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL RESPECTO AL PIB



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

denominados en dólares, pero pagaderos en pesos al tipo de cambio del mercado en el momento en que se redimieran. La primera emisión de Tesobonos fue el 13 de julio de 1989 por 10 mdd a un plazo de 182 días. Con el tiempo, la demanda por este instrumento fue favoreciendo plazos más cortos, como 28 y 91 días.[41]

En ese contexto, el costo de la deuda interna fue reduciéndose considerablemente. Si además se considera que el costo de la deuda externa también se redujo de forma significativa, el costo del financiamiento al gobierno había mostrado una tendencia a la baja desde 1988.

En este marco de política financiera, el 2 de mayo de 1990 el Presidente envió al Congreso de la Unión la iniciativa de reforma constitucional para reprivatizar la banca.[42] Esta reprivatización se completó en julio de 1992 y fue la culminación de los procesos de privatización y de reforma financiera en México.

La inversión privada nacional y extranjera afluyó hacia México, incluyendo mucha repatriación de capitales, los cuales regresaron al país con las expectativas de crecimiento y oportunidades de inversión. El anuncio de la reprivatización bancaria en 1990 y de la decisión de negociar un tratado de libre comercio con Estados Unidos, dio certeza a los cambios estructurales en la economía mexicana. El reordenamiento de las finanzas públicas así como una estrategia de estabilidad macroeconómica, empezaban también a ser creíbles. En 1990, el crecimiento del PIB fue 5.18% en términos reales, el más alto desde 1982, mientras que la transferencia neta de recursos con el exterior fue ligeramente positiva para el país. Esa certidumbre se manifestó al interior de la economía mexicana y en los mercados internacionales.

En 1993 hubo otro cambio fundamental en la política financiera y el financiamiento al gobierno. En diciembre de ese año, el Congreso aprobó una iniciativa para dotar de autonomía al banco central con una reforma constitucional. El Banco de México tendría el mandato de ser el agente financiero del gobierno, pero ninguna autoridad podrá ordenar al banco conceder financiamiento. La autonomía entró en vigor el 1 de abril de 1994. Esta medida no sólo se dio dentro de la reforma financiera, sino también en un contexto internacional en el que los bancos centrales del mundo adquirían autonomía de funciones y gestión.

En esos años, las condiciones de financiamiento externo mejoraron considerablemente. Si bien en 1991 hubo un endurecimiento de los mercados, en 1992 México obtuvo las mejores condiciones del año en los euromercados, con un bono UMS de 4.81% a 8 años, además de que se emitieron varios bonos a 10 años. Ese año, Nafin emitió el primer bono con tasa variable. En 1993 las condiciones mejoraron aún más, y se emitieron bonos de Nafin en dólares con un cupón de 5.875%, y en yenes de 3.9%; también se emitieron por primera vez bonos en francos suizos.

En 1994 dominaron emisiones de bonos en dólares a tasa variable. En enero de ese año, Bancomext emitió un bono récord de 1 mil mdd, con un cupón de 7.25% a 10 años. En 1994 se emitieron nueve bonos, con una tasa promedio de 9.25% y un plazo promedio de 4.3 años; en mayo se detuvieron las emisiones en los mercados internacionales.

LA CRISIS DE 1994-1995

La reforma económica, los crecientes montos de inversión privada interna y externa y en general las expectativas sobre la economía del país, llevaron a resultados muy alentadores en todas las variables económicas hasta 1994. Entre 1991 y 1993 entraron 84 mil mdd al país. Pero en el último año del sexenio del presidente Carlos Salinas y el arranque del nuevo sexenio, estalló una profunda crisis financiera.

Existe una amplia literatura respecto a los acontecimientos de 1994 y 1995 y los efectos posteriores en la economía y el sistema financiero. En términos de reflexión y análisis, es sin duda uno de los grandes temas nacionales recientes. En este texto, se explican los retos que enfrentaron las autoridades financieras, particularmente los encargados del crédito público, en el desarrollo de los acontecimientos.

El año de 1994 inició con el optimismo de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Había grandes expectativas por el liderazgo de México entre los países emergentes. Pero también inició con el conflicto zapatista de Chiapas. Los acontecimientos ocurridos durante ese año deterioraron el ambiente político y económico, contribuyendo eventualmente a una crisis del tipo de cambio.

Aunado a los eventos que se presentaron en el país, en el entorno internacional a fines de febrero de 1994, hubo un aumento importante de las tasas de interés en Estados Unidos, lo cual ocasionó un descenso de los flujos de capital a países en desarrollo. La política monetaria más restrictiva implementada por la Reserva Federal, aunada a la incertidumbre política en el país, se reflejó en un deterioro de la percepción del riesgo

[41] Heyman, 1998, *Inversión en la globalización*; Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[42] Para detalles de la privatización bancaria, véase la colección de testimonios y artículos de análisis publicada por Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011; véanse también, Murillo Garza, 2005; Ortiz Martínez, 1994; Kessler, 1999.

EL CONCEPTO DE LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DE LA BANCA DE DESARROLLO

CARLOS HURTADO LÓPEZ

Tuve el privilegio de ocupar la Dirección General de Crédito Público (DGCP) durante un periodo muy breve en 1992. Eso fue después de que la Secretaría de Programación y Presupuesto, en la que había sido Director General de Política Económica, se disolvió a principios de ese año. Asumí el cargo muy entusiasmado porque finalmente iba a estar fuertemente involucrado en temas financieros, que me habían interesado desde mis estudios de licenciatura y doctorado. Fue ésa una época tranquila para la DGCP, que entonces sólo se ocupaba de temas internos. Mi jefe, el secretario Guillermo Ortiz, me instruyó que, además de ocuparme de las labores cotidianas como el seguimiento a los temas relevantes y la participación en el Comité de Emisión de Deuda Pública, continuara cerrando algunas operaciones que Hacienda había llevado a cabo años antes con algunas empresas que habían estado en problemas anteriormente. Después habría tiempo y oportunidad de enfrentar retos particulares más interesantes, sin embargo, mi corta estadía en el cargo lo impidió.

Quisiera referirme a un aspecto que viví en esos tiempos y que implicó una discusión interesante y relevante sobre un tema que me parece sigue siendo de interés hoy día. Se trata del concepto de "intermediación financiera", como parte del llamado déficit financiero o monetario del sector público, medida que se distinguía de otras como el déficit operacional o el balance primario. La intermediación financiera en ese contexto se definía como el crédito neto que la banca de desarrollo otorga al sector privado. Hay razones a favor y en contra de incluir la intermediación financiera como parte del déficit público.

"Hoy día, aunque el crédito de la banca de desarrollo no es preocupante en México, ciertamente comienza a ser fuente de preocupación en otras economías"

Por una parte, por el lado de sus fuentes de financiamiento, el déficit debe reflejar el uso o requerimientos financieros totales del sector público. Entonces, el fondeo que hace la banca de desarrollo –entidades públicas– para posteriormente prestar al sector privado, forma parte del uso de recursos financieros que hace el sector público consolidado y por ello tiene sentido sumar ese crédito al cálculo del déficit del gobierno federal y empresas públicas, calculado por la vía de los ingresos y gastos.[1] Además, desde el punto de vista del impacto del sector público en la demanda agregada, es razonable considerar al crédito de la banca de desarrollo, ya que, en principio, dicha banca presta a actividades que de otra forma no encontrarían financiamiento en el mercado y por lo tanto no se tendría la oportunidad de llevar a cabo el gasto correspondiente.

Por otra parte, en contra de incluir a la intermediación financiera en el déficit, está el argumento de que esos préstamos al sector privado no son a fondo perdido. Efectivamente, hay recuperación y hasta utilidades provenientes de los mismos, lo que incluso fortalece a la postre la posición financiera del sector público consolidado. Dada la fortaleza de ambos argumentos, la consideración del crédito de la banca de desarrollo es controvertida. Incluso, los organismos internacionales relevantes como el Fondo Monetario Internacional (FMI), han discutido este dilema con los países y han tomado algunas decisiones al respecto. En el caso de México, Claudio Loser, quien en los años noventa fuera el Director del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI y respetado conocedor de la economía mexicana, estudió y discutió el dilema con las autoridades. El tema ha sido llamado déficit cuasi fiscal en ocasiones. Hoy día, aunque el crédito de la banca de desarrollo no es preocupante en México, ciertamente comienza a ser fuente de preocupación en otras economías, que han utilizado a la banca de desarrollo como pilar del crecimiento.

En lo personal, dejé la DGCP unos cuanto meses después de haberla ocupado para pasar a trabajar con el Lic. Luis Donaldo Colosio en la Secretaría de Desarrollo Social (SEDESOL), a cargo de los temas de política económica y social y apoyando al secretario en su participación en todos los gabinetes y comités del sector público, como representante de una secretaría globalizadora, como lo fue entonces la SEDESOL. Aun cuando hubiera deseado contribuir y permanecer más tiempo en la DGCP, agradezco la oportunidad de haber podido formar parte del grupo de ex directores generales de un área tan estratégica de la Secretaría de Hacienda.

[1] Se excluye el crédito a las entidades del sector público mismo, porque ello ya estaría tomado en cuenta a través del gasto de esas mismas entidades.

EL AÑO DE 1994 INICIÓ

CON EL OPTIMISMO DE LA ENTRADA EN VIGOR DEL TRATADO DE LIBRE COMERCIO DE AMÉRICA DEL NORTE. HABÍA GRANDES EXPECTATIVAS POR EL LIDERAZGO DE MÉXICO ENTRE LOS PAÍSES EMERGENTES. PERO TAMBIÉN INICIÓ CON EL CONFLICTO ZAPATISTA DE CHIAPAS.

CON LOS ASESINATOS DE LUIS DONALDO COLOSIO, CANDIDATO PRESIDENCIAL PRIÍSTA, A FINALES DE MARZO DE 1994 Y DE JOSÉ FRANCISCO RUIZ MASSIEU, EN SEPTIEMBRE, SE DESATÓ LA INCERTIDUMBRE. UNA NUEVA CRISIS ESTABA EN PUERTA.

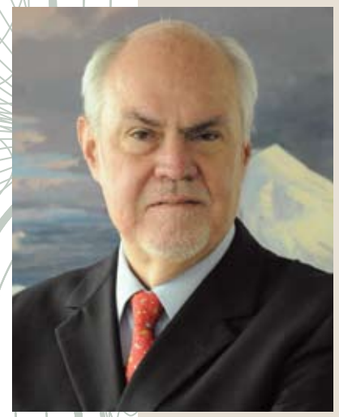
México en los mercados financieros internacionales. Ello afectó el precio al que cotizan en el mercado secundario los bonos de la deuda pública reestructurada.[43]

Después del levantamiento zapatista, hubo otros eventos que enrarecieron el ambiente de negocios del país. Entre ellos, ataques contra empresarios, en los que sobresalió a principios de marzo el secuestro por 106 días de Alfredo Harp, una de las cabezas del Grupo Financiero Banamex. La situación se agravó el 23 de marzo, cuando Luis Donaldo Colosio, candidato del PRI a la presidencia, fue asesinado, un magnicidio sin precedentes en México desde hacía más de seis décadas. En septiembre fue asesinado José Francisco Ruiz Massieu, un diputado federal que era hermano del Subprocurador General y ex cuñado del Presidente, lo que agravó aún más la situación. A ello se añadieron movimientos de la guerrilla en Chiapas, en cuanto su posicionamiento estratégico en la región, declaraciones del entonces coordinador para el diálogo con la guerrilla en Chiapas, acusaciones contra el hermano del Presidente, y una renuncia, que fue temporal, del Secretario de Gobernación Jorge Carpizo. Todo ello se tradujo en movimientos a la baja en las reservas internacionales.

[43] Entrevistas a Guillermo Ortiz, José Julián Sidaoui y Martín Werner; Banco de México, Informe Anual de 1994, p. 163.

¡OJALÁ VIVAS EN TIEMPOS INTERESANTES!

JORGE ESPINOSA DE LOS REYES DÁVILA



Inicié mi carrera profesional en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en 1975 y posteriormente tuve la oportunidad de trabajar en el Banco de México y en la Secretaría de Programación y Presupuesto. En diciembre de 1988 regresé a Hacienda como titular de la Dirección General de Banca de Desarrollo en donde estuve los primeros 5 años de esa Administración colaborando en el esfuerzo de hacer la reforma a la banca de desarrollo, para llevarla al "segundo piso".

El 28 de noviembre de 1993, Luis Donaldo Colosio fue designado candidato del PRI a la Presidencia de la República. Pocos días después, invitó a José Ángel Gurría, en ese entonces Director General del Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext) a integrarse a su equipo de campaña. Para sucederlo, fue designado Enrique Vilatela Riba, quien ocupaba la Dirección General de Crédito Público, y en su lugar tuve el honor de ser designado. Sabía desde siempre la importancia de la Dirección de Crédito, pero jamás me imaginé que iba a vivir uno de los episodios más interesantes de mi carrera profesional.

Una vez designado, tuve que ir al Senado de la República a la ratificación. Fue un proceso muy interesante, pero sobre todo, solemne. La ceremonia de protesta en el Pleno del Senado es inolvidable. Dediqué los últimos días de diciembre al estudio de los temas relevantes de la Dirección. Prometía ser un año interesante ya que el 1 de enero de 1994 entraría en vigor el Tratado de Libre Comercio de América del Norte. Pero el inicio del año fue mucho más interesante. El 1 de enero, un grupo guerrillero fuertemente armado había tomado la ciudad de San Cristóbal de las Casas en Chiapas. Era algo sin precedente en la historia reciente de México.

A continuación comentaré algunos aspectos trascendentes de esos doce meses. El tema más trágico y relevante de ese año fue el asesinato de Luis Donaldo Colosio la tarde del 23 de marzo en Tijuana. Al enterarnos de su asesinato, el Secretario Aspe citó a un grupo de trabajo en la casona de Arturo # 2 en el sur de la ciudad de México. En paralelo los miembros del Gabinete Económico se reunían con el Presidente Salinas en Los Pinos. El objetivo era evitar una crisis económica. A altas horas de la noche se llevó a cabo una reunión extraordinaria del Pacto. En esa reunión se ratificaron los términos de la última concertación realizada en enero, en el contexto del levantamiento de Chiapas: se reiteró el compromiso del Gobierno Federal de mantener el tipo de cambio dentro de los márgenes de flotación establecidos. Ante la incertidumbre, se decidió decretar un feriado bancario para el jueves 24 de marzo, pero se decidió que los bancos abrieran el viernes 25, ya que ese fin de semana daba inicio la Semana Santa y no se quería generar mayor incertidumbre.

Se hicieron las llamadas a Washington para activar el mecanismo de apoyo financiero establecido en 1993 con el Tesoro Norteamericano y al amanecer del jueves, las autoridades norteamericanas hicieron público un apoyo por 6 000 mdd para respaldar la estabilidad del peso. También se anunció el ingreso de México a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, (OCDE). El viernes 25 abrieron los mercados. El IPC de la Bolsa cayó 4%, pero las medidas anunciadas horas antes permitieron que se estabilizara durante el día. La salida de capitales fue de mil mdd, cifra similar al día de la renuncia de Carpizo. Pese a lo terrible del asesinato, los mecanismos de trabajo y concertación funcionaron y se evitó una crisis de proporciones mayores.

Otro tema relevante fue el del manejo de la deuda externa y de los Tesobonos. 1994 se caracterizó por ser un año con presiones inflacionarias en Estados Unidos, por lo que las tasas prácticamente se duplicaron en ese año, haciendo que la política económica en México fuera más complicada de lo usual. Los Tesobonos se venían emitiendo desde 1989 y el Banco de México presentaba su saldo una vez al mes en la publicación de sus *Indicadores Económicos*. Los *Indicadores* circulaban de manera general y estaba disponible a todo aquel que lo solicitara. En ellos se publicó que el saldo de la emisión de Tesobonos en enero de 1994 fue de 4 512 millones de pesos (mdp). Para mayo ya era de 18 577 mdp y para septiembre había subido a 47 858 mdp. Al 30 de noviembre de 1994, el saldo fue de 55 572 mdp.[1] Este crecimiento se debió en buena medida a la combinación de varios factores, por un lado, a la incertidumbre asociada al final de una administración, y por el otro, al contexto internacional de altas tasas de interés y finalmente a las condiciones nacionales inéditas. En esa parte interna la situación fue muy complicada: en enero fue el levantamiento del Ejército Zapatista de Liberación Nacional (EZLN) en Chiapas, en marzo fue el asesinato de Luis Donaldo Colosio, en junio renunció Jorge Carpizo a la Secretaría de Gobernación, lo que provocó una salida de capitales de más de mil mdd y en septiembre el asesinato de José Francisco Ruiz Massieu. Además, el 21 de agosto se llevaron a cabo las elecciones presidenciales. Eran el resultado de varias reformas que permitieron que fuera la primera vez que los ciudadanos controlaban el proceso electoral, se publicaron encuestas, hubo debates entre candidatos y se transmitieron por televisión, el padrón electoral era confiable ya que se construyó con base en la credencial de elector con fotografía, hubo encuestas de salida y los resultados se dieron el mismo día de la elección.

Otro aspecto relevante que viví de cerca fue el del tipo de cambio. Durante la Administración se había devaluado la paridad del peso respecto del dólar en más del 50%. Se había hecho mediante el aumento

[1] El saldo al cierre de diciembre de 1994 fue de 94 625 millones de pesos.

en la tasa de depreciación del techo de la banda cambiaria, lo que había permitido ir modificando el tipo de cambio de acuerdo con las circunstancias macroeconómicas sin generar pérdidas de capital a los ahorradores y sin ocasionar turbulencias financieras. Nunca se había realizado un desplazamiento "abrupto" de la banda cambiaria, lo que podría haber generado confusión y problemas de confianza, ni en días de salidas enormes como la renuncia de Carpizo. Al ir abriendo gradualmente la banda cambiaria mediante una mayor tasa de depreciación de su techo se iba ganando flexibilidad cambiaria para que el tipo de cambio pudiese fluctuar libremente al alza o a la baja dentro de la banda.

En noviembre de 1994, hubo presiones para llevar a cabo una devaluación del 15%. En los grupos de trabajo en los que participé llegamos a la conclusión que dada la continuidad del sistema de banda cambiaria y del estricto cumplimiento de lo acordado en el Pacto[2] en los últimos años, no existía la posibilidad de realizar una devaluación abrupta rompiendo con los aumentos graduales de la banda, ya que los mercados responderían con una devaluación adicional e inmediata y, lo que era aun peor, a una pérdida de credibilidad y confianza.

Un cuarto tema de los más interesantes de ese ya lejano 1994 fue la Reunión Anual de Gobernadores del BID. Ésta se llevó a cabo en el mes de abril en Guadalajara. El entorno era de tristeza y preocupación dado el reciente asesinato de Colosio. A inicios de año, el Gobierno de México propuso llevar a cabo un aumento de capital del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) que fuera duradero. La tradición era que los aumentos de capital se llevaran a cabo cada cinco años y con un programa de créditos y desembolsos muy bien definido. La meta de ese aumento sería dotar al BID de recursos para que la administración pudiera ver a más largo plazo el desarrollo de la región y no estuviera atado a regresar con los socios cada 5 años. El aumento se concretó gracias a la visión y el empuje del Presidente del BID, Don Enrique Iglesias, y permitió dotar al banco de recursos por 16 años. En 2010, la combinación de la crisis y el terremoto de Haití obligaron al banco a convocar a otro aumento de capital.

Un tema final que quisiera destacar es el de la emisión que se hizo con la bursatilización de los ingresos de la carretera de cuota México-Cuernavaca. Fue un gran trabajo en equipo en donde participaron la SCT, CAPUFE y la SHCP. Iniciamos el trabajo en enero de 1994 y se hizo un trabajo muy intenso. La meta era colocar los certificados entre inversionistas institucionales en Estados Unidos y en Europa bajo la Regla 144 A y la Regla S. Se trabajó con los abogados en Nueva York para la creación del fideicomiso, el gobierno corporativo del fideicomiso, la redacción del prospecto, la construcción de los estados financieros, la descripción de los activos, la auditoría de los mismos, el contrato de colocación y el *roadshow* respectivo.

En marzo, cuando ya estaba todo muy avanzado, hubo que volver a empezar y contra todo pronóstico y recomendación salimos con la colocación en el verano.

En agosto de 1994 se colocaron 265 mdd respaldados con los ingresos futuros de este tramo carretero. Fue un trabajo muy interesante ya que fue de las primeras emisiones respaldadas por los ingresos de un activo *(asset-backed securities)* que demostró que el trabajo en equipo rendía enormes frutos. Los ingresos de esta colocación, permitieron a CAPUFE terminar la autopista Cuacnopalan-Oaxaca en noviembre de 1994.

Fue un año de retos. Agradezco la oportunidad de haber vivido esos tiempos interesantes y de haber podido colaborar en equipos de trabajo de gran calidad profesional.

[2] Se refiere al mecanismo tripartita de concertación económica que había estado vigente desde diciembre de 1987 entre el gobierno, el sector privado y los sindicatos.

Además, el sistema bancario ya mostraba dificultades. Los bancos desde un par de años atrás habían identificado una acumulación de riesgos crediticios. Había un problema estructural de las condiciones internas de la banca, así como debilidad en la supervisión y regulación. La CNBV había intervenido algunos bancos que habían caído en prácticas fraudulentas e insanas para el sistema bancario.

Varios estudios han destacado además de la coyuntura financiera, el impacto de los acontecimientos políticos.[44] Esos eventos condujeron a ataques especulativos, los cuales afectaban la posición de reservas internacionales del país. A pesar de ello, se buscó mantener el tipo de cambio estable con intervenciones del banco central.

Ante la incertidumbre que se generó en el mercado cambiario, la Secretaría de Hacienda y el Banco de México iniciaron pláticas con las autoridades monetarias de Estados Unidos y Canadá con la finalidad de firmar un acuerdo de cooperación monetaria entre los tres países para enfrentar desequilibrios de corto plazo en la balanza de pagos. Así, el 26 de abril de 1994, se suscribió el "North American Framework Agreement". En ese año no se usó el acuerdo.[45]

No obstante, algunos inversionistas, especialistas y autoridades, tanto en México como en el exterior, habían advertido una sobrevaluación del peso y el deterioro de la cuenta de capital. El crecimiento de las exportaciones (17% en 1994) impidió notar la sobrevaluación del peso, aunque el déficit en cuenta corriente se situó en una cifra récord de 29 mil mdd a fines de 1994. Había voces dentro y fuera de México que abogaban por dejar el peso en un régimen de tipo de cambio flotante.[46] Pero al utilizarse el tipo de cambio

EL PESO COMENZÓ A SUFRIR ATAQUES POR PARTE DE ESPECULADORES, QUE MERMARON LAS RESERVAS INTERNACIONALES; ADEMÁS, EL RÁPIDO CRECIMIENTO EN LAS IMPORTACIONES IMPIDIÓ QUE SE ADVIRTIERA SU SOBREVALUACIÓN.

[44] Véase por ejemplo, Kessler, 1999, *Global Capital and National Politics*; Grupo de trabajo convocado por el Centro de Estudios Espinosa Yglesias, 2010.

[45] Banco de México, Informe Anual de 1994, p. 150.

[46] La discusión en México sobre implementar una política tipo de cambio flotante era añeja, ya que se remontaba a la década de los años sesenta. En esa época renació. Fuera de México algunos economistas como Rudiger Dornbusch, Sweder van Wijnbergen y Nissan Liviatan habían escrito trabajos en esta dirección. En México, hubo varios economistas de los sectores financiero, académico y público que también abogaron por esa opción. No obstante, en el segundo semestre del año, Pedro Aspe y Miguel Mancera abogaron por esperar a que llegara el cambio de gobierno para revisar la viabilidad del régimen cambiario. Véase Boughton, 2012, *Tearing Down Walls. The International Monetary Fund 1990-1999*, pp. 459-460.

como "ancla anti-inflacionaria", y al buscar las autoridades evitar un problema inflacionario, era necesario mantener una estrategia para evitar una devaluación.

A principios de 1994, a pesar de las condiciones políticas, el FMI había expresado una visión positiva de México, considerando que la perspectiva a mediano plazo permanecía favorable. Aún cuando se acercaba el fin de ese año y los ataques especulativos contra el peso continuaban, el mismo FMI mantenía una perspectiva halagüeña sobre México.[47]

En ese entorno, los Tesobonos ofrecían al inversionista una opción para protegerse de fluctuaciones del tipo de cambio. La autorización para que extranjeros compraran directamente títulos de deuda doméstica del Gobierno Federal llevó a que los Tesobonos se convirtieran potencialmente en una cuasi-deuda externa. Pero una diferencia de los Tesobonos con los títulos de deuda externa emitidos en el exterior, era el vencimiento el cual era a plazos más cortos.[48]

La incertidumbre sobre el tipo de cambio se fue disipando, con intervenciones exitosas del banco central dentro de la política llamada de banda del tipo de cambio (establecida en noviembre de 1991), ya fuera con cambios en la tasa de interés, o permitiendo cambiar Cetes por Tesobonos. Esa mayor certidumbre llevó a que se intercambiaran paulatinamente Tesobonos por Cetes, los cuales ofrecían tasas de interés más atractivas. No obstante, durante el segundo semestre del año, los tenedores de Cetes volvieron a solicitar Tesobonos, de forma creciente. [49]

Si bien la deuda en Tesobonos había crecido desde enero de 1994, fue a partir de los eventos que agravaron la situación política ese año que se disparó. Los intercambios masivos de Cetes por Tesobonos dieron pie a ataques especulativos durante 1994. La fuerte fuga de capitales se tradujo en una pérdida histórica de reservas. A ello se añadió un problema de concentración de vencimientos, ya que la mayor parte de la deuda de Tesobonos contratada era de corto plazo, 99.2% de ésta tenía vencimiento en 1995. Si se considera que en la práctica era deuda externa, el ritmo de endeudamiento en 1994 fue colosal. La deuda que se acumuló en Tesobonos sería de 30 mil mdd. Sin embargo, no era el monto lo más relevante, sino el hecho que era de corto plazo y con vencimientos en puerta.[50]

Ernesto Zedillo Ponce de León recibió el cargo presidencial el 1 de diciembre de 1994. Jaime José Serra Puche fue designado Secretario de Hacienda. Serra había sido el Secretario de Industria y Comercio en el sexenio anterior y principal negociador del Tratado de Libre Comercio. Serra es un licenciado en ciencias políticas de la UNAM con un doctorado en economía por la Universidad de Yale. En la Subsecretaría de Hacienda se designó como titular a José Julián Sidaoui Dib, un economista de la Universidad de las Américas en Puebla, con doctorado en economía en la Universidad George Washington. Sidaoui había hecho carrera en el Banco de México, llegando a Director General de Operaciones de Banca Central. En la

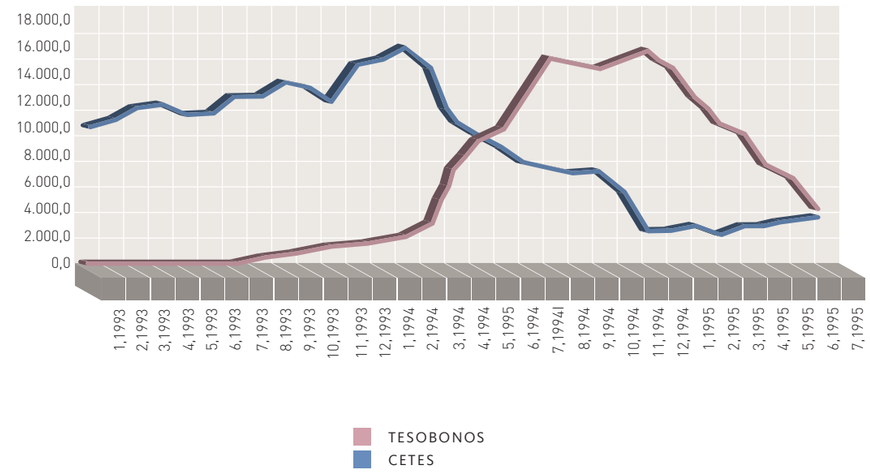
[47] Boughton, 2012, pp. 458-462.

[48] Entrevistas a Guillermo Ortiz y Martín Werner. Véase también, Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5.

[49] Banco de México, Informe Anual de 1994; Gil Díaz y Carstens, 1996; Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011.

[50] Entrevistas a Guillermo Ortiz, José Julián Sidaoui y Martín Werner. Véase también, Negrete Cárdenas, 1999, cap. 5; Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011b, *Privatización bancaria, crisis y rescate del sistema financiero en México. La historia contada por sus protagonistas*; Gil Díaz y Carstens, 1996, "One year of solitude: Some pilgrim tales about Mexico's 1994-1995 crisis".

5.7 EVOLUCIÓN MENSUAL DE CETES Y TESOBONOS. CIFRAS EN MDD



Fuente: Negrete Cárdenas, Cuadro B.27, con datos del Banco de México.

Dirección de Crédito Público se designó a Jonathan Davis, quien es un economista de la UNAM con una maestría en la Universidad de Sussex. Davis había iniciado su carrera en el banco central, pero tenía para entonces una larga trayectoria financiera en instituciones financieras privadas. El nuevo equipo recibía una situación crítica.

Al dar a conocer los "Criterios Generales de Política Económica" que incluían los pronósticos oficiales para 1995, el nuevo gobierno manifestó que la política económica continuaría esencialmente sin cambios, pero ello aumentó la desconfianza de inversionistas que desató ataques contra el peso. Las reservas disminuyeron ligeramente, pero la emisión de Tesobonos creció casi 10 mil mdd (más de una tercera parte del total de la emisión) en las primeras tres semanas de diciembre. La falta de divisas obligó al gobierno a ampliar la banda de flotación, lo que equivalía a depreciar el peso. Los inversionistas no consideraron que la depreciación de apenas 15% sería suficiente y poco después ocurrió una fuga de capitales.

El lunes 19 de diciembre de 1994, el Secretario de Hacienda Serra convocó a una reunión a los representantes del Pacto de Solidaridad Económica. En esa reunión se propuso adoptar un régimen de tipo de cambio flexible. Con cierto rechazo, los integrantes aceptaron hacer una depreciación de 15%, la cual no fue suficiente. El 20 de diciembre se experimentaron las mayores salidas de capital en la historia ocurridas en un solo día. El miércoles 21, el Secretario Serra y el Presidente Zedillo concluyeron que era necesario dejar el peso en un régimen de flotación. El peso entró en flotación a partir del 22 de diciembre ante la imposibilidad del Banco de México de intervenir en el mercado de cambios. No se trató de una disyuntiva respecto al régimen de

TRES DESAFIANTES MESES

"Recordemos que 1994 fue un año donde diversos eventos de carácter político y delictivo habían generado un ambiente de gran incertidumbre que afectaron negativamente…"

JONATHAN DAVIS ARZAC

A mediados de diciembre de 1994, después de recibir la honrosa invitación que me hiciera el Dr. José Sidaoui, Subsecretario de Hacienda para formar parte de su equipo, acudí ante la Comisión Permanente del H. Congreso de la Unión, con objeto de ser entrevistado para la ratificación de mi nombramiento como Director General del Crédito Público de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Cuatro días más tarde estaba viajando a Boston, Estados Unidos, junto con el Dr. Francisco Gil Díaz, en ese entonces Subgobernador del Banco de México, para reunirnos con los directivos de los principales fondos de inversión que tenían posiciones en México. El objetivo era exponerles las razones por las cuales las autoridades financieras mexicanas habían decidido mover el techo de la banda dentro de la cual flotaba el peso.

Pensábamos que dada la importancia que revestía este hecho, era necesario informarles de las decisiones de política económica y monetaria que se estaban tomando por su fuerte impacto en la economía. Como era de esperarse, la noticia que transmitimos no fue bien recibida por esta comunidad de inversionistas, quienes acababan de experimentar una muy importante pérdida en sus portafolios de inversiones. A altas horas de la noche del 19 de diciembre, el Dr. Gil Díaz se comunicó telefónicamente con el Licenciado Miguel Mancera, Gobernador del Banco de México, para informarle sobre las reacciones de los fondos y discutir el programa de reuniones que tendríamos al día siguiente; sin embargo, el Gobernador nos indicó que habría un cambio de planes, ya que tendríamos que tomar el primer vuelo disponible hacia Nueva York para recibir al Secretario de Hacienda, Dr. Jaime Serra, quien llegaría en el transcurso de la mañana para reunirse con diversos intermediarios a quienes se había convocado en el auditorio del Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Era evidente que esta reunión que se sostendría con los principales acreedores e inversionistas de México, tendría un alto grado de dificultad en virtud de las muy deterioradas condiciones que venían afectando a los mercados en nuestro país. Recordemos que 1994 fue un año donde diversos eventos de carácter político y delictivo habían generado un ambiente de gran incertidumbre que afectaron negativamente las expectativas de los inversionistas, sobre todo reflejándose en el mercado cambiario.

Toda vez que Alan Greenspan, Presidente de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal se encontraba de viaje, se le pidió a Paul Volcker, su antecesor, que actuara como anfitrión de la reunión con los directivos de los principales bancos comerciales y de inversión, así como con los administradores de fondos más importantes de Estados Unidos.

En efecto, desde un primer momento la reunión resultó muy complicada. El Dr. Serra explicó que se había agotado el margen para que el tipo de cambio pudiese ajustarse dentro de la banda de flotación; comentó sobre el hecho de que habíamos experimentado una sustancial reducción de las reservas internacionales de Banco de México; así como el hecho de que las tasas de interés se habían elevado sustancialmente en términos reales dada la incertidumbre que permeaba en el ambiente, dificultando el pago de obligaciones contraídas por parte de acreditados, personas físicas y morales, quienes se encontraban altamente endeudados.

Asimismo comentó que la Comisión de Cambios, la cual estaba integrada por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y del Banco de México, había acordado el 19 de diciembre de 1994, elevar el techo de la banda de flotación en un 15% con efectos a partir del día 20, después de haber consultado con los sectores empresarial y obrero representados en el denominado "Pacto".

Como se recordará, la respuesta a dicha acción fue un fuerte ataque especulativo contra el peso, como se evidenció en el sustancial incremento de la demanda de dólares del día 21 de diciembre, lo que propició que las reservas internacionales de Banco de México cayeran en más de 4 500 mdd. Derivado de este hecho, el día 22 se tomó la decisión de abandonar la banda y adoptar un régimen de libre flotación que llevó al peso a cotizar por encima de 5.50 por dólar, lo que resultó en una devaluación del 70% para el año en su conjunto.

Vale la pena también mencionar que a partir del primer cuatrimestre de ese año, la SHCP decidió mo-

dificar la estructura de la deuda interna mediante la sustitución de Cetes, Bondes y Ajustabonos por un instrumento creado en 1989 y poco utilizado hasta entonces llamado Tesobono, cuyo valor del principal estaba indizado al tipo de cambio. Esta medida se diseñó para tratar de detener las compras masivas de dólares que demandaba el mercado y que impactaban las reservas internacionales, las cuales habían pasado de un nivel aproximado de 25 000 mdd durante el año 1994 a sólo 6 000 millones para finales del mismo.

En esos momentos, no se alcanzaba a percibir que lo que estábamos presenciando no era un problema de carácter transitorio y temporal, sino uno de gran profundidad que habría de situarnos en el umbral de la crisis más severa que afectaría a nuestro país en la era contemporánea.

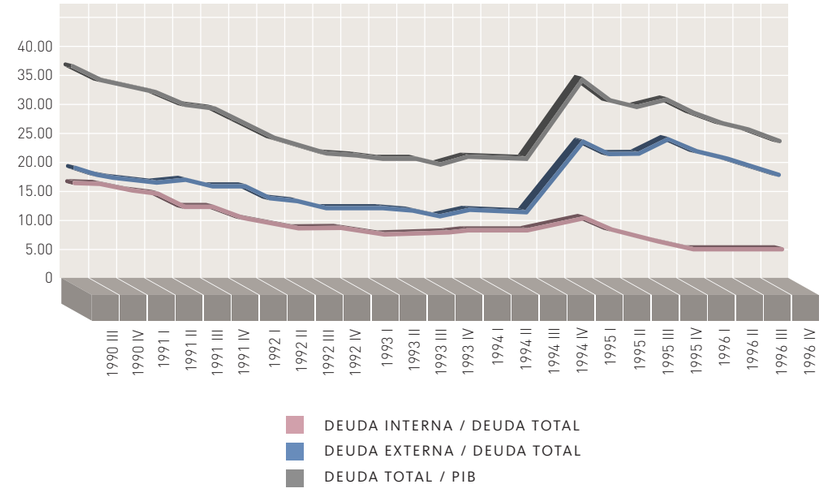
El auditorio de la Reserva Federal hervía con preguntas de todo género: ¿cuándo y cuál sería el programa de privatizaciones que llevaría a cabo el gobierno? ¿cuántos recursos se pretendían obtener por esta vía?, ¿qué cálculos y proyecciones se tenían de la inflación y del crecimiento del PIB?, ¿cuáles serían las medidas que implementaría el gobierno para lograr estabilizar la economía? Salimos esa tarde de la reunión con gran preocupación, ya que no habíamos logrado tranquilizar en lo más mínimo a los inversionistas y así, en silencio y pensativos, regresamos a México.

Una semana después de esa histórica reunión, volví a viajar a Nueva York con la misión de encontrar un mecanismo mediante el cual se le pudiera dar funcionalidad de nueva cuenta a los mercados de títulos de deuda del gobierno mexicano que cotizaban en el exterior, fundamentalmente denominados en dólares americanos conocidos como UMS, así como a los Tesobonos en el mercado doméstico, ya que ambos mercados estaban paralizados al no haber hechos u operaciones que pudieran reflejar su precio. Se trabajó durante el siguiente mes con mucho empeño e intensidad con los principales bancos de inversión y con el equipo de abogados de Cleary Gottlieb Steen & Hamilton, con el objeto de poder desarrollar un mercado que sustituyera dichos títulos por unos nuevos que se diseñarían para ese fin. Sin embargo, y a pesar de que habíamos logrado encontrar una solución para realizar dicho intercambio, los nuevos títulos nunca se crearon, en virtud de que el Dr. Guillermo Ortiz, quien para esas fechas ya había sido nombrado Secretario de Hacienda, había logrado negociar con las autoridades financieras de Estados Unidos, Canadá y otros países, así como con el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales, una línea de crédito por 50 000 mdd, misma que se utilizaría para amortizar la casi totalidad de los 30 000 mdd de Tesobonos que vencían en 1995 y a detener a los especuladores que actuaban contra el peso.

No fue sino hasta el segundo semestre de ese año cuando México volvió a colocar bonos en los euromercados, dándose así uno de los primeros pasos de lo que sería una larga y costosa recuperación.

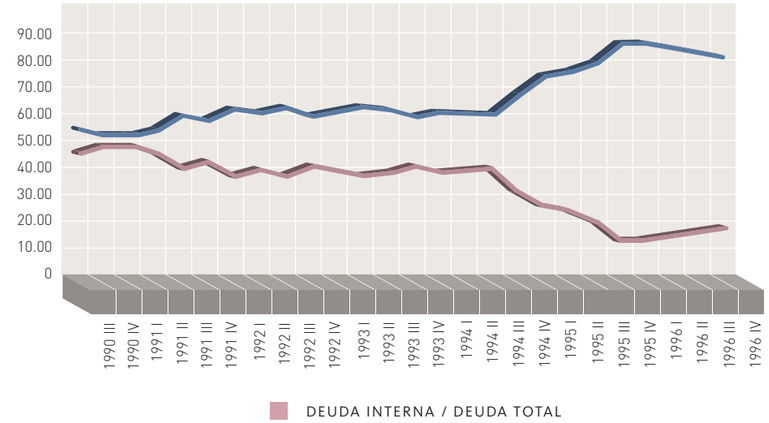
Gracias a estas acciones así como por el apoyo decidido de diversas instituciones y gobiernos, México logró sortear uno de sus capítulos más controversiales y difíciles de su historia moderna. Las políticas adoptadas a partir de ese momento permitieron en los años subsecuentes, avanzar en el proceso de proteger al país de los embates y contaminación que arrastran las crisis externas que hemos venido presenciando en los últimos tiempos.

5.8 RELACIÓN DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO FEDERAL RESPECTO AL PIB



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

5.9 PROPORCIÓN DEUDA INTERNA Y EXTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL (BRUTA)



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

LA CRISIS DE 1994-1995, CONOCIDA COMO EL "EFECTO TEQUILA" TUVO REPERCUSIONES EN LAS ECONOMÍAS DE TODO EL PLANETA. EN LA IMAGEN, ROBERT RUBIN Y ALAN GREENSPAN.

tipo de cambio, era imposibilidad de mantenerlo ante la pérdida de reservas.[51] El tipo de cambio llegó a 5.10 pesos por dólar y las reservas internacionales quedaron en 6.2 mil mdd.[52] En ese momento estallaba una crisis cambiaria, la crisis llamada *del Tequila*, "la primera crisis financiera del siglo XXI" (esta última denominación se le atribuye a Camdessus).[53]

El jueves 22 de diciembre, Miguel Mancera se mantuvo en contacto con Stanley Fischer, un destacado economista del MIT recién estrenado como Primer Subdirector Gerente del FMI, buscando activar las líneas de apoyo del Fondo. Ese mismo día Serra viajó a Nueva York para hablar con representantes del sistema financiero, logrando calmar los mercados momentáneamente. El lunes 26, Mancera y Serra se entrevistaron con funcionarios del Departamento del Tesoro y la Reserva Federal, mientras que una misión del FMI viajaba a México.[54]

El efecto sorpresivo no fue menor. El equipo hacendario de la nueva administración tenía sólo tres semanas de haber entrado. Por si fuera poco, en esas fechas mucho del personal operativo del gobierno estaba de vacaciones. En el FMI, el propio Camdessus, también estaba de vacaciones.[55] Robert Rubin, nominado Secretario del Tesoro Norteamericano, aún no había sido ratificado por el Congreso.

CON UNA DEUDA EXTERNA ACUMULADA EN TESOBONOS DE 30 MIL MDD Y UNA CARRERA INFLACIONARIA EN CIERNES, ERNESTO ZEDILLO ASUMIÓ LA PRESIDENCIA EN DICIEMBRE DE 1994 Y DESIGNÓ COMO SECRETARIO DE HACIENDA A JAIME SERRA PUCHE.

El 29 de diciembre el Presidente Zedillo reemplazó a Serra en la Secretaría de Hacienda y nombró a Guillermo Ortiz Martínez como nuevo Secretario. Ortiz, además de un conocimiento de primera mano en la situación de las finanzas públicas, tenía experiencia directa en el FMI. También hubo un relevo en la Dirección General de Crédito Público, ya que Davis, por su experiencia financiera fue nombrado titular de la Tesorería

[51] Entrevistas a Guillermo Ortiz y José Julián Sidaoui.

[52] En el Informe Anual Banco de México, 1994, pp. 41-42, se explica que el régimen de flotación "[s]e sostuvo hasta el 19 de diciembre de 1994. El día 20 del mismo mes se elevó el techo de la banda 15.3 por ciento, conservándose el ritmo de desliz hasta entonces vigente. Esta fórmula no resultó sostenible, por lo que el esquema de banda se abandonó, pasándose a un régimen de flotación a partir del 22 de diciembre de ese año. Considerando 1994 en su conjunto, el peso mexicano se depreció en 71 por ciento con respecto al dólar".

[53] Para detalles de esos eventos y de los acontecimientos posteriores, véase Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011; una perspectiva de las contrapartes internacionales se encuentra en la historia reciente del Fondo Monetario Internacional escrita por James M. Boughton, véase Boughton, 2012, cap. 10 y en la autobiografía de Robert Rubin, Rubin y Weisberg, 2004. *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*.

[54] Véase Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011b; Boughton, 2012.

[55] Boughton, 2012; entrevista a Jonathan Davis.

LA CRISIS FINANCIERA DE DICIEMBRE DE 1994

"México enfrentaba una crisis de confianza a raíz de la devaluación, que requería de un programa económico fuerte y de un apoyo sin precedentes de la comunidad financiera internacional."

MARTÍN WERNER WAINFELD

El 29 de diciembre de 1994 el Dr. Guillermo Ortiz, quien había sido el Subsecretario de Hacienda en el sexenio anterior, fue nombrado Secretario de Hacienda ante la renuncia del Dr. Jaime Serra.

Un grupo reducido de colaboradores que acompañamos al Dr. Ortiz a la Secretaría de Comunicaciones y Transportes por menos de un mes, regresamos con él a la Secretaría. Si bien durante 1994 el Dr. Ortiz había insistido en flexibilizar la política cambiaria y preparado varios documentos sobre el tema, algunos con el apoyo de asesores internacionales, en ningún análisis se había contemplado la posibilidad de que una devaluación mal operada, como la de diciembre de 1994, pudiera detonar un problema de refinanciamiento para el gobierno mexicano.

En los primeros análisis realizados esos últimos días del año, creíamos que un programa de ajuste con apoyo de la comunidad financiera internacional podía estabilizar rápidamente las principales variables macroeconómicas.

Sin embargo, en la primera semana de enero de 1995, nos quedó claro que el refinanciamiento de los Tesobonos era el tema central que preocupaba a los mercados financieros y, si no se presentaba un programa creíble de refinanciamiento, ningún programa de ajuste iba a funcionar. El primer viaje del Secretario a Nueva York, a principios de enero, fue clave para entender este tema y comenzar a delinear los principales elementos del nuevo programa de ajuste.

El viaje a Nueva York para presentar el programa económico estaba programado para el 5 de enero de 1995 y el programa contemplaba un crecimiento económico positivo para el año, un déficit moderado en cuenta corriente financiado con inversión extranjera directa y un agresivo programa de privatizaciones.

Los mercados financieros estaban muy nerviosos después de la devaluación de diciembre y muchos inversionistas tenían posiciones significativas en activos mexicanos. En consecuencia, las expectativas para la visita eran altas. La agenda contemplaba una reunión con inversionistas, reuniones con los fondos más importantes, agencias calificadoras y una cena con los CEOs de los principales bancos. Los acompañantes del Secretario en la presentación a los inversionistas fueron Carlos Slim y Claudio X. González por parte del sector privado y Francisco Gil Díaz como subgobernador del Banco de México.

La reunión con inversionistas se desarrolló en el Hotel Pierre y tuvo una asistencia abrumadora. El programa económico fue bien recibido y el peso se apreció ese día. A la mañana siguiente, viernes 6 de enero, teníamos programado nuestro regreso a la ciudad de México.

A primera hora nos comunicamos con los operadores cambiarios del Banco de México, quienes nos informaron que el peso estaba nuevamente presionando y la causa era la demanda de dólares de un banco mexicano que no pudo renovar vencimientos de deuda de corto plazo en los mercados internacionales.

Este movimiento de mercado, junto con las preguntas que habíamos recibido el día anterior de los principales inversionistas y banqueros sobre el refinanciamiento de los Tesobonos, hacían evidente que sin un paquete de apoyo financiero de la comunidad financiera internacional ningún programa económico iba a funcionar. En consecuencia, ese mismo viernes, encontrándonos ya en el taxi rumbo al aeropuerto para regresar a México, el Secretario decidió que la aeronave de la Fuerza Área Mexicana nos llevara a Washington para reunirnos con el Fondo Monetario Internacional y el Tesoro de Estados Unidos.

En el FMI el equipo se dividió: el Dr. Ortiz tuvo una comida con el Director Gerente, Michele Camdessus; y Carlos Noriega, asesor del Secretario y un servidor, tuvimos una reunión de trabajo con el *staff* del Fondo encabezado por Claudio Loser, quien era el jefe del departamento que se encargaba de las operaciones en América Latina. La reunión del Secretario con Camdessus fue clave; el director del Fondo, quien tenía gran experiencia en puestos de primer nivel en el mundo financiero, entendía la importancia de un posible *default* de México y estaba dispuesto desde el primer día a comprometer un monto de recursos significativos para apoyar a México.

Por la tarde fuimos a las oficinas del Tesoro donde acababa de renunciar Lloyd Bentsen y todavía no se había confirmado en el Senado el nombramiento de Robert Rubin. Así que nos recibió Frank Newman como encargado del despacho, y Lawrence Summers quien era el Subsecretario encargado de los temas

"A primera hora nos comunicamos con los operadores cambiarios del Banco de México, quienes nos informaron que el peso estaba nuevamente presionando…"

internacionales. Conforme les explicamos la magnitud de los requerimientos de financiamiento que el sector público mexicano y la banca enfrentaban en los próximos meses, nos quedó claro que los americanos habían subestimado el tamaño del problema. Tal fue su preocupación por la dimensión de la problemática, que nos pidieron que nos quedáramos un par de horas más para poder invitar a Alan Greenspan, presidente de la Reserva Federal, a que escuchara nuestra explicación de los retos que enfrentábamos. Al terminar de oír al Secretario Ortiz, Greenspan le preguntó: "En un mundo ideal, ¿qué pararía esta crisis?" Y el Secretario le respondió: "The full faith and credit of the US Government", a lo que Greenspan reaccionó así: "Well Guillermo, you have our full faith".

Tanto Greenspan como Summers entendieron que México enfrentaba una crisis de confianza a raíz de la devaluación, que se requería de un programa económico fuerte y de un apoyo sin precedentes de la comunidad financiera internacional. Ya era tarde ese viernes y se empezaba a entender el tamaño del paquete de apoyo financiero que se iba a requerir. Aunque después tomó casi mes y medio armar el paquete financiero, en ese primer viaje se sentaron las bases del apoyo que se necesitaba para evitar un *default* del gobierno mexicano ante los importantes vencimientos de deuda de corto plazo que se enfrentaban en los primeros cuatro meses de 1995.

de la Federación, y lo relevaba Martín Werner Wainfeld, un economista del ITAM con doctorado en la Universidad de Yale, quien había desarrollado su carrera en Hacienda, particularmente en el área de deuda pública.

Ese mismo día 29, en el Departamento del Tesoro, dado que Rubin aún no era ratificado como Secretario (lo fue hasta el 10 de enero), el Subsecretario del Tesoro, Lawrence Summers declaró públicamente la posibilidad de apoyo a México.

De acuerdo con las memorias de Robert Rubin (2003), tanto las autoridades norteamericanas como las mexicanas y el FMI, sentían pánico de lo que pasaba en México. En primer lugar, había un riesgo de contagio a los mercados emergentes, así como al resto de la industria financiera internacional. Pero algo esencial era que México representaba un modelo internacional de reforma económica, por lo que no poder enfrentar con éxito una crisis mayor en México hubiera sido un evento catastrófico para la economía mundial.[56]

El 5 de enero de 1995, Guillermo Ortiz viajó a Nueva York para entrevistarse con bancos acreedores, agencias calificadoras y en general, representantes de la industria financiera en uno de los salones del hotel Pierre de esa ciudad. Al Secretario de Hacienda lo acompañaban Martín Werner y Carlos Noriega.

Después de esa reunión en Nueva York, se apreció una percepción más optimista de la situación mexicana.[57] A la mañana siguiente, camino al aeropuerto para tomar el vuelo de regreso a México, Ortiz fue informado que el peso continuaba bajo un ataque especulativo.[58] El avión de la Fuerza Aérea Mexicana fue dirigido entonces hacia Washington, D. C., donde el 6 de enero, Ortiz y su equipo se entrevistaron con Michel Camdessus y otros funcionarios para solicitar el apoyo del FMI.[59] Se iniciaron las negociaciones y una misión del FMI encabezada por Claudio Loser, Director del Departamento del Hemisferio Occidental, viajó a México con ese fin.

La misión del FMI estructuró un programa de apoyo con base en el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE) anunciado por las autoridades del país el 3 de enero. Si bien muchos supuestos del AUSEE ya no resultaban viables, era lo mejor que se tenía y lo más práctico era reconocerlos y "darles el beneficio de la duda". La misión regresó a Washington después de unos días, y ante la gravedad de la situación preparó su reporte rápidamente y lo sometió a consideración del Directorio Ejecutivo en un tiempo récord. Así, el 26 de enero el FMI aprobó un paquete por 7.8 mdd, monto sin precedente para esa época.

Mientras se llevaban a cabo las negociaciones en el exterior, en México se tomaban medidas para enfrentar la situación. Por ejemplo, el 6 de enero de 1995, el Banco de México abrió una ventanilla de liquidez en dólares para que los bancos comerciales hicieran frente a sus obligaciones en dólares.[60]

[56] Rubin y Weisberg, 2004.

[57] No obstante, George Soros en una entrevista con miembros de la misión mexicana les expresó que tenían probabilidades de éxito de 50/50. Mucha gente pensaba que el gobierno de México no podría salir del problema. Entrevista a Martín Werner.

[58] En esa reunión, Rob Citron de Fidelity expresó a Guillermo Ortiz que el AUSEE no funcionaría ya que no enfrentaba problema de los Tesobonos; en consecuencia, los mercados no sostuvieron una percepción optimista y se continuó debilitando el peso. Entrevista a Jonathan Heath.

[59] Entrevistas a Guillermo Ortiz, José Julián Sidaoui y Martín Werner.

[60] Véase Murillo, 2005, "La banca después de la privatización. Auge, crisis y reordenamiento".

EL PRESIDENTE ERNESTO ZEDILLO INICIÓ SU MANDATO ENFRENTANDO UNA DE LAS CRISIS FINANCIERAS MÁS SEVERAS EN LA HISTORIA MODERNA DE MÉXICO.

Pero la situación continuó agravándose. Para el primer trimestre había vencimientos de Tesobonos por 10 mil mdd y el Banco de México sólo tenía reservas por 6 mil mdd. Ante la insuficiencia del apoyo del FMI era necesaria una acción multilateral. Así que Ortiz habló con Summers para manifestarle que el apoyo que había sugerido por parte del gobierno norteamericano era urgente en la forma de darle a México garantías por un monto importante. El 10 de enero Clinton planteó con Summers y el recién ratificado Rubin la posibilidad de solicitarle al Congreso el otorgamiento de garantías para México de entre 20 y 25 mdd. Alan Greenspan consideraba que la intervención de ayuda internacional para México debía ser "masiva y rápida".[61]

Pero varios congresistas norteamericanos estaban dispuestos a no aprobar el paquete a toda costa. Ello aunado al hecho de que en caso de que se aprobara, el Congreso norteamericano impondría a México condicionamientos que eran prácticamente imposibles de satisfacer.[62]

Ante la creciente oposición de los congresistas, el 31 de enero Camdessus anunció el aumento del apoyo del FMI a 17.8 mil mdd (a través del BIS pero en caso de un faltante, éste sería dado por el FMI). Pero Camdessus no consultó a los principales países europeos, quienes en un acto de protesta se abstuvieron de votar en la sesión del 1 de febrero donde se aprobó la extensión del paquete a 17.8 mil mdd.[63] El sábado 4 de febrero en la reunión del G7 en Toronto, los ministros de finanzas y gobernadores de bancos centrales anunciaban su endoso al paquete, a pesar de la reticencia de los europeos. Pero a pesar de ello, era esencial el apoyo norteamericano.

Así, el 10 de febrero un equipo técnico integrado por funcionarios de Hacienda y del Banco de México encabezados por el Subsecretario Sidaoui inició las negociaciones en Washington. Pero lo delicado de la negociación en un ambiente hostil por parte de la banca y el Congreso norteamericano fue evidente. Sidaoui regresó a México a los pocos días dejando al equipo técnico en la capital estadounidense. El 16 de febrero el Secretario Ortiz viajó a Washington para encabezar directamente la negociación. Al reunir al equipo esa noche en el Hotel Watergate el Secretario fue muy enfático: "La instrucción del Presidente Zedillo es no regresar hasta que tengamos firmado el Acuerdo".[64] Continuaría así durante los siguientes días una negociación delicada, tensa e intensa. En varios momentos, el paquete estuvo a punto de no concretarse. El equipo negociador que encabezó Ortiz lo formaron por parte de la Secretaría Martín Werner y Tomás Ruiz González (entonces Procurador Fiscal), y por parte del Banco de México el gobernador Mancera, el subgobernador Gil Díaz, Agustín Carstens, Director General de Investigación Económica, Javier Arrigunaga, Director General Jurídico, y Federico Rubli, Gerente de Análisis Macrofinanciero.[65] La contraparte negociadora de las autoridades norteamericanas la encabezó Summers, acompañado de Jeffrey Schafer, Subsecretario para Asuntos Internacionales, David Lipton, Subsecretario Asistente y Daniel Zelikow, Jefe de División, todos ellos del Tesoro, y por parte del Sistema de la Reserva Federal Ted Truman, encargado del área

[61] Boughton, 2012.

[62] Entrevistas a José Ángel Gurría, Guillermo Ortiz y Martín Werner.

[63] Posteriormente, a Camdessus el proceso le acarreó hostilidades por parte de varias autoridades financieras europeas; véase Boughton, 2012.

[64] Entrevistas a Guillermo Ortiz y Federico Rubli.

[65] Entrevistas a Federico Rubli y Martín Werner.

IZQUIERDA: EL PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL DE ESTADOS UNIDOS, ALAN GREENSPAN, TAMBIÉN APOYÓ EL PAQUETE FINANCIERO. CENTRO: LARRY SUMMERS, CABEZA NEGOCIADORA CON EL PRESIDENTE CLINTON, GRAN IMPULSOR DEL RESCATE FINANCIERO PARA MÉXICO.

internacional y el consejero jurídico de la Reserva Federal de Nueva York Ernest Patrikis.[66]

Ante el *impasse* en la negociación porque el Congreso rechazaba el otorgamiento de la ayuda para México, el presidente William Clinton instruyó a Robert Rubin y a su gabinete económico para usar un mecanismo que el Presidente podía utilizar mediante una "Orden Ejecutiva" sin requerir la aprobación parlamentaria. Con ese mecanismo, el Tesoro le prestaría directamente al gobierno de México con recursos provenientes del Exchange Stabilization Fund (el cual sólo había sido usado con México en 1936 y 1982), que es un fondo especial para utilizarse con fines de intervenciones cambiarias y otras emergencias.[67] Así, para lograr ese apoyo directo, fue decisivo el papel de Clinton, Rubin y Greenspan. De igual manera, como ya se apuntó, el apoyo del Director Gerente del FMI, Camdessus, fue crucial para la disponibilidad de los recursos del FMI.

Finalmente se llegó a un acuerdo después de solucionar el último escollo, la "garantía petrolera", mediante la cual el gobierno de Estados Unidos, ante un posible impago de México cobraría directamente los adeudos de las cuentas en la banca norteamericana donde se depositaban los ingresos por la exportación de crudo. El paquete final fue firmado por Ortiz, Rubin y Mancera el

[66] *Ibid.*

[67] Véanse Boughton, 2012; Rubin y Weisberg, 2004; Bordo y Schwartz, 2001.

DERECHA: "LA INSTRUCCIÓN DEL PRESIDENTE ZEDILLO ES NO REGRESAR HASTA QUE TENGAMOS FIRMADO EL ACUERDO", COMENTÓ GUILLERMO ORTIZ A SU EQUIPO AL ENCABEZAR DIRECTAMENTE LAS NEGOCIACIONES.

21 de febrero en la majestuosa sala *Cash Room* del edificio del Departamento del Tesoro.[68] El paquete final global fue de 50 mil mdd integrado de la siguiente manera: de 20 mil mdd, fue proporcionada por el Tesoro de Estados Unidos a través del Exchange Stabilization Fund, el FMI proporcionó el equivalente a 7.8 mil mdd en una combinación de divisas; bajo un acuerdo *stand-by*, y se preveía que ese monto aumentaría en 10 mil mdd a fines de junio. El Banco de Canadá activó una línea equivalente a 1.2 mil mdd. El Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo contribuyeron con 1 mil mdd. El Banco de Pagos Internacionales de Basilea comprometió 10 mil mdd, pero esos fondos no entraron realmente en la ayuda.[69] Era el paquete de apoyo más grande que jamás se hubiera otorgado a algún país.

Las condiciones del paquete fueron duras. La idea detrás de ello, desde la perspectiva del FMI y el gobierno de Estados Unidos, era que México estuviera incentivado a cubrir sus obligaciones y salir del paquete lo más rápido posible.[70]

En su autobiografía, Robert Rubin se refiere al estallido de la crisis mexicana como un evento de muy baja probabilidad (a "very low-probability

[68] Entrevista a Fedrico Rubli.

[69] Boughton, 2012, pp. 478-480.

[70] Para las condiciones véase el documento de la General Accounting Office, 1996, *Mexico's financial crisis: origins, awareness, assistance and initial efforts to recover*. Un resumen de éstas y de los aspectos técnicos aparece en Negrete Cárdenas, 1999, cap. 6.

EL PAQUETE FINAL FUE

FIRMADO POR ORTIZ, RUBIN Y MANCERA EL 21 DE FEBRERO EN LA MAJESTUOSA SALA CASH ROOM DEL EDIFICIO DEL DEPARTAMENTO DEL TESORO.

EL RESCATE FINANCIERO SIN PRECEDENTES FUE FIRMADO EL 21 DE FEBRERO DE 1995 EN WASHINGTON; SE APRECIA A LOS SECRETARIOS RUBIN Y ORTIZ SIGNANDO EL ACUERDO.

event"): "La posibilidad de una crisis por contagio, emanada de algún país en desarrollo, era pequeña. Pero los mercados de capitales modernos, con todas sus interrelaciones, su velocidad y su escala, combinados con la inherente naturaleza humana a aventurarse al exceso, crean tendencias aparentemente inevitables hacia la desestabilización, tendencias que son difíciles de anticipar y prevenir".[71]

El paquete de apoyo de Estados Unidos efectivamente fue la llave que abrió la puerta de los recursos del FMI, sin embargo, en las siguientes semanas el panorama siguió deteriorándose, pues no había ya credibilidad en el programa económico bajo las nuevas circunstancias. Así, el 9 de marzo se anunció un programa económico más realista denominado el Programa de Acción para Reforzar el AUSEE (PARAUSEE), y ese mismo día se efectuaron los primeros desembolsos de Estados Unidos (por 3 mmd) y del FMI.

Esa respuesta interna del gobierno a la crisis con el PARAUSEE consistió en una serie de medidas contractivas, como la reducción del gasto y la elevación de las tasas de interés, para aliviar el problema de la balanza de pagos.[72] Algunas de esas medidas fueron "draconianas".[73] Ese año, los efectos sobre la economía fueron graves, el PIB cayó 6.2% en 1995, y la inflación pasó de 7.1% en 1994, a 52% a fines de 1995.

[71] Rubin y Weisberg, 2003, p. 38.

[72] El incremento de las tasas de interés y la contracción económica tendrían severas consecuencias sobre los balances de la banca mexicana, los cuales ya experimentaban un proceso de deterioro. Con ello se desataría la crisis bancaria. Existen múltiples estudios sobre este tema y la forma en la que fue resuelto el rescate bancario. Véanse por ejemplo, Haber, 2005, "Mexico's Experiments with Bank Privatization and Liberalisation, 1991-2003"; Espinosa Rugarcía y Cárdenas Sánchez, 2011b; Del Ángel, Bazdresch y Suárez, 2005; Secretaría de Hacienda, 1998, *Fobaproa. La verdadera historia.*

[73] Entrevista a Guillermo Ortiz.

Empero, el gobierno había logrado resolver una crisis en tiempo récord. Esa respuesta rápida resultó importante, en primer lugar, para frenar los efectos de postergar el problema, los cuales podían ser devastadores. Ello sobresale en la experiencia histórica de otras crisis financieras, así como a la luz de la crisis mundial que estalló en 2008. En segundo lugar, porque la crisis bancaria se fue haciendo más grave; aunque el escenario de la banca no estaba totalmente previsto, fue atinado haber podido resolver la crisis cambiaria de deuda con anticipación.

El gobierno mexicano regresó al mercado de capitales ese mismo año. De hecho, tal como se esperaba, se logró pagar la deuda derivada del paquete de ayuda, antes del plazo pactado.

El regreso fue gradual y se dio desde mediados de abril. En mayo de 1995 se emitió con Citigroup un primer bono para refinanciar el paquete de ayuda. Ya con el acceso regularizado, entre julio y diciembre de 1995 se hicieron cuatro emisiones por 6 422 mdd. A pesar de que los indicadores de desempeño económico del país mostraban ya los efectos de la crisis, lo cual generó desconfianza en el mercado, se recurrió a utilizar mayor innovación financiera en los productos para que éstos fueran atractivos para los inversionistas. Asimismo, estos últimos identificaron en México una voluntad por cumplir con sus obligaciones financieras. Por lo tanto, la recuperación del acceso a los mercados internacionales, si bien fue paulatina, se dio con pasos seguros.[74] El resultado se hizo notar cuando en mayo de 1996 se colocó el primer bono a 30 años de mercados emergentes.[75]

Dado que había liquidez en los mercados internacionales, se hicieron colocaciones en yenes y en marcos alemanes. Posteriormente a fines de 1996 se hizo una operación en liras italianas. Si bien las colocaciones fueron importantes por su monto, era más relevante aún lograr optimizar las condiciones. Pero para ello era importante ir conociendo el mercado y no "forzarlo"; esto implica identificar qué necesidades de instrumentos (principalmente plazos) y cuánta liquidez tienen los distintos mercados en cada momento del año. Esto es fundamental para poder colocar instrumentos de forma exitosa.[76] Este aprendizaje del mercado permitió ir haciendo colocaciones en mejores condiciones.

El 11 de octubre de 1995, el presidente Zedillo, en una visita de Estado a Washington, consignó un pago de 700 mdd como un símbolo de recuperación de la economía mexicana. El apoyo del Tesoro norteamericano del paquete fue liquidado con un prepago en enero de 1997, cerrando un capítulo de la historia financiera de México.

A pesar de que el costo de la deuda había subido significativamente ante la crisis, éste se comenzó a reducir nuevamente. Para 1997, el costo de la deuda interna como porcentaje del PIB regresó a los niveles previos a la crisis. El costo de la deuda externa, como porcentaje del PIB, no llegó a niveles tan bajos como los de los años de euforia de los mercados por México, pero se había reducido significativamente.

A partir de entonces era necesario rediseñar la política de crédito público. En primer lugar, era indispensable poder finiquitar el compromiso adquirido con el paquete de ayuda lo antes posible.

[74] Entrevistas a José Julián Sidaoui, Martín Werner y Rodrigo Ocejo.

[75] Entrevista a Rodrigo Ocejo. El desarrollar un conocimiento para entender las condiciones del mercado fue esencial para ir mejorando las condiciones de las emisiones.

[76] Entrevista a Rodrigo Ocejo.

SENTANDO LAS BASES PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO INTERNO DE DEUDA PÚBLICA A LARGO PLAZO

CARLOS GARCÍA MORENO ELIZONDO

Tuve el privilegio de fungir como Director General de Crédito Público a partir de julio de 1997. El país había dejado atrás lo más severo de la crisis de 1994-1995 y recuperaba la senda del crecimiento al tiempo que la inflación retomaba su tendencia a la baja. Estaban por resolverse definitivamente algunos de los problemas gestados en la crisis –los carreteros, por ejemplo– pero otros más parecían tomar una dimensión aún mayor, como era el caso de los problemas de cartera vencida que aquejaban al sector bancario y cuya solución en efecto habría de requerir mayor tiempo y recursos.

Al mismo tiempo, estaban en gestación –gracias a las reformas introducidas por el Presidente Zedillo en materia de seguridad social– las administradoras de fondos de retiro (Afores) que tanta importancia habrían de tener en los años siguientes. Ello, en la medida en que tales entidades constituirían una nueva fuente institucional de ahorro financiero susceptible de ser canalizado al financiamiento de la deuda pública.

Luego de la crisis que había cerrado por completo el acceso al financiamiento externo "de mercado", el Gobierno Federal se había volcado hacia el financiamiento interno utilizando esencialmente los instrumentos que tenía a la mano: los Cetes, los Udibonos y, en alguna medida, los Bondes. Para 1997 se recuperaba gradualmente el acceso a los mercados externos.

No me dejaba de sorprender cuan absurda había sido la crisis. No habían transcurrido cinco años desde la reestructura "definitiva" de la deuda externa que había culminado con la emisión de los Bonos Brady, en marzo de 1990, cuando enfrentábamos de nuevo, a finales de 1994, una nueva crisis de deuda, aun cuando desde ninguna óptica podía considerarse que el país había incurrido desde entonces en un endeudamiento excesivo. Claramente

no era el caso del sector público, pero tampoco de las diferentes entidades que conformaban al sector privado. Un problema de liquidez había desatado una crisis más profunda que desembocó en la desestabilización de la economía –con repuntes violentos en las tasas de interés y mayores tasas de inflación– y que habría de tener un impacto profundo en la capacidad de repago de las deudas bancarias del sector privado.

Tres acciones importantes marcaron el inicio de mi gestión en Crédito Público. En relación con el mercado externo, el establecimiento de una línea de liquidez por 2.3 miles de mdd otorgada por un sindicato de bancos internacionales al Gobierno Federal. Dicha línea ofrecería apoyo en situaciones imprevistas de choques externos, como serían los provenientes de una caída pronunciada en el precio del petróleo, de un aumento brusco en las tasas de interés prevalecientes en los mercados internacionales, o de una situación de pérdida de acceso a los mercados internacionales por razones no atribuibles a nuestro país. Aunque se había constituido como una línea precautoria con la idea de que no sería necesaria su utilización, tal línea debió desembolsarse menos de un año después de haber sido contratada ante la conjunción de los tres eventos antes mencionados: el desplome de precios del petróleo en enero de 1998, el cierre de los mercados internacionales de deuda ante el *default* de Rusia en el pago de su deuda interna en agosto de ese año, y la elevación abrupta de las tasas internacionales de interés.

En lo referente al mercado de deuda interna, se debían definir los instrumentos de deuda que habría de emitir el Gobierno Federal para que las nuevas Afores pudieran cumplir con las restricciones establecidas en su régimen de inversión, a saber: que el 65% del monto invertido se encontrara en instrumentos que revisaran su tasa cuando menos una vez cada seis meses; y que cuando menos el 51% de las inversiones estuviera protegida de la inflación. Se abogaba por el establecimiento de instrumentos de corto plazo indizados a la inflación, una suerte de "UdiCetes". Sin embargo, era nuestra impresión que debía evitarse a toda costa la utilización de esquemas indizados, siendo que éstos impiden el ajuste de precios relativos y a menudo contribuyen a exacerbar los desequilibrios reales y monetarios. Fue así que se propuso el establecimiento de nuevos Bonos de Desarrollo (Bondes) que habrían de tener un plazo de cinco años y que revisarían su rendimiento cada 180 días con base en los Cetes de ese plazo, y que habrían de contar con una *opción* que los protegería de la inflación. Por virtud de la opción, se aseguraba que el rendimiento *real* en un periodo de pago de intereses se mantendría en el ámbito no-negativo: en el peor escenario, el rendimiento real sería igual a cero. Se retenía un aspecto de indización, pero sólo por excepción. Esos Bondes, y el interés que en ellos tuvieron las Afores, permitieron ampliar significativamente el plazo promedio de la deuda pública interna, lo que sentó las bases para el desarrollo del mercado de bonos a tasas fija nominal.

La tercera acción que se debería definir en los primeros meses de mi gestión fue el de los instrumentos de deuda que habrían de emitirse para liquidar a los concesionarios carreteros por el rescate de la concesión efectuado por el Gobierno Federal. Se decidió la emisión de los llamados *bonos carreteros*, formalmente conocidos como pagarés de indemnización carretera (PICS) a plazos de 5, 10 y 15 años, denominados en Udis y con una tasa real de alrededor de 6%. Esta tasa fue desdeñada en un principio por el mercado pero en poco tiempo –ante la reducción de la inflación y el control férreo de las finanzas públicas– habría de pasar a ser sumamente atractiva para los inversionistas, particularmente las Afores y los compañías de seguros.

Si bien la recuperación del acceso al crédito externo fue central culminando a principios del año 2000 con el grado de inversión conferido por Moody´s al Gobierno Federal (UMS) –la primera vez que México había pasado a tener una calificación crediticia "no especulativa"– el esfuerzo por desarrollar el mercado interno de bonos nominales del gobierno –eventualmente conocidos como MBonos– fue en muchos sentidos nuestra más importante misión. Nos alentaba la convicción de que el desarrollo de una curva de rendimientos de bonos nominales del Gobierno Federal no sólo le permitiría ampliar sustancialmente la vida media de su deuda y atraer a más inversionistas nacionales y extranjeros, sino que conllevaría una reducción importante de los riesgos sistémicos que enfrentábamos. Por una parte, el Gobierno Federal podría reducir su exposición a cambios en las tasas de interés –siendo los bonos a tasa fija, el gobierno quedaba protegido de cambios en las tasas de interés del mercado, lo que no sucedía con los instrumentos de corta duración como los Cetes y los Bondes. Por otra parte, la disponibilidad de instrumentos líquidos del Gobierno Federal a tasa fija y diversos plazos constituía el elemento indispensable para el desarrollo del mercado de derivados de tasas de interés y de tipo de cambio, instrumentos que facilitarían el acotamiento de riesgos financieros al sector privado, que a menudo había sido seriamente afectado por movimientos cambiarios entre otros. Al inicio del año 2000, luego de un intenso esfuerzo por abrir los espacios para la colocación de este tipo de instrumentos, logramos colocar el primer bono a tasa fija a tres años, y un par de meses después –a poco más de un mes de las elecciones– se llevó a cabo la colocación del primer bono a tasa fija a plazo de cinco años. Hasta ese entonces, el instrumento a tasa fija nominal de mayor plazo había sido el Cete a un año.

Estábamos convencidos de que el esquema de indización al Índice de Precios –los Udis– debía utilizarse esencialmente como un apoyo para lograr la colocación de bonos de muy largo plazo. Fue así que en este periodo comenzamos, por primera vez, con la emisión de bonos denominados en Udis a plazos de hasta 30 años, emitidos por el Gobierno Federal con Banobras actuando como agente financiero.

Reducir la exposición del Gobierno Federal a choques provenientes del exterior requería que se desarrollara el mercado interno de deuda pública y en ello concentramos buena parte de nuestros esfuerzos. Por cuanto al financiamiento externo, se continuó con las operaciones de mercados en el exterior aunque ello se dio de manera un tanto accidentada por la volatilidad en los mercados internacionales ante los problemas que se suscitaron en el tiempo con diversos países –Corea, Tailandia, Malasia, Rusia, Brasil y Argentina– así como algunos acontecimientos como fueron la crisis de los *dot.com* y los aumentos vertiginosos de tasas de interés llevados a cabo por la Reserva Federal de Estados Unidos en el año 2000.

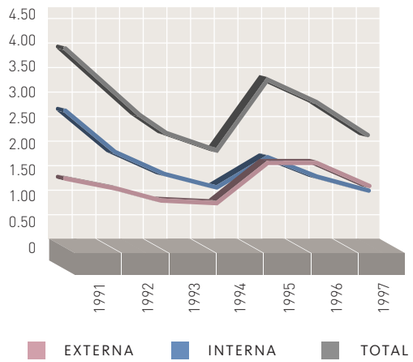
Más allá de continuar con estas operaciones externas de mercado, fue muy importante apuntalar el financiamiento del gobierno proveniente de entidades multinacionales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo dirigidos por James Wolfensohn y por Enrique Iglesias, así como de diversas entidades oficiales. Entre estas últimas destacó el Eximbank de Japón, encabezado en ese entonces por el Sr. Hiroshi Yasuda, que mantuvo la atención en México y le brindó su apoyo decidido. Decía el Sr. Yasuda que el tropiezo que tuvo México en 1994-1995 era propio del que podría sufrir una persona plena de salud que había tropezado al estar corriendo: luego del tropezón no tendría problema para levantarse y continuar su marcha. Era una situación diametralmente diferente, decía el Sr. Yasuda, de lo que habría sucedido si quien tropezaba se encontraba enfermo y débil, puesto que tal persona no habría podido levantarse fácilmente, si acaso.

EMISIONES EN EL REGRESO A LOS MERCADOS, JUNIO DE 1995 A DICIEMBRE DE 1996

FECHA	MONTO	MONTO USD (MILLONES)	PLAZO (AÑOS)	RENDIMIENTO EN USD (PUNTOS BASE)	RENDIMIENTO AL VENCIMIENTO
jul. 20, 95	US$ 1,000,000,000	1,000	2	557	n.d.
ago. 17, 95	¥ 100,000,000,000	1,090	3	400	n.d.
nov. 02, 95	MA 1,000,000,000	700	5	407	n.d.
dic. 12, 95	¥ 43,000,000,000	294	1.25	261	n.d.
ene. 29, 96	MA 1,500,000,000	1,022	7	491	10.165%
feb. 06, 96	US$ 1,000,000,000	1,000	5	445	9.750%
mar. 28, 96	¥ .40,000,000,000	375	6	390	9.190%
may. 07, 96	US$ 1,750,000,000	1,750	30	552	12.400%
jun. 06, 96	n.d.	3500	10	410	10.773%
jul. 01, 05	n.d.	1500	10	410	10.773%
ago. 05, 96	US$ 6,000,000,000	10,268	5	200	7.574%
sep. 10, 96	MA 1,500,000,000	980	8	304	9.515%
sep. 24, 96	US$ 1,000,000,000	1,000	20	445	11.510%
sep. 30, 96	¥ 70,000,000,000	640	6	326	10.034%
oct. 22, 96	MA 500,000,000	325	8	334	9.764%
nov. 22, 96	ITL 500,000,000,000	327	5	249	8.580%
dic. 19, 96	US$ 500,000,000	500	7	330	9.579%

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

5.10 RELACIÓN COSTO DE LA DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL A PIB



La segunda era cambiar la estructura de plazos de la deuda, procurando alargar el horizonte. Se buscaría entrar a una nueva etapa en el crédito público. Para ello había que romper con la dependencia del financiamiento externo y con los ciclos que llevaban al país a una situación del llamado *pecado original*.[77] El gobierno necesitaría modernizar nuevamente la estructura de crédito público y crear una estrategia de largo plazo de administración de sus pasivos.

[77] El término de *pecado original* fue acuñado por Barry Eichengreen y Ricardo Hausman; se refiere a la incapacidad de un gobierno de endeudarse en su propia moneda, y por lo tanto quedar sujeto a fluctuaciones del tipo de cambio, lo cual afecta su capacidad de pago y condiciones macroeconómicas. Véase Eichengreen and Hausman, 1999, *Exchange Rates and Financial Fragility*.

MI PASO POR LA DIRECCIÓN GENERAL DE CRÉDITO PÚBLICO

CARLOS MENDOZA VALENCIA

I. Del Candelero a la crisis de diciembre

En los años noventa, México gozaba de un gran prestigio en los mercados internacionales. El gobierno contaba con un gabinete financiero excepcional. En esos años, me tocó estar en medio de todo. Mantenía una buena relación con todos: Aspe, Ortiz, Gurría, Ruiz Sacristán, Espinosa Villarreal, Téllez, Carstens, García Tamés, Davis, Werner, Fernández, Robleda, Sidaoui, Serra, Mancera. Justo antes de mi llegada a Hacienda. Como Director General Adjunto en Nacional Financiera, estuve a cargo del manejo de mercados y de los financiamientos con activos financieros por más de 10 mil mdd. Era el eslabón *de facto* entre los agentes privados del mercado: Bolsa de Valores, casas de bolsa, bancos de inversión mexicanos y extranjeros, empresarios así como grandes inversionistas extranjeros, con los agentes del Gobierno Federal: Hacienda, Banco de México, Comisión Bancaria y de Valores, etcétera. Cuando un inversionista tenía alguna preocupación como el saldo de Tesobonos, por ejemplo, me lo externaba confiando en que yo haría algo al respecto con Banxico y con Hacienda. Si el gobierno quería vender algún activo importante, como acciones de Telmex, yo trabajaba en estrategias con bancos de inversión para hacer la venta sin impactar al mercado. Cuando los inversionistas requerían claridad sobre las políticas públicas, también acudían a mí para obtener información. Tal fue el caso de una conferencia telefónica de emergencia con Agustín Carstens que armé junto con mi amigo Jon Blum de Morgan Stanley que logró revertir una caída en la bolsa de más de 13% a media mañana, a una disminución de 5% al final de la conferencia. Lo que los inversionistas necesitaban era transparencia, confiaban en México. Jon Blum fue de gran

"Cuando los inversionistas requerían claridad sobre las políticas públicas, también acudían a mí para obtener información. Tal fue el caso de una conferencia telefónica de emergencia con Agustín Carstens que armé junto con mi amigo Jon Blum de Morgan Stanley…"

---

ayuda para sensibilizarnos sobre cómo se veía a México desde fuera.

La bolsa era como un termómetro del impacto de los acontecimientos. Incluso de la Presidencia se me consultaba sobre la reacción de los mercados a las noticias sobre las acciones del gobierno o de agentes externos y se instrumentaban estrategias para hacer frente a los episodios de volatilidad. En 1994 las reacciones y expectativas de inversionistas locales y extranjeros ante la insurrección en Chiapas y la muerte de Colosio alcanzaron a manejarse, después fue muy difícil. El equipo financiero que se reunió en la noche de la muerte de Colosio en marzo de 1994 y al cual se me invitó a participar, comprendía lo mejor del talento financiero que haya habido en México, resultando en un control de daños impecable ante los ojos del mundo. El diario *Wall Street Journal* dedicó un reportaje sobre este manejo.

La promoción de México era un proceso cotidiano, tuve en ese tiempo la oportunidad de tratar con personas como Arminio Fraga, quien manejaba las inversiones de George Soros y más adelante sería Director del Banco Central de Brasil y me daba su opinión sobre México, con Julian Robertson, dueño de la administradora de fondos Tiger, con Peter Baring, de la legendaria firma inglesa del mismo nombre, con Dick Fuld, célebre Director General y socio de Lehman Brothers, entre otros.

Era tal el apetito por México, que se colocaron con gran entusiasmo carreteras, bancos, empresas grandes y medianas en bolsas, Tesobonos, bonos de largo plazo. Cada colocación tuvo alguna secuela al llegar la crisis: las carreteras no tuvieron el tráfico previsto, los nuevos dueños de bancos recurrieron a estrategias audaces para recuperar su inversión, varias empresas no resistirían la crisis y el mercado de deuda desapareció con la crisis. Se conformó una "tormenta perfecta".

II. El Regreso, a reconstruir y reposicionarse

Mi llegada a Hacienda fue la respuesta a la necesidad de contar con un banquero de inversión y operador de mercados que conociera el entorno nacional e internacional. No habría margen de error. No obstante, la aprobación del Congreso no fue fácil, después de una sesión con la Comisión Permanente de Hacienda, más difícil que mi examen profesional de Actuaría y con sinodales más "rudos" que "técnicos", logré la aceptación del PRD; el PAN no la concedió, y trató de desacreditarme sólo porque me proponía el gobierno; mientras que el PRI me apoyó por disciplina al Presidente Zedillo. Pasé "de panzazo" como señaló algún periódico. Guillermo Ortiz me externó que era una lástima cómo se politizaban las cosas en lugar de juzgar un currículum, con lo cual no pude estar más de acuerdo, siendo yo apartidista.

Después de la *Crisis de Diciembre*, regresar a los mercados internacionales de deuda le tomó a México cinco meses, mientras que en los años ochenta tomó ocho años. Me tocó negociar en ambos casos las primeras emisiones de eurobonos. Se generaron propuestas consecutivas de los principales bancos de inversión del mundo con acceso, inclusive, a mercados en monedas europeas como el marco alemán y la lira italiana, así como en las de otras regiones como el yen japonés, el ringgit malayo, el rand sudafricano. Esta estrategia permitió que en dos años, de 1995 a 1997, el premio al riesgo país se redujera considerablemente.

Cuando hubo la necesidad de reestructurar los Tesobonos, las reservas internacionales no eran suficientes para respaldar los montos vigentes. Se designó a un equipo de tres funcionarios del gobierno: Jonathan Davis por Hacienda, José Quijano por Banxico y yo por Nafin para explorar con bancos de inversión de Nueva York, mecanismos alternativos de mercado para reestructurar el pasivo de Tesobonos. Convocamos a los principales bancos que representaban a los tenedores más importantes de Tesobonos. Curiosamente el principal tenedor era Lehman Brothers, que una década más tarde entraría en quiebra. Todo el mundo quería resolver el problema y se aplicó un gran ingenio para generar alternativas de reestructura y seguir con la inercia que México traía a principios de los años noventa, ya que la nueva administración del Presidente Zedillo había mostrado su compromiso de aplicar políticas de mercado para la administración de las finanzas públicas y el equipo financiero de Guillermo Ortiz inspiraba una gran confianza.

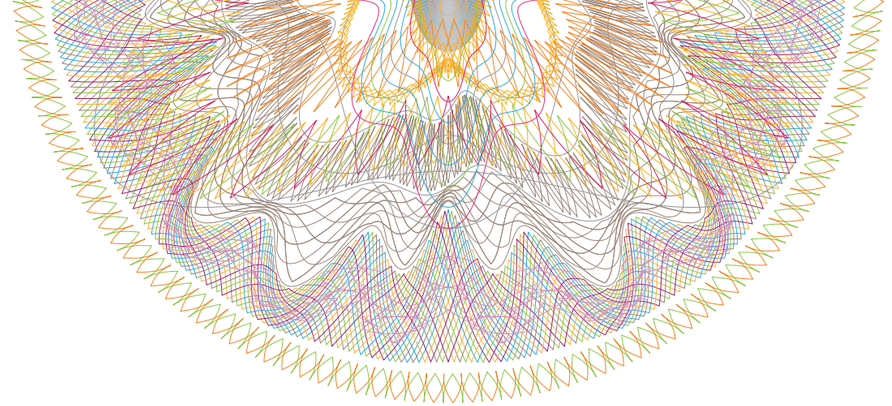
Para superar la crisis era fundamental cuidar las tasas, que eran un termómetro de tranquilidad o nerviosismo. Nafin, en consulta con Hacienda, tomaba ocasionalmente posturas contrarias a ciertos bancos para contrarrestar la especulación y prevenir fluctuaciones perjudiciales de las tasas. Para reconstruir el mercado de deuda se buscó extender la curva de tasas de riesgo gubernamental así como incrementar la deuda interna para reducir la dependencia de la externa.

Otra tarea importante también fue sustituir el "Bono Azteca", que vinculaba su retorno al ingreso petrolero. En la medida en que el riesgo país mejoró y la garantía de este instrumento comenzaba a ser redundante, era atractivo desarmar esta estructura para convertirla en un instrumento puro de riesgo soberano, lo cual se logró a mediados de 1997.

Finalmente, de las grandes tareas que recuerdo, me tocó estructurar el "rescate carretero" que por decreto presidencial se llevó a cabo con la coordinación de la Secretaría de Comunicaciones y Transportes. Se diseñó un esquema que, en lugar de subsidiar, lograra un mecanismo sustentable para el Gobierno Federal, adquiriendo un sistema carretero a un precio atractivo. La vida útil de las carreteras lo permitía, las constructoras perdieron su capital contable pero no sus ganancias financieras. Fui muy celoso de que se diera un trato equitativo para las diferentes desarrolladoras de carreteras y fue mi cálculo que el cupón que se pagara en los bonos de intercambio fuera de 5.625% de tasa real.

El mayor logro del Gobierno Federal ha sido la consistencia en el manejo de las finanzas públicas en los últimos quince años. Un logro que permite que el bienestar llegue cada vez más a más gente. El número de familias de clase media ha crecido más de 100% en ese periodo, con mejor acceso a crédito y con precios estables; es decir, con un mayor bienestar para más mexicanos.

El cambio estructural en la administración de pasivos del Gobierno Federal



EN ENERO DE 1997 SE REALIZÓ EL PREPAGO FINAL DEL ADEUDO CON EL TESORO NORTEAMERICANO CORRESPONDIENTE AL PAQUETE DE RESCATE DE LA CRISIS DE 1995. A SU VEZ, EN JULIO DE ESE MISMO AÑO EMPEZARON A OPERAR LAS ADMINISTRADORAS DE FONDOS PARA EL RETIRO (Afores).

El primero de estos acontecimientos empezaba a cerrar un capítulo de la historia financiera de México; el segundo era parte de un nuevo horizonte para el crédito público en el país. Hasta esos años, México había sido un ejemplo recurrente de los principales problemas que surgen ante crisis de deuda soberana, como el sobreendeudamiento (Krugman, 1988) y el llamado pecado original (Eichengreen y Hausmann, 1999). Después de la crisis de 1994 se empezó a reflexionar activamente sobre una nueva conceptualización de qué era lo deseable, lo necesario y lo posible para el crédito público en México. Ello se ha cristalizado en los últimos años.

Desde fines de los años noventa, la actividad de crédito público en México ha seguido una política explícita de diseño de estrategias de mediano y largo plazo para reducir el costo fiscal de la deuda gubernamental, ampliar los plazos y administrar los vencimientos, privilegiar el financiamiento gubernamental en el mercado local y para mantener un acceso pleno, pero ordenado, a los mercados internacionales.

Esto es particularmente importante en la actualidad, cuando los mercados financieros se desarrollan en un mundo incierto. De los años noventa a la fecha, se ha experimentado una serie consecutiva de crisis financieras, todas ellas de varios tipos y con causas propias. Pero de alguna forma u otra, conectadas y con los elementos comunes que han mostrado todas las crisis financieras a lo largo de la historia.

Dado que en el mundo la actividad de crédito soberano ha ido tendiendo hacia una estructura de mercado, para un gobierno es necesario contar con reglas que establezcan disciplina en sus acciones, así como mecanismos de transparencia y comunicación. Esto también requiere, de forma indispensable, de una infraestructura de administración de pasivos, lo cual en el caso de un gobierno, implica una larga historia de profesionalización de la actividad de crédito público.

Así, después haberse cerrado completamente el episodio de la crisis de 1995, ha habido un cambio estructural en la administración de la deuda del Gobierno Federal. La estrategia se fue construyendo y ha tenido los siguientes ejes: la reducción del costo fiscal del financiamiento del gobierno; el alargamiento del plazo promedio y la construcción de una curva de rendimiento con plazos mayores; diversificación de plazos y monedas; reforzamiento de la disponibilidad y el acceso a los mercados; financiamiento del gobierno primordialmente en el mercado interno, ya sea con

LA REFORMA PENSIONARIA DE 1997 CREÓ CUENTAS INDIVIDUALIZADAS DE AHORRO PARA EL RETIRO, ADMIMISTRADAS POR LAS AFORE Y SUPERVISADAS POR LA CONSAR; DICHA REFORMA ABRIÓ NUEVAS POSIBILIDADES PARA EL FINANCIAMIENTO PÚBLICO.

inversionistas institucionales del país o extranjeros, manteniendo, al mismo tiempo, el acceso al mercado externo y en otras divisas como complemento. Para ello ha sido importante llevar a cabo operaciones de compra, canje y sustitución de deuda congruentes con esa estrategia. También ha sido necesario mejorar la transparencia en la información, así como mantener comunicación sistemática con el mercado, producir información adaptada a los ciclos del mismo, y trabajar con reglas que conduzcan a mayor predictibilidad en las acciones y reputación del gobierno como emisor.

El fortalecimiento de la estructura de la deuda ha permitido reducir el costo financiero con una tendencia estable, lo cual ha contribuido a la fortaleza de las finanzas públicas en el mediano y largo plazo. Este manejo de pasivos del sector público es necesario para evitar que en el mediano plazo se presenten riesgos de insolvencia, como los que se observan actualmente en algunos países europeos.[1]

La política de crédito público en México no escapa a las disyuntivas que se enfrentan en el manejo de deuda en otras partes del mundo. El objetivo de evitar la acumulación de vencimientos debe ser evaluado contra el de establecer volúmenes de emisión sustanciales que permitan a los valores gubernamentales contar con la liquidez adecuada. La decisión de ampliar la base de inversionistas en el mercado local atrayendo inversionistas foráneos para reducir los costos de financiamiento, debe ser analizada contra la volatilidad asociada a dichos capitales. La conformación de un portafolio de pasivos públicos con una mayor duración debe considerar el costo que conlleva y los riesgos que asumen los intermediarios financieros, entre otros factores.[2]

En este capítulo se explica ese cambio en la política de crédito público, con un enfoque específico en el financiamiento del Gobierno Federal.[3] Primeramente se explican las características centrales de la política de crédito público a partir de 1997 con un enfoque en los últimos doce años; las bases de las cuales partieron; los fundamentos conceptuales, los actores que participaron y el entorno en el que actuaron; así también cómo se reflejó en variables agregadas de crédito público. Posteriormente se explican hitos en el proceso de implementación de esa estrategia desde el año 2000, es decir, las acciones clave que permitieron que un capítulo de la historia del crédito público se haya podido concretar. Se explica primero la estrategia seguida para el mercado externo y posteriormente para el mercado interno.

EL CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL

Durante el sexenio de Ernesto Zedillo el sistema financiero experimentó cambios profundos resultado de la crisis bancaria que se dio a partir de 1995. Además, ante la situación que presentaba la banca, el gobierno hizo intervenciones bancarias importantes para sanear al sistema financiero. Por otra parte, el gobierno fue paulatinamente reforzando los mecanismos institucionales para mantener la estabilidad macroeconómica. Estos aspectos fueron importantes en las estrategias que seguiría el gobierno en materia de deuda pública.

[1] Entrevista a José Antonio Meade.

[2] Entrevista a Alejandro Díaz de León.

[3] El Gobierno Federal es el componente más importante del conjunto llamado Requerimientos Financieros del Sector Público.

DURANTE EL SEXENIO DE ERNESTO ZEDILLO SE REFORZARON DIVERSOS MECANISMOS PARA MANTENER LA ESTABILIDAD MACROECONÓMICA. EL SISTEMA FINANCIERO EXPERIMENTÓ CAMBIOS PROFUNDOS RESULTADO DE LA CRISIS BANCARIA DE 1995. SE HICIERON VARIAS INTERVENCIONES PARA SANEAR AL SISTEMA FINANCIERO. IZQUIERDA: MARTÍN WERNER SUSTITUYÓ EN LA SUBSECRETARÍA DE HACIENDA A JOSÉ SIDAOUI (DERECHA), AL SER NOMBRADO SUBGOBERNADOR DE BANXICO A PARTIR DE ENERO DE 1997.

A su vez, el 1 de julio de 1997 entró en vigor la reforma al sistema de pensiones de los trabajadores, la cual había sido aprobada en diciembre de 1995. Bajo ese nuevo esquema surgieron las Afores y las Siefores.[4] Esto conduciría a un cambio de fondo en los mercados financieros y en las posibilidades de financiamiento del gobierno al edificar una plataforma de inversionistas institucionales, ávidos de títulos financieros principalmente de largo plazo.[5] El desarrollo de las Afores fue un pilar para transformar el crédito público. Posteriormente, el establecimiento del Mercado de Derivados en 1998 fue importante para el desarrollo de un mercado de deuda.[6]

Los mercados internacionales en esos años no dejaban de ser poco estables. Después de la crisis de México, los flujos de capital se reorientaron hacia Asia Oriental (China, Tailandia, Malasia, Indonesia y Filipinas). Uno de los fenómenos más desestabilizadores fue la gran cantidad de préstamos a corto plazo que llegaron a esos países. La expansión en la bolsa de valores duró hasta 1996 cuando se produjeron salidas crecientes de capitales de corto plazo, generando presiones devaluatorias sobre las monedas más vulnerables. A principios de 1997, los mercados financieros internacionales fueron sacudidos de nuevo por la crisis financiera asiática, la cual inició en Tailandia y tuvo un efecto de propagación en varios mercados de la región y se prolongó durante algún tiempo. Un año después del estallido de las crisis asiáticas, los efectos colaterales también alcanzaron a Brasil y Rusia, sufriendo la devaluación de sus monedas.[7] En agosto de 1998 estalló la crisis rusa, conocida como crisis del rublo, que se considera fue un efecto rezagado de la propagación de la asiática.

En ese contexto, en 1997 José Sidaoui fue designado miembro de la Junta de Gobierno del Banco de México. El nuevo Subsecretario de Hacienda sería Martín Werner. El titular de Crédito Público sería, por un periodo durante ese año, Carlos Mendoza, quien provenía de ocupar la Dirección General Adjunta de Nafin. Ese mismo 1997, se designó a Carlos José García Moreno Elizondo, un economista de la Universidad Anáhuac con un doctorado en la Universidad de Cornell para encabezar el área de Crédito Público. García Moreno tenía una trayectoria financiera en el sector público y en empresas privadas, experiencia que era necesaria ante el perfil de las necesidades de la administración de la deuda pública.

Una acción muy importante se hizo en enero de 1997, cuando el gobierno de México liquidó las obligaciones adquiridas con el Tesoro de Estados Unidos bajo el paquete de apoyo de 1995 (las obligaciones con el FMI se liquidaron en su totalidad en agosto de 2000). Las condiciones del paquete podrían generar un alto costo fiscal, por lo que había sido necesario liquidarlas lo antes posible.[8]

Para 1997 también se había consolidado un ejercicio, iniciado después de la crisis de 1995, en el que se procuró asegurar y no acumular vencimientos en un año en particular más allá del nivel que podía ser razonable, esto es, que pudiera refinanciarse con cierta facilidad.[9] Dos prioridades en esos años eran mantener condiciones de acceso fluido a los mercados y poder ir ampliando los plazos del financiamiento.[10] El trabajo que se hacía para mejorar la posición de los títulos gubernamentales era incorporado por el mercado, así el 7 de marzo del año 2000 la agencia Moody's le confirió a los bonos del Gobierno Federal (UMS) el grado de inversión.[11]

Además de ese ordenamiento en el financiamiento del Gobierno Federal, el sexenio terminaba con relativa estabilidad macroeconómica. La política de disciplina fiscal y la estabilidad de precios se afianzaban y ello fue uno de los pilares para poder reestructurar y ejecutar nuevas estrategias de crédito público, principalmente, extender los plazos, emitir títulos con tasa fija, y atraer inversionistas del exterior al mercado local.

En lo relativo a la estabilidad macroeconómica, uno de los ejes es (por definición) la política del banco central. Desde 1998, la política monetaria ha buscado de manera más efectiva y sistemática, anticiparse para cumplir los objetivos de inflación. Para ello se ha requerido un régimen

[4] La reforma había iniciado a finales de febrero de 1992, cuando el gobierno dio a conocer las características del Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR). Para este tema, véanse Rivera Cabello, 2003, *Reforma de Pensiones en México*; Villagómez Amezcua, 2008, *El ahorro en México desde 1960*; Villagómez Amezcua y Solís Soberón, 1999, *La Seguridad Social en México*.

[5] Entrevistas a Francisco Gil Díaz y Alejandro Werner.

[6] Entrevista a Agustín Carstens. Otros factores importantes también han sido la Ley de Quiebras, la cual permite a los poseedores de una garantía en una operación de reporto, terminarla con anticipación *neteando* derechos y obligaciones de su contraparte.

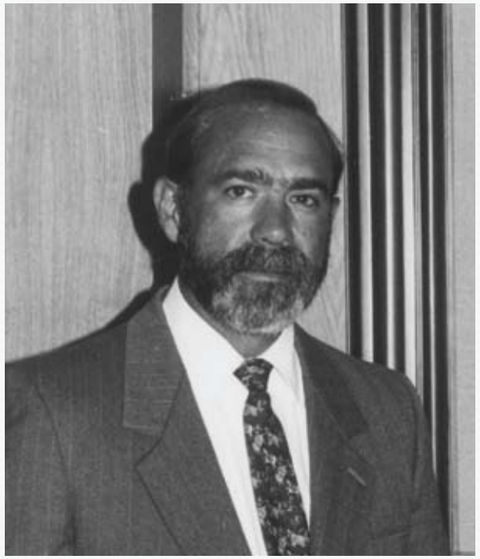
[7] Marichal, 2010.

[8] Boughton, 2012.

[9] Entrevistas a Carlos García Moreno y Rodrigo Ocejo.

[10] Hay varias explicaciones dentro de la teoría económica que justifican la ampliación del plazo de la deuda soberana, por ejemplo, Calvo, 1988, "Servicing the public debt: the role of expectations"; Barro, 1995, *Optimal debt management*; y algunos de los capítulos de la compilación Dornbusch and Draghi, 1990, *Public Debt Management: Theory and History*; por otra parte, se entiende que contar con instrumentos de corto plazo permite ajustar con mayor flexibilidad las necesidades de liquidez, no obstante, éstos son más riesgosos, véase Hernández Trillo, 2003.

[11] Entrevista a Carlos García Moreno.



EL BANCO DE MÉXICO HA BUSCADO, DESDE 1998, QUE LA POLÍTICA MONETARIA PUEDA ANTICIPARSE PARA CUMPLIR LOS OBJETIVOS DE LA INFLACIÓN. AL SER DESIGNADO GUILLERMO ORTIZ (DERECHA) COMO GOBERNADOR DEL BANCO DE MÉXICO EN 1998, LO SUSTITUYÓ COMO SECRETARIO DE HACIENDA JOSÉ ÁNGEL GURRÍA (IZQUIERDA).

de tipo de cambio flexible. Como complemento importante de su autonomía, el Banco de México mantuvo esta política de tipo de cambio, la cual le permitiría transitar en esos años a una política de objetivos de inflación.[12]

En 1998 se había designado a Guillermo Ortiz como Gobernador del Banco de México, siendo relevado por José Ángel Gurría. En la Subsecretaría del ramo, Carlos Noriega Curtis reemplazó a Martín Werner. Noriega, un economista del ITAM con doctorado en la Universidad de Rochester, había hecho su carrera en el sector público, principalmente en el sector hacendario. En la oficina de crédito público permaneció Carlos García Moreno.

Inicia una nueva historia del crédito público

A fines de la década de los noventa estaban sentadas las bases para un nuevo capítulo en el crédito público. En ese año se empezó realmente a construir una "curva de rendimiento" (*yield curve*), ampliando el plazo de los instrumentos.[13] La Secretaría de Hacienda había ya seguido desde principios de los años noventa una estrategia para alargar el plazo promedio de la deuda. Sin embargo, esa estrategia no se concretó completamente y los eventos de 1994 prácticamente la desecharon. Había aún un largo recorrido en el trabajo que se tendría que hacer en los años siguientes. Además,

[12] El anuncio oficial de la adopción del esquema de objetivos de inflación fue en el Programa Monetario de 2001. Banco de México, Informe Anual de 2001; entrevista a Agustín Carstens.

[13] Un aspecto muy importante para ello fue armar una estructura de pasivos de tal forma que no se acumularan vencimientos y por lo tanto reducir al mínimo el riesgo de refinanciamiento. Entrevista a Rodrigo Ocejo.

LA SUSTITUCIÓN DE DEUDA EXTERNA Y LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO LOCAL

GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA

Mi primer trabajo formal al concluir la licenciatura en 1996 fue como Jefe de Departamento en la Dirección de Crédito Externo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Nunca imaginé la labor tan compleja e ingeniosa que se estaba haciendo en esos años para restablecer el acceso de México a los mercados internacionales después de la crisis de 1994-1995. Ello se llevaba a cabo bajo el liderazgo de Martín Werner como Director General de Crédito Público, con Rodrigo Ocejo como Director de Crédito Externo y Vicente Corta como Director de Procedimientos Legales de Crédito. Para ese entonces, México había sorprendido a los mercados con una emisión muy innovadora conocida como la Nota *Cetes-Libor*; había colocado con éxito en el mercado de dólares a distintos plazos, incluidas emisiones a 20 y 30 años; y trabajaba en una operación por 6 mil millones de dólares (mdd) con garantía de flujos petroleros para poder amortizar anticipadamente el paquete de apoyo del gobierno norteamericano de 1995. Se trabajaba también para desarrollar el acceso recurrente a distintos mercados europeos como el de marcos alemanes y liras italianas al tiempo que se diseñaban operaciones sofisticadas de intercambio de bonos Brady por deuda externa no garantizada.

Esta serie de retos marcó a una generación de funcionarios y permitió a México restituir su reputación como un participante sofisticado y exitoso en los mercados financieros internacionales. A pesar de este éxito en el manejo del crédito externo, México no había podido desarrollar una capacidad suficiente para financiarse en pesos a largo plazo. Aunque sea un principio muy básico, el que un país se pueda financiar de manera eficiente en su propia moneda es una herramienta muy poderosa de política económica.

"El proceso de extensión de la curva de tasas gubernamentales concluyó en noviembre de 2006 con la primera colocación en la historia de nuestro país de un bono a 30 años a tasa fija en pesos. De esta forma, se había logrado el primer objetivo."

Cuando en 2005 fui designado como titular de Crédito Público, uno de los principales retos era precisamente aprovechar lo aprendido en el manejo de la deuda externa para desarrollar el mercado local de deuda gubernamental y con ello fortalecer la estructura de pasivos públicos.

Para lograr lo anterior, en el equipo de Crédito Público establecimos tres objetivos: 1) desarrollar la curva de tasas de interés hasta plazos de 30 años, 2) propiciar una mayor participación de inversionistas del exterior en bonos emitidos en pesos y 3)reducir la deuda externa con operaciones en el mercado local.

La reforma de 1997 al sistema de pensiones de los trabajadores afiliados al IMSS que dio origen al sistema de las Afores, había detonado un dinamismo sin precedente en el ahorro financiero doméstico que permitió iniciar la extensión de plazos de la deuda interna con la emisión de bonos a tasa fija a 3 y 5 años en 2000. Para el año siguiente, el entonces Secretario de Hacienda Francisco Gil Díaz, decidió incorporar por primera vez en el paquete económico un techo de endeudamiento externo neto de cero, con la finalidad de mandar una señal clara de que el enfoque de la deuda pública estaría en favor de los pasivos internos. El proceso de extensión de la curva de tasas gubernamentales concluyó en noviembre de 2006 con la primera colocación en la historia de nuestro país de un bono a 30 años a tasa fija en pesos. De esta forma, se había logrado el primer objetivo.

En cuanto al segundo objetivo, decidimos iniciar una campaña proactiva para que se incluyeran a los bonos de deuda local de México en los principales índices de renta fija globales. En preparación para ello, ya se habían incorporado a los sistemas de liquidación internacional todos los títulos del gobierno en pesos, lo cual permitía adquirir Cetes y Bonos desde cualquier lugar del mundo utilizando la infraestructura internacional existente. Los primeros índices de relevancia en los que se incluyó a México fueron el *GBI-EM* de JP Morgan y el *Global Aggregate Index* de Barclays-Lehman; pero el de mayor impacto, sin duda, fue el *WGBI* de Citibank en 2010.

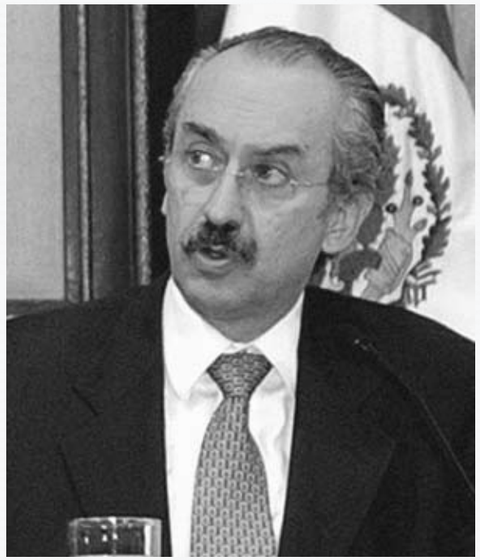
Al estar incorporados los bonos de deuda local en esos índices, se generó una visibilidad internacional hacia el mercado mexicano nunca antes vista, con lo cual la comunidad financiera alrededor del mundo se pudo percatar de los avances que ya se tenían en el desarrollo del mercado local mexicano. Con ello, se empezó a generar una demanda estructural y creciente por títulos mexicanos desde el exterior, condición indispensable para profundizar en el esfuerzo de ampliación de plazos de la deuda interna y la sustitución de deuda externa.

Para lograr el tercer objetivo planteado, recuerdo dos operaciones que nos permitieron avanzar de forma importante en la sustitución de pasivos externos. En 2005, Richard McNeil de Goldman Sachs sugería hacer un intercambio de bonos de deuda externa para mejorar el perfil de la curva de dólares mediante la emisión de opciones (*warrants*). Le comenté que si había que intercambiar deuda, más bien debíamos hacerlo hacia el mercado local. ¿Por qué no pensar en la emisión de *warrants* que permitieran a los inversionistas intercambiar deuda externa mexicana por bonos en pesos? Richard conocía muy bien las posibilidades de México en los mercados ya que había estado involucrado desde 1995 en distintas operaciones de deuda externa de nuestro país, siempre contribuyendo con ideas creativas para lograr mejores resultados. La operación de *warrants* fue llevada a cabo con éxito y permitió intercambiar deuda externa por interna por un monto de 2 500 mdd en una sola transacción sin que existieran fricciones en los mercados. Esto confirmó el proceso de internacionalización del mercado local de deuda mexicana y estableció las bases para otras cuatro operaciones de este tipo.

Para profundizar en la estrategia de reducción de deuda externa también se llevó a cabo una operación muy importante que permitió al gobierno en 2006 amortizar créditos con el BID y el Banco Mundial por más de 9 mil mdd e incluso recomprar algunos bonos de deuda externa, para lograr una reducción de pasivos externos del orden de 13 mil mdd. Para llevar a cabo esta operación, el equipo de Crédito Público estuvo explorando alternativas para aprovechar el crecimiento que las reservas internacionales del Banco de México venían teniendo. Ésta era una forma eficiente de reducir la deuda externa porque dichos activos internacionales estaban siendo financiados por pasivos en pesos, principalmente con Bonos de Regulación Monetaria (BREMS) y Depósitos de Regulación Monetaria. De esta forma, surgió la idea de estructurar la operación a partir de un intercambio de deuda del Banco de México (BREMS) por un instrumento de nueva creación emitido por el Gobierno Federal con características muy similares (Bondes D), permitiendo al gobierno adquirir un monto importante de dólares de las reservas internacionales para amortizar los pasivos externos. Para darle viabilidad a esta operación, la Junta de Gobierno del Banco de México, entonces conformada por Guillermo Güémez, Jesús Marcos, José Sidaoui, Everardo Elizondo y su gobernador Guillermo Ortiz, estuvo de acuerdo en descontinuar la emisión de BREMS y empezar a utilizar los Bondes D emitidos por el Gobierno Federal para llevar a cabo sus operaciones de regulación monetaria.

Lo más relevante de esta operación fue que no obstante su elevado monto (más de 135 mil millones de pesos) y su gran complejidad, no intervino ningún intermediario en su diseño ni en su ejecución. Fue realizada exclusivamente por el equipo de Crédito Público de la SHCP y por el Banco de México, a través de su área de operaciones con la participación de David Margolín y Javier Duclaud.

Hoy, gracias al hecho de que nos podemos financiar a mediano y largo plazo en nuestra propia moneda y a tasas fijas, la deuda pública se ha convertido en un elemento de fortaleza de la política económica en nuestro país. Un factor de certidumbre que se ha beneficiado de las acciones consistentes a los largo de muchos años y de las ideas innovadoras que continuamente han surgido de la oficina de Crédito Público de la Secretaría de Hacienda.



CON LA ALTERNANCIA POLÍTICA QUE SE DIO TRAS LAS ELECCIONES DEL AÑO 2000, LAS EXPECTATIVAS ECONÓMICAS CON LAS QUE INICIÓ EL SEXENIO FUERON MUY POSITIVAS. FRANCISCO GIL DÍAZ, TITULAR DE HACIENDA EN EL SEXENIO FOXISTA.

se buscaba ser un jugador predecible en el mercado y no un agente que sólo reaccionara a éste, ello con el fin de ir constituyendo mejores condiciones de acceso y menor costo del financiamiento.[14]

Un aspecto importante fue procurar una composición de la deuda diversificada en monedas, pero menos dependiente de los mercados en divisas distintas al peso mexicano. Todo ello requeriría, además de la aplicación de ingeniería financiera sofisticada en el diseño de los instrumentos y en las operación (emisiones y recompras), la adopción de reglas y estándares de mejores prácticas en los mercados internacionales.

En 2000 inició una nueva etapa en la vida de México. Con el triunfo de Vicente Fox en las elecciones de ese año, por primera vez en la historia contemporánea un partido de oposición ganaba las elecciones presidenciales. La alternancia política hacía patente un cambio en la vida pública del país. Las expectativas económicas con las que inició el sexenio eran positivas, no obstante que al mismo tiempo inició una desaceleración en la economía norteamericana.[15]

En la economía internacional había nuevas erupciones de turbulencia en los mercados. En marzo de 2000 en Estados Unidos, la burbuja especulativa en empresas de tecnología, llamada del *dot-com*, había llegado a su fin. Ese *crack* bursátil provocó una caída muy grave en cotizaciones del mercado de valores de Nueva York y del Nasdaq. Posteriormente, los ataques terroristas del 11 de septiembre de 2001 a ese país generaron un endurecimiento de los mercados financieros internacionales. Para evitar un nuevo colapso bursátil, la Reserva Federal redujo la tasa de interés, una medida en ese momento exitosa, pero que tendría consecuencias perversas en el largo plazo. Por su parte, en Argentina, entre mediados de 2001 y enero de 2002, la crisis que condujo al llamado "corralito" se consideró un efecto rezagado de la crisis asiática. Sin embargo, ese país presentaba una situación delicada de endeudamiento.[16]

En ese entorno, como Secretario de Hacienda se nombró a Francisco Gil Díaz, un economista del ITAM con doctorado en la Universidad de Chicago. Gil tenía una larga trayectoria en el Banco de México, en donde había llegado a ser

[14] Entrevistas a Francisco Gil, Gerardo Rodríguez y Alejandro Werner.

[15] Cabe señalar que en el contexto de la transición, la Secretaría de Hacienda y el Banco de México, solicitaron al FMI una línea de crédito contingente para hacer un esquema de blindaje financiero, el Programa de Fortalecimiento Financiero 1999-2000.

[16] Marichal, 2010; Reinhart y Roggoff, 2009.

EL ATAQUE CONTRA LAS TORRES GEMELAS EN 2001 Y LA GUERRA CONTRA EL TERRORISMO DECLARADA POR ESTADOS UNIDOS SUPUSO UN ENDURECIMIENTO DE LOS MERCADOS INERNACIONALES Y LA POSIBILIDAD DE UN COLAPSO FINANCIERO. ALONSO GARCÍA TAMÉS INICIÓ EL SEXENIO COMO TITULAR DE CRÉDITO PÚBLICO, PARA LUEGO SER NOMBRADO SUBSECRETARIO EN 2003. A SU LADO JONATHAN DAVIS, QUIEN FUE DIRECTOR GENERAL DE CRÉDITO PÚBLICO POR UN BREVE LAPSO AL INICIO DEL GOBIERNO DE ERNESTO ZEDILLO.

Subgobernador, en la Secretaría de Hacienda, donde entre otros cargos, había sido Subsecretario, y en el medio académico. El Subsecretario de Hacienda fue Agustín Guillermo Carstens Carstens, un economista del ITAM con doctorado en la Universidad de Chicago. Carstens tenía una carrera en el Banco de México en donde había llegado a ser Director General de Investigación Económica, además de haber estado en el Directorio Ejecutivo del FMI. Como Director General de Crédito Público, fue designado Alonso García Tamés, quien había estudiado actuaría en la Universidad Anáhuac. García había hecho su carrera en el Banco de México, donde llegó a ser titular del área de operaciones de banca central.

La realidad de una consolidación democrática tenía implicaciones para la actividad de crédito público. El financiamiento del sector público tendría que continuar perfeccionando sus mecanismos de transparencia así como los esquemas de rendición de cuentas. Un entorno político democrático complementa un entorno de operaciones financieras de mercado, por lo que perfeccionar esto último a través de reglas era inaplazable.

La transparencia en la información que se publicaba fue imprescindible. Ya desde fines de los años noventa se había comenzado a dar un seguimiento y a publicar la deuda ampliada del sector público. Así, a lo largo de la primera década del siglo XXI, se fueron mejorando las reglas y los mecanismos de información al mercado, como eran

la calendarización de la política de financiamiento y de las colocaciones del Gobierno Federal, el desarrollo de *road shows* para las colocaciones y otorgar información al sistema financiero, la mejora de la comunicación con las agencias calificadoras, y eventualmente la incorporación de prácticas de los mercados internacionales a los mercados locales, tales como revalorizaciones diarias, mecanismos de custodias y entrega contra pago, entre otros. Con todo ello, se procuraba que la política de deuda fuera menos "reactiva al mercado" y más previsible.[17] Asimismo, en 2003 se introdujeron las "cláusulas de acción colectiva", siendo México la primera economía emergente en incorporar este mecanismo.[18]

Entre los cambios que se llevaron a cabo, en septiembre de 2000 se estableció la figura de formador de mercado de valores gubernamentales (para Cetes y Bondes), para facilitar la colocación de títulos de largo plazo denominados en pesos y garantizar liquidez en el mercado secundario.[19]

En materia de deuda interna, en 2001 se continuó con la política de dar a conocer de manera anticipada la subasta de valores que estará vigente durante el siguiente trimestre. Ya en 2001 se empezaba a anunciar que todas las entidades públicas, Pemex incluido, operarían su captación de financiamiento de forma sincronizada. Ello daría mayor transparencia y por lo tanto repercutiría en el costo del financiamiento.[20]

A partir de agosto de 2002 los resultados de la subasta primaria de valores gubernamentales se dan a conocer en un horario en el que el mercado de dinero todavía se encuentra en operación, ciñéndose a las mejores prácticas internacionales en colocación de valores gubernamentales; ello también reduce los riesgos de mercado en los que incurren los participantes para que el proceso de colocación primaria funcione más eficientemente.[21]

Un paso esencial fue la posibilidad de emitir títulos gubernamentales a tasa fija. Así, en 2000 se emitieron bonos a 3 y 5 años con esta modalidad. Posteriormente en 2001 se hizo la primera emisión a tasa fija a 10 años y en 2003 se logró hacer una colocación a 20 años. La política de subasta adoptada contribuyó a modificar la composición de la deuda interna a favor de bonos de desarrollo a tasa nominal fija. Con ello, se observa una disminución importante en la participación de los instrumentos a tasa flotante. La emisión de instrumentos con tasa de interés nominal fija es un instrumento clave para desarrollar una curva de rendimiento de largo plazo, mejorar el perfil de los vencimientos y reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante cambios temporales en tasas de interés. Asimismo, es relevante para fomentar el desarrollo de un mercado de deuda privada a largo plazo. Ahora bien, la emisión de estos instrumentos no hubiera sido posible sin un contexto de estabilidad macroeconómica.[22]

[17] Entrevistas a Gerardo Rodríguez, Andrés Conesa y Alonso García.

[18] Entrevistas a Alonso García y Gerardo Rodríguez.

[19] Un formador de mercado es un intermediario autorizado que asegura la existencia de un mercado bilateral, es dar liquidez y contribuir a la estabilidad de precios de los títulos. La figura de formador de mercado en valores gubernamentales en la práctica se remonta a las operaciones que hacía Nacional Financiera de los años cincuenta a los años ochenta. Sin embargo, su papel era en la práctica, sin haber ningún marco conceptual ni normativo de formador de mercado. Para títulos privados, esta figura es más reciente, aunque las primeras propuestas de la industria bursátil se remontan a la década de los ochenta, se formalizó hasta 1988 para mercado de derivados y en 2008 para mercado de capitales. Véase, Cárdenas y Del Ángel, 2011.

[20] Entrevista a Gerardo Rodríguez.

[21] SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, 2002.

[22] Entrevistas a Gerardo Rodríguez y Francisco Gil; véase también, SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, 2002.

AGUSTÍN CARSTENS (A LA IZQUIERDA) PASÓ EL MANDO EN 2003 DE LA SUBSECRETARÍA DE HACIENDA A ALONSO GARCÍA TAMÉS. CON ESTE ÚLTIMO, COMIENZA LA CONSOLIDACIÓN DEL CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA GESTIÓN DE PASIVOS DEL GOBIERNO FEDERAL.

Para entonces, en la Secretaría de Hacienda cambiaron los responsables del crédito público. En agosto de 2003, Agustín Carstens fue designado Subdirector Gerente del Fondo Monetario Internacional siendo relevado por García Tamés. Andrés Conesa Labastida, un economista del ITAM con doctorado en el Instituto Tecnológico de Massachusetts, fue designado como el nuevo titular de Crédito Público.

Posteriormente, en 2005 se designó como titular a Gerardo Rodríguez Regordosa, un economista de la Universidad de las Américas-Puebla con maestría en la Universidad de Stanford. Rodríguez Regordosa había hecho carrera principalmente en la Dirección de Crédito Público de la Secretaría. Cabe señalar que en 2004 se modificó el organigrama de la Secretaría de Hacienda y las Direcciones Generales que reportaban al Subsecretario del ramo se convirtieron en la figura de "Unidades"; ello incluyó a la actual Unidad de Crédito Público.[23]

Dado que la estrategia que se estaba llevando a cabo se iba consolidando satisfactoriamente, se elaboró entonces un documento marco. En 2005

[23] Se modificó el Reglamento Interno de la SHCP. *Diario Oficial de la Federación*, 5 de noviembre de 2004.

MARCO DE LOS LINEAMIENTOS ESTRATÉGICOS PARA EL CRÉDITO PÚBLICO

El fortalecimiento de los fundamentales macroeconómicos, la disciplina fiscal y las reformas legales instrumentadas en el sistema financiero han permitido que se ponga en marcha una política proactiva de deuda pública orientada a incrementar la duración de la deuda interna y reducir la dependencia en la deuda externa. En este entorno, el manejo de la deuda pública se ha consolidado no sólo como un elemento fundamental para la estabilidad macroeconómica y financiera sino también como un instrumento de promoción del desarrollo del sistema financiero nacional.

CONSIDERACIONES:

La evidencia tanto nacional como internacional sugiere que los actores económicos son adversos al riesgo cuando toman sus decisiones y, por tanto, esperan que el gobierno refleje esas preferencias al tomar decisiones de política económica. Al tomar riesgos más elevados en la administración de la deuda, aumenta la probabilidad de que perturbaciones económicas resulten en costos adicionales significativos para los contribuyentes nacionales.

Las autoridades no tienen ninguna ventaja competitiva sobre otros participantes del mercado para obtener beneficios adicionales mediante estrategias oportunistas.

Para prevenir posibles problemas futuros en las finanzas públicas, las autoridades buscan garantizar una distribución balanceada de los costos del servicio de la deuda pública como proporción del tamaño de la economía a lo largo del tiempo.

ELEMENTOS:

Apoyar la estrategia de finanzas públicas en lo general para que la política de crédito público se desenvuelva en un entorno de sostenibilidad de la deuda pública en el mediano y largo plazos.

Promover el sano desarrollo del sistema financiero nacional y fomentar la eficiencia en el funcionamiento del mercado local de deuda con el fin de continuar disminuyendo el costo financiero de la deuda pública en el mediano y largo plazo.

Continuar impulsando la transparencia y la modernización de la información estadística concerniente a la deuda pública.

Fuente: SHCP, *Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público*, 2005.

la Secretaría de Hacienda publicó los *Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público*, un documento que tenía como objetivo plantear una estrategia de mediano plazo para la administración de los pasivos del gobierno.[24] El documento partía del objetivo general de la política de crédito público del Gobierno Federal, el cual es captar los recursos para hacer frente a las obligaciones de su deuda vigente y al financiamiento de sus necesidades netas en las condiciones de costo más favorables posibles en el mediano y largo plazo, de acuerdo con un nivel de riesgo prudente.[25] El recuadro siguiente resume parte de ese marco conceptual.

En 2006 se empezó a publicar el Plan Anual de Financiamiento como una herramienta de transparencia y que mejoraba la certidumbre y repercutía en un menor costo de financiamiento. Pero detrás de esta transformación había una nueva conceptualización y una experiencia histórica.[26]

El Gobierno Federal fue ganando reputación en los mercados como un emisor transparente, predecible y por lo tanto confiable, lo cual era esencial para ampliar plazos y reducir el costo del financiamiento. En principio, esto parecería contradictorio, ya que la ampliación de plazos no necesariamente llevaría a una reducción del costo, pero las condiciones del mercado y la percepción sobre México lo permitieron, y el Gobierno Federal fue aprovechando en esos años y los subsecuentes las condiciones que permitieran mejorar su posición en pasivos. Pero detrás de esos avances, no sólo había acciones atinadas o afortunadas, había también una reconceptualización de la política de crédito público que permitía llevarlas a cabo.

[24] Entrevista a Gerardo Rodríguez.

[25] SHCP, *Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público*, 2005.

[26] Entrevistas a José Antonio Meade, Gerardo Rodríguez, Alejandro Werner y Alejandro Díaz de León.

En 2006, las elecciones presidenciales fueron ganadas por Felipe Calderón Hinojosa. Al tomar posesión, el Presidente Calderón designó como Secretario de Hacienda a Agustín Carstens. Como subsecretario de Hacienda se designó a Alejandro Mariano Werner Wainfeld, un economista del ITAM con doctorado en el Instituto Tecnológico de Massachusetts. Werner había hecho su carrera en el Banco de México y la Secretaría de Hacienda. Gerardo Rodríguez sería ratificado como titular de la Unidad de Crédito Público.

EL GOBIERNO FEDERAL FUE GANANDO PRESTIGIO COMO UN EMISOR TRANSPARENTE Y CONFIABLE, LO CUAL FUE DE GRAN IMPORTANCIA PARA AMPLIAR PLAZOS Y REDUCIR EL COSTO DEL FINANCIAMIENTO. EL PRESIDENTE FELIPE CALDERÓN (IZQUIERDA) DESIGNÓ A ERNESTO CORDERO (DERECHA) COMO TITULAR DE LA SHCP EN 2009, CARGO AL QUE RENUNCIÓ EN 2011.

Posteriormente, en 2009, Agustín Carstens fue nombrado Gobernador del Banco de México, y el Presidente Calderón designó a Ernesto Cordero Arroyo, un actuario del ITAM con maestría en la Universidad de Pensilvania para sustituirlo. En 2009 fue nombrado Subsecretario de Hacienda José Antonio Meade Kuribreña. Meade, un economista del ITAM con doctorado en la Universidad de Yale, contaba con una larga carrera en el sector público, incluyendo la Secretaría de Hacienda, en la cual había encabezado previamente la Subsecretaría de Ingresos. En 2011 Meade fue designado Secretario de Hacienda. Ese mismo año se nombró a Gerardo Rodríguez como Subsecretario de Hacienda y a Alejandro Díaz de León Carrillo titular de la Unidad de Crédito Público. Díaz de León, un economista del ITAM con maestría en la Universidad de Yale, había hecho su carrera en el sector público, principalmente en el Banco de México.

La estrategia de crédito público se mantendría estable a lo largo del sexenio. Ello fue importante al momento del estallido de la crisis financiera mundial en 2008. Después de varias señales de incertidumbre en los mercados, el 15 de septiembre de 2008 el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en quiebra, desatando

una reacción en cadena en todos los mercados financieros del mundo. Desde principios de 2006 se habían empezado a notar problemas en diversos sectores de la economía de los países desarrollados, principalmente en Estados Unidos, ante una preocupante contracción del sector inmobiliario. Para noviembre de ese año, los informes de desempeño de los fondos de altos riesgo reportaron pérdidas considerables.[27] No obstante, aún no existe un consenso definitivo sobre las causas que han conducido a una de las más graves crisis en la historia económica mundial. El factor que se constituyó como un detonador inmediato fue la ruptura de la burbuja hipotecaria en el mercado norteamericano.[28]

México fue una de las economías emergentes que registró una fuerte contracción durante la crisis. A pesar de que fue severa, fue de corta duración y de menor intensidad que en otros países. La severidad de este efecto se explica por la sincronización que existe entre el ciclo económico mexicano y estadounidense. México recibió el impacto frontal de la crisis financiera en septiembre de 2008, justo con la bancarrota de Lehman. En los primeros días de ese mes la BMV perdió alrededor de 20%. El proceso de desapalancamiento y la huida de los inversionistas hacia los bonos del Tesoro norteamericano terminaron por afectar al mercado de divisas. A su vez, algunas grandes empresas enfrentaron problemas con sus posiciones de derivados y reestructuras. Todo ello afectó al tipo de cambio. La cotización del peso se depreció casi 20% durante los primeros diez días de octubre de ese año.[29]

JOSÉ ANTONIO MEADE KURIBREÑA FUE DESIGNADO POR EL PRESIDENTE CALDERÓN COMO SECRETARIO DE HACIENDA EN 2011. PÁGINA ANTERIOR: DESPUÉS DE LA QUIEBRA DE LEHMAN BROTHERS EN 2008 QUE AFECTÓ SEVERAMENTE EL DESEMPEÑO DE LAS BOLSAS DE VALORES, LA POLÍTICA MACROECONÓMICA HA TENIDO QUE ENFRENTAR MAYORES RETOS.

Un primer grupo de medidas correspondió a la generación de facilidades de liquidez por parte del Banco de México. Un segundo tipo de acciones buscaron atender el problema que se produce por una creciente demanda de instrumentos financieros con mayor liquidez. En octubre de 2008, el Banco de México y la Secretaría de Hacienda

[27] Marichal, 2010.

[28] Marichal, 2010; Villagómez Amezcua, 2011, *La primera gran crisis mundial del siglo XXI*.

[29] Villagómez Amezcua, 2011, pp. 171-218; Banco de México, Informe Anual de 2008.

MÉXICO RECIBIÓ EL IMPACTO FRONTAL DE LA CRISIS FINANCIERA EN SEPTIEMBRE DE 2008, JUSTO CON LA BANCARROTA DE LEHMAN. EN LOS PRIMEROS DÍAS DE ESTE MES LA BMV PERDIÓ ALREDEDOR DE 20%.

redujeron la participación de instrumentos de largo plazo, los cuales fueron sustituidos por instrumentos de corto plazo, así como por el programa de recompra de bonos gubernamentales, lo cual se comentará párrafos más adelante de este capítulo. En cuanto al mercado de capitales y deuda privada, el gobierno instrumentó un programa de refinanciamiento de papel comercial vía Nacional Financiera y el Banco de Comercio Exterior.[30]

La recuperación mexicana empezó a registrarse durante el tercer trimestre de 2009 a la par de lo que sucedía en el mercado norteamericano siendo el sector externo el motor. Al iniciar 2010, el sector externo continuaba mostrando fuerte dinamismo, por lo que las exportaciones registraban tasas de crecimiento superiores al 40 por ciento. A partir del primer trimestre de ese año, la economía mexicana volvió a registrar tasas de crecimiento positivas en términos reales.[31] En ese contexto, el sistema financiero del país resistió en forma notable, en parte por la mejor posición de riesgo tras la crisis de 1994-1995 y por los requerimientos regulatorios derivados de aquella experiencia.

No obstante que el entorno económico internacional ha presentado dificultades desde entonces, ello presentó varias áreas de oportunidad para el manejo de la deuda pública. El 12 de octubre de 2010 el Gobierno Federal emitió un bono a 100 años por 1 000 mdd. Este bono es un elemento definitivo de la estrategia para lograr ampliar los plazos y formar una curva de rendimiento con horizonte de largo plazo.

En el caso de la deuda interna, también se alargaron los plazos al privilegiar colocaciones de plazos mayores y a tasa fija. Esto ha sido importante para el sistema financiero mexicano, ya que con ello se crea un referente de tasa de interés libre de riesgo a largo plazo. La formación de una *curva de rendimiento* con plazos largos, similar a la de las economías desarrolladas es un elemento necesario para que los mercados de deuda pública y privada funcionen en un país.

Con instrumentos de largo plazo, al ser la tasa fija, se cubre una necesidad de los inversionistas institucionales, como es el caso de las Afores, debido a que necesitan horizontes de inversión de largo plazo basados en la demografía de sus clientes, así como tener un referente de la tasa de interés a plazos largos. Con bonos a 30 años, por ejemplo, ya se conoce la tasa libre de riesgo a 30 años, lo cual permite a las empresas tener un referente para emitir deuda de largo plazo en el caso de proyectos que lo necesiten como son los de infraestructura. Esto ha contribuido a desarrollar el mercado de deuda corporativa, además de hacer más eficiente y menos riesgosa la operación de inversionistas como las Afores.[32]

Además de un mayor plazo promedio, a lo largo de la década hubo una recomposición de la deuda del Gobierno Federal. Ello, basado en la noción de que la principal fuente de financiamiento del gobierno fuera interna, y que el mercado externo fuera complementario al interno. Esto fue posible, en parte, por la mayor profundización del mercado interno, principalmente por la presencia de inversionistas institucionales como las Afores, así como por el hecho de que inversionistas institucionales del exterior invirtieran en

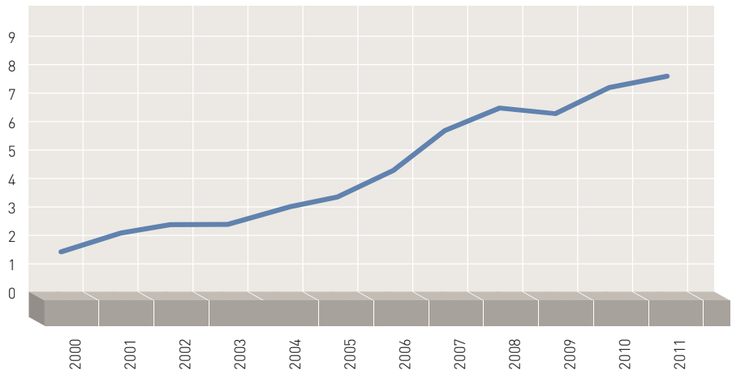
[30] *Ibid.*

[31] Villagómez Amezcua, 2011, pp. 171-218; véase también, Banco de México, Informe sobre la Inflación, años 2009 y 2010.

[32] Entrevistas a Francisco Gil, Agustín Carstens y Alejandro Werner; véase Cárdenas y Del Ángel, 2011. En el mismo marco de evolución de los mercados de deuda, también hubo en 2003 y 2004 reformas en la regulación de operaciones de reporto y de préstamo de valores.

6.1 PLAZO PROMEDIO PONDERADO DE VALORES GUBERNAMENTALES

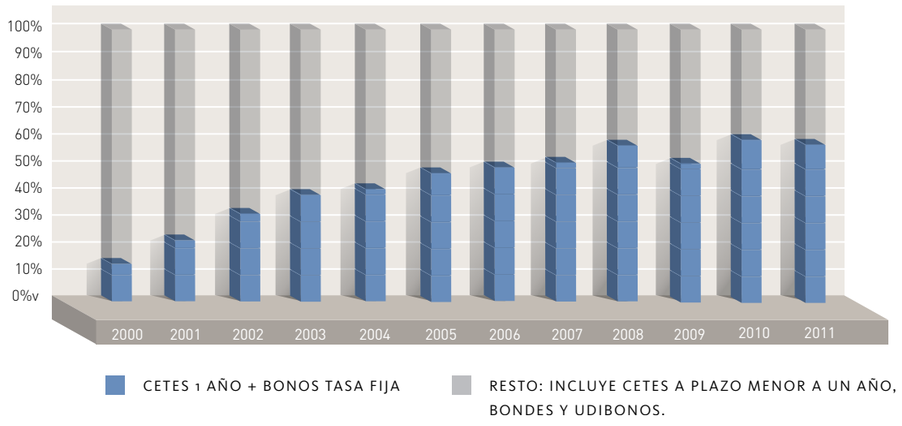
(DEUDA INTERNA, AÑOS REGISTRADOS AL CIERRE DEL PERIODO)



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

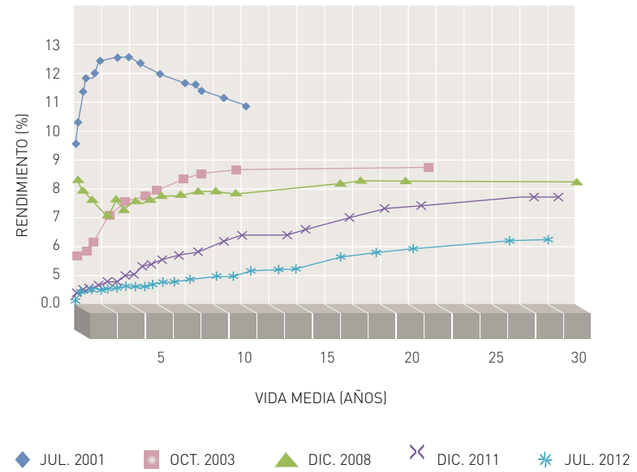
6.2 COMPOSICIÓN DE VALORES GUBERNAMENTALES POR PLAZOS

(PARTICIPACIÓN EN EL SALDO)



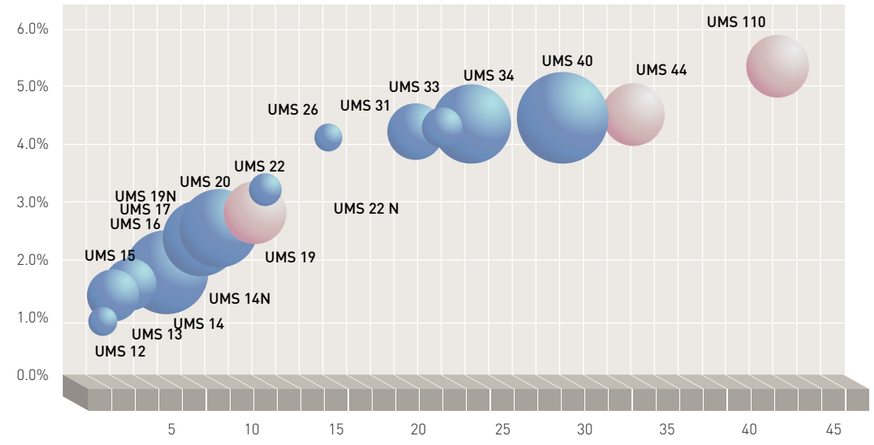
Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

6.3 CURVA DE RENDIMIENTO. DEUDA INTERNA



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

6.4 CURVA DE RENDIMIENTO. DEUDA EXTERNA



Nota: el tamaño de las esferas refleja el monto de la colocación.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público

valores gubernamentales denominados en pesos en México.

La tendencia de sustitución del origen del financiamiento había iniciado desde que México salió de la crisis de 1994-1995. A partir del tercer trimestre del año 2000, hubo un cambio estructural en tendencia histórica de la deuda bruta del Gobierno Federal. La deuda externa bruta como proporción del PIB y como proporción de la deuda total empezó a ser inferior que la deuda interna bruta. Además, como consecuencia de las primeras acciones para la reducción de la deuda externa, el monto de la deuda pública neta como porcentaje del PIB se redujo en el año 2000, llegando a 22.9%, el nivel más bajo desde 1971.[33]

LAS AFORES SON UN INVERSIONISTA INSTITUCIONAL IMPORTANTE EN DEUDA DE GOBIERNO. EL PRESIDENTE DE LA CONSAR PEDRO ORDORICA –ÓRGANO REGULADOR DE LAS AFORES– FLANQUEADO POR EL SECRETARIO ERNESTO CORDERO Y EL SUBSECRETARIO GERARDO RODRÍGUEZ, 2011. FOTO: CONSAR.

Desde el año 2000, el gobierno pudo generar una mezcla más adecuada entre la deuda interna y la externa, disminuyendo la importancia relativa de los pasivos denominados en moneda extranjera dentro de la deuda total.[34] A partir de mediados de 2006, la reducción de la deuda externa, como proporción de la deuda total y como porcentaje del PIB, se hizo más evidente.

Simultáneamente, se ha mantenido un acceso a diversas fuentes de financiamiento internacionales. Esto es, la reducción en la proporción de los pasivos externos, como proporción del total, ha sido dentro de una práctica que permita mantener el acceso a los mercados y en buenas condiciones. Este proceso se explica en la sección siguiente de este capítulo.

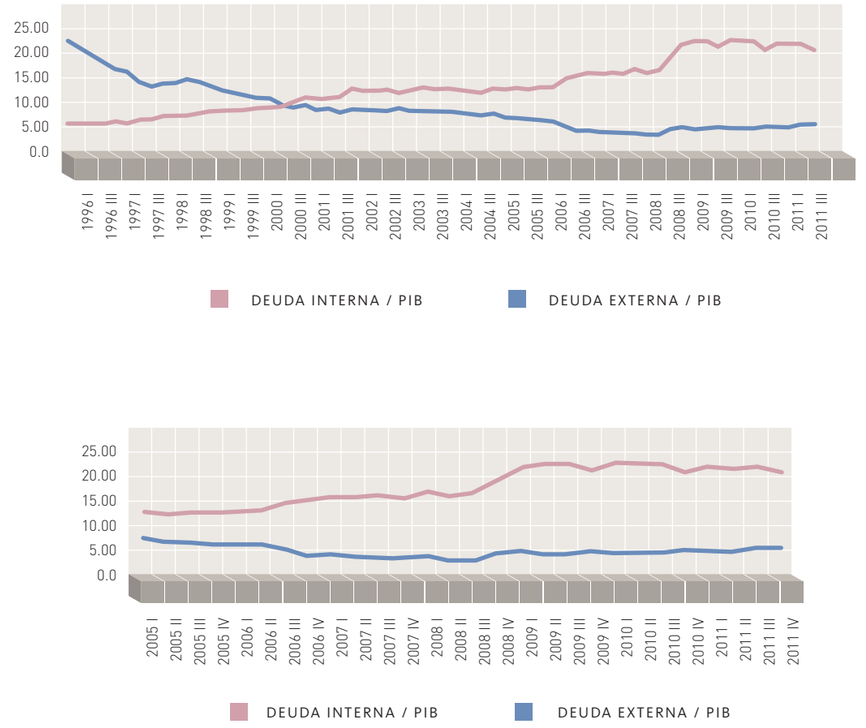
La estrategia ha ido asociada también a procurar un menor costo relativo de la deuda externa. Ello es consecuencia de una menor dependencia de la deuda externa y de mejores condiciones de acceso a los mercados. La situación en los mercados internacionales así como las mejores condiciones que se han logrado para las emisiones del Gobierno Federal, han permitido conjuntar plazos mayores con menores costos de la deuda.

Esto se ha reflejado en un menor costo de la deuda externa como porcentaje del PIB. En los últimos 15 años esta razón se ha reducido a niveles históricos. Este es uno de los aspectos más importantes de la estrategia de crédito público, ya que el peso sobre la economía del costo fiscal de la deuda del gobierno federal se ha reducido a niveles mínimos.

[33] SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, 2000.

[34] SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, años 2000 a 2002.

6.5 RELACIÓN DEUDA BRUTA DEL GOBIERNO FEDERAL CON RESPECTO AL PIB

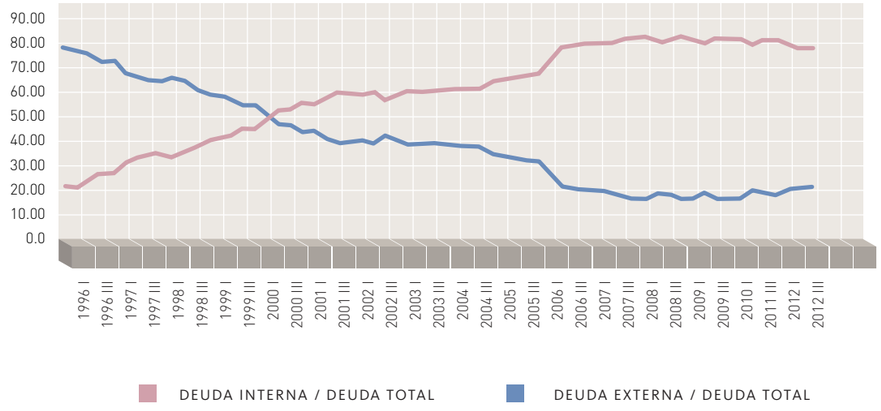


Fuente: datos trimestrales de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

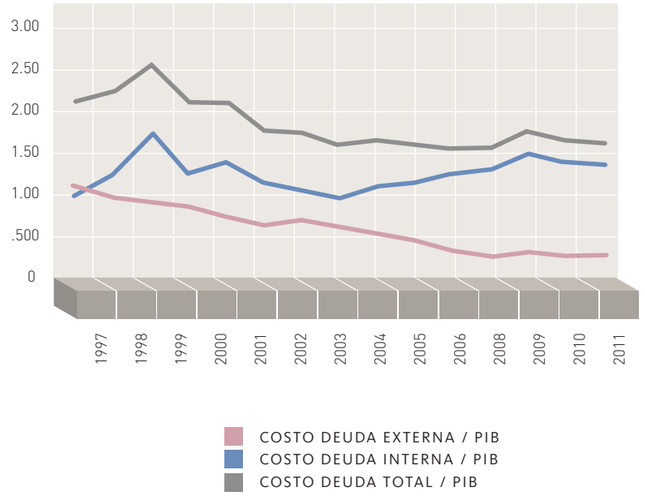
EL PROCESO DE RECONFIGURACIÓN DEL CRÉDITO PÚBLICO

En la sección precedente se explicaron las características centrales de la política de crédito público de los últimos doce años: las bases de las cuáles partieron, los fundamentos conceptuales, los actores que participaron en ella y el entorno en el que actuaron, así también de cómo ésta se reflejó en variables agregadas de crédito público. En esta sección se explican hitos en el proceso de implementación de esa estrategia desde el año 2000, las acciones clave que permitieron que un capítulo de la historia del crédito público haya podido concretarse. Se explica primero la estrategia para el mercado externo y posteriormente la del mercado interno.

6.6 PROPORCIÓN DEUDA INTERNA Y EXTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL (BRUTA)



Fuente: datos trimestrales de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.



Administración de pasivos externos

La actividad de sustitución de deuda externa por interna, o por emisiones internacionales en mejores condiciones, se aceleró en 2000. Entre 2000 y 2002 hubo operaciones para retirar del mercado bonos Brady, también se llevaron a cabo prepagos de obligaciones con los mercados internacionales, con organismos financieros internacionales y con la banca comercial, incluyendo al Club de París.[35]

Fue en 2003 cuando se cerró por completo una etapa en la historia financiera de México. El 11 junio de ese año, ésta concluyó con la cancelación de los Bonos Brady. Estos bonos tenían anexados varios mecanismos de garantía, además del bono cupón cero del Tesoro norteamericano. Uno de ellos eran los llamados *Value Recovery Rights*, un *warrant* atado a los ingresos petroleros que le permitiría al acreedor resarcir pérdidas en caso de que México mejorara sus ingresos por ese ingreso adicional. El vencimiento original era en el año 2019. Ante el escenario de la recuperación de los precios del petróleo,[36] las estimaciones de la oficina de crédito público respecto al valor del vencimiento de los bonos eran de un muy alto costo fiscal.[37] La actividad de canje de esos bonos se intensificó desde unos años antes, hasta llegar a la liquidación de todos los que se encontraban en el mercado. Se amortizó anticipadamente un monto de 5 607.6 mdd, con lo cual se completó la liquidación total de un monto emitido originalmente por 35 858.5 mdd. Se estimó que el ahorro (en valor presente neto) de la operación fue por 1 181 mdd.

Además, en 2003 se hicieron colocaciones en los mercados internacionales por 7 356.7 mdd, monto 83.9% superior al emitido durante el año anterior. Esos recursos permitieron llevar a cabo operaciones de refinanciamiento y amortización de pasivos del Gobierno Federal que se encontraban en condiciones financieras menos favorables.[38]

Como ya se mencionó, ese año se incorporaron las Cláusulas de Acción Coletiva (CACS o *collective action clauses*). Estas cláusulas constituyen un mecanismo que facilita el proceso de renegociación de los términos de deuda externa en el caso de que esto sea necesario. México fue el primer emisor soberano en incluir cláusulas de acción colectiva sentando un importante precedente en los mercados internacionales de capital.[39]

Las operaciones de manejo de pasivos ha sido una actividad constante de la oficina de crédito público. Como ejemplo de éstas, en abril de 2004 el Gobierno Federal convocó a los tenedores elegibles de bonos UMS 2019, UMS 2022 y UMS 2026 a una oferta pública de intercambio en los mercados internacionales.[40] Ese mismo año se hizo una nueva amortización anticipada de créditos con el BID, el FIDA y el Banco Mundial.

[35] SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, años 2000 a 2002.

[36] Los precios del petróleo se mantuvieron en niveles bajos históricos entre 1986 y 2001, pero a partir de 2001 iniciaron un ascenso a niveles históricos.

[37] Entrevistas a Andrés Conesa y Alonso García.

[38] SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, 2003.

[39] Entrevistas a Andrés Conesa y Alonso García; SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, las finanzas públicas y la deuda pública, 2003.

[40] La oferta de intercambio se realizó a través de un proceso de subasta, en donde se intercambiaron los bonos emitidos por el Gobierno Federal denominados en dólares con vencimiento en los años 2019, 2022 y 2026 por reaperturas de los bonos con vencimientos en 2014 y 2033. Véase SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, las finanzas públicas y la deuda pública, 2004.

LOS BONOS BRADY: UN CAPÍTULO EN LA HISTORIA DEL CRÉDITO PÚBLICO EN MÉXICO

ANDRÉS CONESA LABASTIDA

Durante el periodo que tuve el honor de encabezar la Dirección General de Crédito Público (DGCP), participé en varios proyectos y operaciones que por su trascendencia fueron y continuarán siendo cruciales para consolidar la nueva fisonomía de las finanzas públicas en México. Me gustaría, sin embargo, aprovechar este espacio para elaborar en uno en particular que considero clave por sus repercusiones positivas en el entorno macroeconómico del país.

Recién nombrado Director General de Crédito Público a principios de 2003, recibí el encargo de culminar el retiro anticipado de los cerca de 33 mil mdd de Bonos Brady (BB) que nuestro país había contratado a finales de 1989 y que tenían un vencimiento original en 2019. Cuando entré a trabajar a la Secretaría de Hacienda en 1990 siendo aún estudiante de licenciatura, esta reestructura de nuestra deuda externa era el tema más importante en la agenda y, por supuesto, jamás imaginé que a mí me tocaría concluirla exitosamente cerca de 15 años después.

Los BB nacieron producto de un intercambio de la deuda que el gobierno mexicano tenía contratada principalmente con la banca comercial internacional y que había sido reestructurada en repetidas ocasiones durante la década de los ochenta. Al lograr el intercambio de los créditos bancarios por los nuevos bonos, el gobierno mexicano obtuvo un importante descuento pues los BB tenían garantizado el principal y una parte de los intereses a través de bonos cupón cero del gobierno de Estados Unidos. Sin embargo, tenían un componente de costo importante producto de cupones onerosos y un elemento muy importante de riesgo y vulnerabilidad, pues le ofrecían a los acreedores la posibilidad de tener una mayor recuperación mediante una especie de *warrant*, conocido como *Value Recovery Rights* (VRRs), que incrementaba el servicio de la deuda si el precio de la mezcla mexicana de petróleo superaba cierto nivel pre acordado.

Después de una pausa de cuatro años, entre 1993 y 1997, para completar mis estudios de doctorado, me reincorporé a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Fue en esa época cuando se dieron los primeros esfuerzos para recomprar estos BB, generando importantes ahorros en el pago de intereses al sustituirlos por deuda nueva emitida en los mercados de capitales con mejores condiciones de costo y plazo, y dotando a las finanzas públicas de una mayor liquidez al recuperar el colateral asociado a los mismos. Más aún, al cancelar los VRRs que acompañaban a los bonos, se logró eliminar el componente de riesgo asociado al precio del petróleo. Para mí, quizá el mensaje más importante de este capítulo en la historia de la deuda pública es que la consistencia en la instrumentación de las políticas públicas viene acompañada de recompensas. Basta revisar todos los ejemplares de los Criterios Generales de Política Económica para los años comprendidos entre 1997 y 2003, y en todos ellos aparece como un lineamiento fundamental estas acciones de refinanciamento, de ahorros, de recuperación de colateral y de mitigación de riesgos.

Toda vez que los BB fueron retirados gradualmente a lo largo de un periodo de varios años, un análisis preciso de los ahorros debería tomar en cuenta cada operación de recompra. Sin embargo, no quiero dejar de resaltar el impacto positivo de estas acciones pues creo que no se han puesto en su justa dimensión, particularmente en lo que toca al ahorro asociado a la cancelación de los VRRs. Por ello, me permití hacer un ejercicio para calcular los ahorros en el pago de intereses comparando el costo promedio actual de la deuda externa de mercado contra el costo de los cupones de los BB sobre el saldo original de 33 mil mdd resultando en un ahorro anual de 300 mdd a los actuales niveles de tasas de interés. El cálculo más interesante resulta cuando se hacen los números de lo que tendríamos que estar pagando cada año a los tenedores de los VRRs al comparar el precio de la mezcla mexicana de petróleo de exportación observado contra el nivel fijado en los VRRs. Así por ejemplo, con el nivel actual de cerca de 100 dólares el barril, los pagos a los tenedores serían por alrededor de 1.2 mil millones de dólares por año. Considerando que los BB junto con sus respectivos VRRs vencían originalmente en 2019, la cancelación anticipada de éstos permitió obtener importantes ahorros en valor presente. Tan sólo para el periodo que abarca del día de hoy hasta su vencimiento original, los ahorros serían equivalentes a cerca de 9.5 mil mdd, un monto casi dos veces superior al presupuesto 2012 aprobado por el H. Congreso de la Unión para el programa Oportunidades del Gobierno Federal.

Nunca olvidaré ese evento simbólico en la residencia oficial de Los Pinos con la presencia de las autoridades mexicanas, el Secretario del Tesoro de Estados Unidos y el Director Gerente del FMI, en el que se canceló el último Bono Brady, como tampoco se me olvidan muchos otros proyectos y tareas en las que participé como funcionario en la Secretaría de Hacienda.

Recuerdo particularmente el diseño e implementación del programa de blindaje financiero que se instrumentó en el año 2000 para garantizar una transición ordenada de gobierno. Gracias a la negociación de una serie de líneas de crédito con el mercado financiero, con los organismos internacionales y con el gobierno de Estados Unidos se logró evitar una turbulencia financiera como la del anterior cambio de administración en 1994, que resultó en una de las crisis más profundas en la historia del país. No fue

necesario utilizar las líneas; el sólo hecho de tenerlas por un monto sustancialmente mayor a las necesidades de recursos fue suficiente para disuadir cualquier tipo de especulación.

Otro proyecto que se consolidó durante esos años fue el programa de coberturas de petróleo del Gobierno Federal. En esos años, se sentaron las bases de un programa institucional y permanente para cubrir los riesgos asociados al precio de este insumo, lo que ha ayudado desde ese entonces a contar con una política de coberturas de largo plazo consistente y disciplinada, factor determinante en la estabilidad de las finanzas públicas.

Asimismo, durante aquellos años se avanzó decididamente en la transparencia de la información de las cuentas del gobierno. Comenzó el seguimiento y publicación de la deuda ampliada del sector público, al ya incluir no sólo la deuda directa sino también toda la indirecta, con lo que se imprimió una mayor transparencia a las cuentas públicas. Lo que hoy se aprecia como algo normal y como una práctica recurrente, es algo que inició a finales de los noventa y que se consolidó en los primeros años de la década pasada. Esa transparencia en la información ha sido fundamental para que se tomen decisiones más adecuadas tanto en el sector público como en el privado.

Para concluir, me gustaría destacar una de las funciones de la DGCP que es menos visible pero no menos importante. Su titular representa al Gobierno Federal en situaciones en las que este último es accionista o garante en empresas tanto públicas como privadas. Participé como consejero en las distintas instituciones de la Banca de Desarrollo y, por ejemplo, en las decisiones asociadas a otras empresas en la que tenía interés el Gobierno Federal como Satélites de México. Fue en esa capacidad cuando tuve mi primer contacto con el mundo de la aviación, pues el Director General de Crédito Público tenía un asiento en el consejo de CINTRA, la controladora de aerolíneas que en aquel entonces era controlada mayoritariamente por el Instituto de Protección al Ahorro Bancario.

Sin duda, mi paso por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y en particular por la DGCP, ha sido una de las experiencias más enriquecedoras y formativas de mi vida profesional. Creo, en lo personal, que en los años en que tuve la fortuna de colaborar en esas áreas estratégicas del gobierno, se pudieron concretar muchos proyectos que permitieron mejorar las condiciones de contratación de la deuda pública de México, el desarrollo del mercado de deuda local y del sistema financiero en general, así como medidas que protegieron los precios del petróleo, que es un insumo esencial para las finanzas públicas de México. Esto no hubiera sido posible sin contar con la confianza y el apoyo de grandes seres humanos como Francisco Gil Díaz, Ángel Gurría, Martín Werner, Agustín Carstens, Alonso García Tamés, José Antonio Meade y Gerardo Rodríguez Regordosa, así como de todo el equipo de colaboradores de las Direcciones Generales de Planeación Hacendaria y Crédito Público de quienes no recibí más que dedicación, profesionalismo y un alto sentido de responsabilidad.

En 2005 y 2006 se llevaron a cabo dos grandes conjuntos de operaciones que aceleraron la transición para convertir la deuda externa en interna. El primero fueron las operaciones de prefondeo y la emisión de *warrants* en 2005. El segundo fue la amortización anticipada de deuda con los organismos financieros internacionales a través del canje de Brems por Bondes D en 2006.[41]

La operación de "prefondeo" se realizó en dos etapas. Primero, el Gobierno Federal adquirió 2 878 mdd de la posición de reservas internacionales del Banco de México para completar, junto con los recursos obtenidos por las operaciones de prefinanciamiento externas realizadas anteriormente, un monto superior a 4 767 mdd. Posteriormente, el gobierno utilizó parte de esos recursos para cancelar anticipadamente bonos emitidos en los mercados internacionales por un monto equivalente a 1 405.9 millones de dólares.

La emisión de *warrants* fue una operación innovadora sin precedente en los mercados financieros internacionales. Se trataba de títulos que otorgan a su tenedor el derecho, más no la obligación, de intercambiar al término de su vigencia ciertos bonos denominados en dólares emitidos por el Gobierno Federal en los mercados internacionales, por Bonos de Desarrollo a tasa nominal fija en moneda nacional emitidos en México (Bonos M). En el tercer trimestre de 2006 se anunció el resultado del primer vencimiento.[42]

La amortización anticipada de deuda con los organismos financieros internacionales a través del cambio de Brems por Bondes llevada a cabo en 2006, fue una operación que aceleró la transición para transformar la deuda externa en interna. Esta operación se logró aprovechando la acumulación de reservas del Banco de México.[43]

El crecimiento del valor de las exportaciones mexicanas, principalmente las petroleras, en esos años llevó a una acumulación de reservas internacionales, la cual se esterilizaba a través de la emisión de Brems por el Banco de México. Los Brems se emitían desde el 3 de agosto de 2001 con el fin de facilitar la conducción de la política monetaria del banco central y se dejaron de emitir a partir del tercer trimestre del 2006, justo con esta operación. La lógica de los Brems era que Banco de México tuviera sus propios títulos con un mayor plazo que los Cetes, lo cual le permitiría realizar operaciones de esterilización más eficientes.[44] La importancia de la creación de los Brems fue que permitió separar los objetivos de política fiscal (que se daba a través de la emisión de Cetes), de los objetivos de política monetaria (que se darían a través de la regulación monetaria vía los Brems).

Previo a ello, las dos funciones, financiamiento público y regulación monetaria, se hacían a través de los Cetes. El nacimiento de los Brems contribuyó a solucionar un conflicto que se presentaba en el "desayuno de Cetes de los viernes"[45]: el monto de la emisión de Cetes era determinado por la Secretaría de Hacienda, por lo que la disponibilidad de esos títulos no necesariamente coincidía con las necesidades del banco central para operaciones de regulación monetaria; había ocasiones en que el Gobierno Federal necesitaba colocar ciertos montos para obtener financiamiento, pero el banco central, por necesidades de suministro de liquidez, buscaba inyectarla mediante operaciones

[41] Entrevista a Gerardo Rodríguez.

[42] SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, años 2005 y 2006.

[43] Entrevistas a Gerardo Rodríguez y Francisco Gil.

[44] *Ibid.*

[45] Reunión en la cual la Secretaría de Hacienda y el Banco de México acordaban la emisión de Cetes del martes siguiente.

UN EJEMPLO DE INNOVACIÓN: CLÁUSULAS DE ACCIÓN COLECTIVA EN LOS BONOS MEXICANOS

ALONSO GARCÍA TAMÉS

Desde los años ochenta, México ha sido un referente en materia de manejo de deuda soberana. Fue el primer país en entrar en un proceso de reestructura bancaria de su deuda externa a principios de esa década, y uno de los países que lideró la sustitución de su deuda bancaria externa por endeudamiento a través de la emisión de bonos. Así, México ha sido un innovador importante en varios aspectos de gestión de deuda externa. Quisiera referirme a uno de esos ejemplos de innovación.

Quizás uno de los retos más importantes surgidos a raíz de la arriba mencionada sustitución de deuda bancaria por emisión de bonos, resultó de la complejidad siguiente: la que representa para un país y sus acreedores llegar a un acuerdo para reestructurar las obligaciones de deuda pública externa en donde los tenedores de dicha deuda pasaron a ser un amplio y diverso grupo de inversionistas en lugar de un grupo homogéneo, compacto y mucho menos numeroso de instituciones bancarias. Ese había sido el caso de las reestructuras de deuda llevadas a cabo antes de la sustitución de acreedores referida.

Esa problemática quedó de manifiesto en el proceso que se vivió como resultado de la crisis de la deuda argentina de 2001, cuando ese país entró en una suspensión de pagos cuya negociación los enfrentó a un grupo de obligacionistas internacionales.

En aquella época, los bonos emitidos bajo "Ley de Nueva York", requerían del acuerdo del 100% de los obligacionistas para que las condiciones de pago pudieran ser modificadas. Esto resultaba en que uno solo de los tenedores de bonos podía bloquear la reestructura de la deuda de un país aun y cuando los términos de ésta hubieran sido aceptados por una amplia mayoría de los acreedores.

"El ejemplo de México lo siguieron otros países emisores que en algunos casos modificaron las condiciones establecidas por México en sus CAC*."*

De esas condiciones, resultó que surgieran dos iniciativas para atacar el problema. Por un lado, el *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) promovido desde el Fondo Monetario Internacional, que consistía en un mecanismo de resolución de suspensión de pagos de soberanías y, por el otro, las Cláusulas de Acción Colectivas (CAC) que era una solución respetuosa de los principios de mercado. Las CAC consisten en establecer un conjunto de condiciones para que algunos términos de los bonos pudieran ser modificados por un porcentaje importante de obligacionistas pero que no requiriera el acuerdo del 100% de los mismos. La iniciativa de la CAC y que era promovida por diferentes agrupaciones de obligacionistas y operadores de los mercados internacionales de bonos y respaldada por John Taylor, el entonces Subsecretario del Tesoro de Estados Unidos.

El objetivo de los promotores de ambas soluciones era contar con un mecanismo de reestructuración de pagos soberanos más ágil y que le ahorrara a los involucrados los enormes costos e incertidumbres propios del proceso. Para los países deudores, el resultado del debate era de la mayor importancia debido al impacto en tasas de interés que podría resultar de la adopción de alguno de estos mecanismos. En efecto, adoptar una solución que aumentara el riesgo moral para los inversionistas, podría repercutir en que los países emisores de deuda tuviesen que enfrentar tasas de interés más elevadas para financiarse.

México, como uno de los principales países deudores de las economías emergentes, fue un activo participante en las discusiones y decidió dar un paso que a la postre sería definitorio para que la propuesta del SDRM fuera rechazada durante las reuniones del FMI y el Banco Mundial en la primavera de 2003.

A principios de ese año, mientras se desarrollaba el debate respecto del mecanismo a utilizar para facilitar las reestructuras de los países y se elaboraba por parte del FMI la propuesta del SDRM, las diferentes agrupaciones de obligacionistas manifestaban sus opiniones respecto de los aspectos que deberían ser incluidos en las CAC.

Las propuestas variaban principalmente en dos aspectos. Por un lado, respecto de las condiciones originales de los bonos que podrían ser modificadas por una supermayoría y, por el otro, en cuanto al porcentaje de obligacionistas mínimo necesario para llevar a cabo esas modificaciones.

Los planteamientos de las organizaciones mostraban umbrales diferentes para poder modificar las condiciones de pago de los bonos. En opinión de México, los porcentajes eran demasiado elevados para impedir que la reestructura pudiera ser bloqueada por un grupo relativamente pequeño de acreedores. Así se derrotaba el objetivo de adoptar una mecánica de reestructuración en donde una minoría no pudiese frenar una reestructura aprobada por una mayoría amplia.

"El 3 de marzo de 2003 México colocó el primer bono soberano con CAC bajo Ley de Nueva York.[…] Desde entonces, todos los bonos mexicanos colocados en el mercado de Nueva York incluyen CAC."

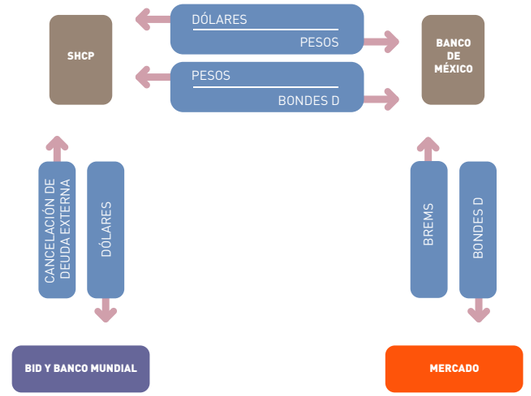
Fue entonces cuando en lugar de continuar negociando las CAC con las distintas asociaciones de obligacionistas y operadores, se decidió llevar a cabo una colocación de bonos bajo la Ley de Nueva York, donde se incorporasen CAC que fuesen aceptables para los compradores de deuda mexicana.

Para ello, la Secretaría de Hacienda contactó a JP Morgan, quien ayudó a calibrar los términos de las CAC con base en lo que en su experiencia y contacto con el mercado, serían las aceptables por los inversionistas. El componente de las CAC sobre el que mayor discusión se había tenido con las asociaciones de obligacionistas y operadores, era el relativo al porcentaje mínimo necesario para modificar los términos de pago del bono. México proponía un nivel de 75% mientras que el nivel requerido por algunas de las asociaciones alcanzaba el 85%.

El 3 de marzo de 2003 México colocó el primer bono soberano con CAC bajo Ley de Nueva York. El anuncio se realizó desde las oficinas de Cleary Gottlieb cuyos abogados Mark Walker y Wanda Olson fueron cruciales para que la emisión tuviera éxito. Desde entonces, todos los bonos mexicanos colocados en el mercado de Nueva York incluyen CAC. El ejemplo de México lo siguieron otros países emisores que en algunos casos modificaron las condiciones establecidas por México en sus CAC. Sin embargo, en emisiones ulteriores, las CAC incorporadas por la mayor parte de los países en sus obligaciones soberanas, incluyendo las de algunos de estos emisores, han ido convergiendo a las establecidas por México en esa primera emisión.

El aspecto más importante a destacar de la experiencia de México y otros países que le siguieron, es que no hay evidencia empírica que indique que la inclusión de las CAC se haya reflejado en mayores niveles de tasas de interés en los bonos que coloca nuestro país en el exterior. Una de las posibles explicaciones de este efecto es que los obligacionistas perciben que la incorporación de las CAC en los bonos soberanos, resulta en un aumento de costo resultante de un mayor riesgo moral que es compensado por una reducción en el costo asociado al beneficio de contar con un proceso más ágil de una eventual reestructuración de la deuda.

ESQUEMA DE LA OPERACIÓN DE INTERCAMBIO DE BREMS POR BONDES D



de compra de Cetes, o a la inversa. Antes de los Brems la política monetaria y la fiscal podían ir en sentidos opuestos, pero para 2006 ese conflicto ya se había resuelto, dado que se habían establecido bases de coordinación sólidas para evitar el problema, por lo que se abría la posibilidad de descontinuar el instrumento. [46]

Entre junio y agosto de 2006, en una operación conjunta entre el Banco de México y la Secretaría de Hacienda, a los inversionistas institucionales del sistema financiero local se les intercambiaron los Brems por Bondes D, que en ese momento se empezaban a emitir.[47]

El Gobierno Federal entregó los Brems que obtuvo a cambio de Bondes D al banco central, proporcionando éste el monto equivalente en dólares provenientes de las reservas. Esa liquidez se utilizó para una amortización anticipada de algunos créditos contratados con el BID y el BM por un monto aproximado de 7 mil mdd.[48] Esta operación también aceleró la transición para transformar la deuda externa en interna.[49] La deuda externa del Gobierno Federal como porcentaje del total pasará de 32.5 a 28.5 por ciento.

Cabe señalar que los Bondes D sustituyeron a los Brems en cuanto al manejo que el banco central hace de estos instrumentos con fines de regulación monetaria. Como instrumento financiero, los Brems y los Bondes D son iguales, la diferencia es que los Brems eran emitidos por el banco central, mientras que los Bondes D son emitidos por el Gobierno Federal.[50]

Entre 2008 y 2010 la emisión de bonos globales se encaminó a la creación de nuevos

[46] Entrevistas a Gerardo Rodríguez, Francisco Gil y Federico Rubli.

[47] La primera colocación de Bondes D fue ese agosto de 2006. Esa primera colocación (especial) de Bondes D con 5 plazos: 1, 2, 3, 4 y 5 años. A partir de entonces Banxico dejó de colocar Brems e inició la colocación de Bondes D para fines de regulación monetaria. La colocación regular de Bondes D (de financiamiento interno) por medio de las subastas tradicionales inició en el cuarto trimestre de 2006. Al salir los Brems, la Secretaría de Hacienda se comprometió, mediante un convenio, a hacer disponible la cantidad de títulos que el banco central requiriera para operaciones de regulación monetaria.

[48] Entrevistas a Gerardo Rodríguez y Francisco Gil.

[49] *Ibid.*

[50] Entrevistas a Alejandro Díaz de León y Federico Rubli.

referentes a plazos más largos, así como a la consolidación de la parte larga de la curva de rendimientos en dólares. En 2008 se emitió un nuevo bono de referencia a 30 años, en condiciones sumamente favorables para el gobierno, ya que el costo de financiamiento del instrumento fue el más bajo que se ha tenido emisiones con plazo a 30 años.[51]

EL BONO CENTENARIO (MEDALLA CONMEMORATIVA) QUE FUE LANZADO AL MERCADO EN OCTUBRE DE 2010, ES UNA MUESTRA DE LA SOLIDEZ FINANCIERA DEL PAÍS.

En octubre de 2010 se realizó una emisión en los mercados de capital por un monto total de 1 000 mdd mediante la colocación de un bono global con vencimiento en 2110, el llamado bono centenario. El bono tuvo un rendimiento al vencimiento de 6.10% y un cupón de 5.75%. La operación representó la mayor colocación de que se tenga registro a plazo de 100 años. México es el primer país latinoamericano en poder realizar una transacción a este plazo y el segundo emisor soberano en hacerlo (China emitió 100 mdd en 1996 a un rendimiento de 9%). La emisión se llevó a cabo en condiciones de costo favorables para el gobierno, se ubicó incluso por debajo de la última colocación que se realizó a plazo de 30 años en abril de 2010 de 6.22%.[52] Posteriormente, en agosto de 2011 se realizó la reapertura del bono a 100 años por 1000 mdd.[53]

Aprovechando las condiciones favorables, en 2010 también se llevaron a cabo colocaciones en los mercados internacionales que permitieron diversificar divisas, como fue el caso de colocaciones en euros y en yenes. Esa operación en yenes tuvo una demanda de dos veces el monto emitido con una participación principalmente de inversionistas institucionales de Japón.[54] En mayo de 2012 se realizó la emisión de dos bonos públicos no garantizados en el mercado japonés con vencimientos en 2015 y 2017 por un monto acumulado de 80 mil millones de yenes; ello en una estrategia para regresar al mercado japonés después

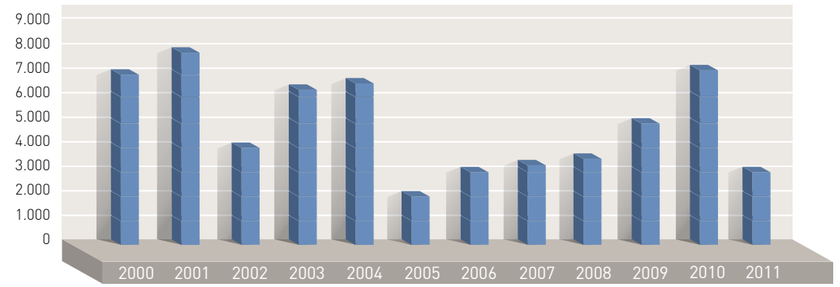
[51] Entrevistas a Agustín Carstens, José Antonio Meade y Gerardo Rodríguez.

[52] SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, años 2008, 2009 y 2010.

[53] Tres días hábiles antes de la reapertura, la calificadora Standard & Poors había bajado la calificación crediticia soberana de Estados Unidos. Tras ese anuncio los mercados registraron un notable aumento en la incertidumbre y un recrudecimiento en la aversión al riesgo. No obstante, se mantuvo el interés del mercado por ese bono, lo cual dio lugar a varios reconocimientos hacia México como emisor soberano. Entrevista a Alejandro Díaz de León.

[54] Esa transacción fue el resultado de un acuerdo entre el gobierno de México y el Japan Bank for International Cooperation (JBIC), mediante el cual, esta institución japonesa garantiza hasta 95% de la colocación a través de un programa de garantías que facilita al gobierno mexicano el acceso a los mercados de capitales en Japón. Esa garantía lo convirtió en un instrumento de calidad crediticia AAA. SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública, 2010.

6.7 EMISIONES EN MERCADOS INTERNACIONALES (MDD)



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Reconocimientos 2006-2011

* En 2006, la revista Euromoney le otorgó a México el premio a la transacción del año por la emisión de 3 series de warrants que permitieron intercambiar un monto aproximado de 2,500 millones de dólares de deuda externa por interna ante la innovación del instrumento.
* En 2007, la revista Latin Finance le otorgó a México el premio al emisor del año (Best Sovereign Issuer) por las dos transacciones de manejo de pasivos realizadas durante el año, que le permitieron al gobierno mexicano extender el plazo y la duración de la deuda externa y mejorar la composición del portafolio de deuda de México, intercambiando deuda externa por interna.
* En 2008, la publicación Euromoney le otorgó el premio Emerging Market Sovereign Deal of the Year por la emisión del Bono UMS 2019 por un monto 2,000 millones de dólares, a una tasa de 5.95% durante la crisis financiera, ya que este bono significó la reapertura del mercado de dólares para economías emergentes. La publicación Emerging Markets le otorgó el premio a la Mejor Transacción Del Año de América Latina (Best Deal Latin America 2008).
* En 2009, la revista Futures and Options World le otorgó al Gobierno Mexicano el premio a la transacción más Innovadora y Creativa en Derivados (Most Innovative or Creative use of Derivatives) por la cobertura petrolera realizada para garantizar los ingresos presupuestales para 2009.
* En 2010, el International Finance Review (IFR) le otorgó el premio como el mejor bono en yenes a la emisión del bono garantizado por el Japan Bank for International Cooperation (JBIC) realizada en diciembre de 2009. Este bono representó el regreso de México al mercado japonés de deuda y fue la mayor transacción llevada a cabo con una garantía del JBIC.
* La revista Euromoney le otorgó a la emisión del bono en yenes con vencimiento en 2020 el reconocimiento de Japan Deal of the Year, por ser la segunda emisión realizada con la garantía del JBIC, reiterando el compromiso del Gobierno de mantener presencia en el mercado japonés y diversificar su base de inversionistas.
* En octubre de 2010, el Gobierno Federal emitió un bono a 100 años, alcanzando el mayor monto de que se tenga registro para este tipo de transacciones y convirtiendo además a México en el primer país latinoamericano en poder realizar una transacción a este plazo y el segundo emisor soberano en hacerlo.
* También en 2010 se incorporaron los bonos a tasa fija denominados en pesos al World Government Bond Index (WGBI), convirtiendo a México en el primer país latinoamericano en conformar parte del índice. Con esto se integró a un grupo selecto de 23 países.
* En 2011, Latin Finance le otorgó a México los premios de mejor emisor (Best Sovereign Issuer) y mejor transacción (Best Deal of the year) por la reapertura del bono en dólares a 100 años.

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

LA FORTALEZA DE LAS FINANZAS PÚBLICAS HA PERMITIDO LA COLOCACIÓN DE BONOS A TASA FIJA Y A LARGO PLAZO.

de más de una década, la cual se pudo cristalizar gracias a la emisión garantizada de 2010.[55]

Es importante enfatizar que esta política de crédito público ha permitido un acceso amplio y favorable a los mercados internacionales. Ello se refleja en las calificaciones otorgadas a los bonos mexicanos por las agencias calificadoras. También se refleja en los reconocimientos internacionales que ha recibido México como emisor soberano. Para el gobierno, ha habido un "efecto reputación" positivo en los mercados internacionales, que a su vez repercute en el acceso y las condiciones.[56]

Estabilización y profundización del mercado interno

En materia de deuda interna, la Secretaría de Hacienda buscó incrementar el periodo promedio de vigencia de los títulos al reducirse la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante fluctuaciones adversas en tasas de interés y promover el desarrollo del mercado nacional de deuda. Así, como se mencionó anteriormente, en 2000 se emitieron por primera vez bonos a tasa fija a plazos de 3 y 5 años. En los años siguientes esos bonos se emitieron con plazo a 7 y 10 años. Con ello, el plazo promedio de los vencimientos de valores gubernamentales se incrementó y los Bonos de Desarrollo a tasa nominal fija se convirtieron en la principal fuente de financiamiento del Gobierno Federal.

A partir del cuarto trimestre de 2003, el programa de colocación de valores gubernamentales incluyó un nuevo bono a tasa nominal fija con un plazo de 20 años, el cual fue colocado por primera vez en octubre. La operación marcó la primera vez en la historia de México que se emite un instrumento de tasa fija a este plazo en el mercado interno. Esto reflejó la confianza en la salud de las finanzas públicas; como efecto de ello, en 2004 se incrementó de forma importante la presencia de inversionistas extranjeros en el mercado mexicano.[57]

En 2006 el Gobierno Federal inició la emisión regular de Udibonos a largo plazo. Ello, con el fin de complementar las emisiones de este tipo de instrumentos que se concentraban en un plazo de 10 años.[58] En octubre de 2006, se realizó la primera subasta de bonos denominados en pesos a un plazo de 30 años a tasa nominal fija de 8.08%, siendo la primera vez que se coloca en el país un

MÉXICO HA SIDO PREMIADO POR DIVERSOS MEDIOS INFORMATIVOS Y DE ANÁLISIS DEL MUNDO FINANCIERO DEBIDO AL BUEN MANEJO DE SU DEUDA Y A LOS INNOVADORES INSTRUMENTOS PARA EL MANEJO DE LA MISMA.

[55] Entrevista a Alejandro Díaz de León.

[56] Entrevistas a José Antonio Meade, Agustín Carstens, Gerardo Rodríguez y Alejandro Díaz de León.

[57] Entrevistas a Gerardo Rodríguez y Alonso García.

[58] Los Udibonos son títulos indizados a la inflación (en Unidades de Inversión, [Udis]). La primera emisión fue en mayo de 1996 a plazo de 3 años.

CON LA INCORPORACIÓN DE MÉXICO EN EL *WORLD GOVERNMENT BOND INDEX*, EN OCTUBRE DE 2010, SE CONTINÚA FORTALECIENDO LA PERCEPCIÓN DEL PAÍS EN EL EXTRANJERO, A LA VEZ QUE MEJORAN LAS PERSPECTIVAS DE DESARROLLO DEL MERCADO DE DEUDA MEXICANO. IMÁGENES DE DIVERSOS INSTRUMENTOS DE DEUDA INTERNA.

instrumento con esas características; este bono tuvo una excelente aceptación entre los inversionistas, con una demanda 6.3 veces la cantidad ofrecida. En 2008 ese instrumento se incorporó al programa de formadores de mercado.[59]

En 2010 se llevó a cabo un proceso de sindicación de deuda con bonos a tasa fija a 5 y 10 años, así como Udibonos a 30 años. La buena aceptación de estas emisiones en el sistema financiero mexicano también se reflejó en una mayor demanda por parte de inversionistas extranjeros. Las colocaciones sindicadas (método de subasta sindicada) han sido un paso relevante en el proceso de formación de precios y mantiene una distribución adecuada de la tenencia de los instrumentos colocados.[60]

En octubre de 2010 se formalizó la incorporación del mercado mexicano local de bonos gubernamentales a tasa fija en el *World Government Bond Index* (WGBI, elaborado por Citi). Si bien a partir de 2003 los bonos del Gobierno Federal se incorporaron en distintos índices globales,[61] la incorporación al WGBI fue un salto cualitativo relevante.[62] México se convirtió en el primer país latinoamericano y la segunda economía emergente en ser incorporado al mencionado Índice. Este Índice está integrado por

[59] Entrevista a Alejandro Díaz de León; SHCP, Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la deuda pública, 2006.

[60] Una operación sindicada es un proceso de venta de valores gubernamentales en el mercado primario en el que participan formadores de mercado como "distribuidores líderes". Esta operación complementa el esquema de subastas semanales de valores gubernamentales a través del Banco de México. Con las operaciones sindicadas se busca promover la liquidez de los instrumentos involucrados en el mercado secundario. Entre las ventajas de utilizar la subasta sindicada como método de colocación destacan las siguientes: se asegura que las nuevas emisiones tengan un monto en circulación inicial importante; se logra que éstas sean elegibles desde el inicio en los índices globales de renta fija en los que participa México; se logra una distribución amplia entre inversionistas locales y extranjeros; se promueve un proceso de formación de precios eficiente. Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público y Banco de México.

[61] En 2003 México fue incluido en el índice de instrumentos de deuda gubernamental *Government Bond Index Broad* (GBI Broad) elaborado por JP Morgan; entrevista a Alejandro Díaz de León.

[62] Entrevistas a Gerardo Rodríguez, Agustín Carstens y Alejandro Werner.

AMPLIO ACCESO A DIVERSAS FUENTES DE FINANCIAMIENTO EN CONDICIONES DE TASA Y PLAZO NUNCA ANTES VISTAS

ALEJANDRO DÍAZ DE LEÓN CARRILLO

Participar como parte de este esfuerzo por destacar algunos episodios de la historia del crédito público en México es un honor y un privilegio, tanto por la relevancia que ha tenido la conducción del endeudamiento público para la economía nacional, como por las distinguidas personas que me antecedieron en esta responsabilidad.

Al ser mi testimonio el que corresponde al periodo más reciente de la Unidad de Crédito Público, es especialmente importante reconocer que la amplia gama de posibilidades con las que actualmente cuenta el Gobierno Federal para cubrir sus necesidades de financiamiento, y en condiciones excepcionalmente atractivas en términos de costo y plazo, es el resultado del esfuerzo, estrategia y visión de quienes han tenido bajo su responsabilidad las funciones relacionadas con la conducción macroeconómica y financiera en México en las últimas dos décadas.

En ese sentido, y reconociendo que es común asumir los logros obtenidos como parte de la realidad cotidiana, considero que es útil poner en perspectiva lo mucho que se ha avanzado en desarrollar los mercados de deuda y consolidar el acceso a diferentes alternativas de financiamiento para el Gobierno Federal. Para ello, a continuación describiré y contrastaré acontecimientos de dos episodios, lejanos y aparentemente disociados, pero que ilustran el avance alcanzado en cuanto al desarrollo de los mercados locales y el acceso al financiamiento externo.

El primero corresponde a 1991, a los dos meses de haber ingresado a laborar en el Banco de México. Fui testigo de una decisión que fue parte de una serie de medidas que contribuyeron decididamente al desarrollo del mercado local de deuda. En septiembre de ese año, el Banco de México decidió eliminar el coeficiente de liquidez, requerimiento por el cual se obligaba a la banca múltiple a mantener un porcentaje de su captación en

títulos de deuda emitidos por el Gobierno Federal. En ese entonces, yo formaba parte de la Subgerencia de Análisis del Mercado de Valores cuyo titular era el Dr. Moisés Schwartz, mientras que el Gerente del área y el Tesorero del Banco de México eran el Act. Alonso García Tamés y el Dr. Agustín Carstens respectivamente. En esa área se evaluaron y diseñaron algunas de las alternativas para evitar que la eliminación del referido coeficiente de liquidez tuviera un efecto adverso en el mercado de dinero. Fue así como surgieron los Bondes Especiales, que permitieron una liberación gradual y ordenada de la tenencia de valores en poder de la banca. El abandono del coeficiente de liquidez implicó eliminar un instrumento de política que, entre otros propósitos, inducía una demanda forzosa por títulos del Gobierno Federal. Éste fue un paso indispensable para poder contar con precios de mercado en los títulos de deuda pública sin distorsiones regulatorias.

A dos décadas de distancia, hoy México cuenta con mercados financieros y una posición macroeconómica que dista mucho de necesitar medidas regulatorias para promover la demanda de títulos públicos. Más aún, el país ha podido consolidar un amplio acceso al financiamiento en los mercados externos e internos a las tasas más bajas y los plazos más largos de la historia. Para ilustrar el amplio acceso al financiamiento con el que se cuenta actualmente haré referencia a dos acontecimientos recientes.

El primero está asociado a uno de los momentos de mayor incertidumbre al que se ha hecho frente en los últimos dos años en los mercados financieros internacionales y que, hasta hace muy poco tiempo, era considerado como impensable: la degradación de la calificación de riesgo soberano de Estados Unidos por parte de Standard & Poors de AAA a AA+ con perspectiva negativa el viernes 5 de agosto de 2011. En los días previos a ese sorpresivo anuncio, la Unidad de Crédito Público había estado explorando la posibilidad de realizar una reapertura del bono a 100 años en dólares, ya que se habían presentado condiciones favorables en los mercados internacionales que nos permitirían colocar dicho bono con un rendimiento inferior al de su colocación original y consolidar a la emisión a 100 años como una referencia relevante de nuestra curva en dólares, y no sólo como una transacción ocasional.

El miércoles 3 de agosto se habían terminado de evaluar las condiciones de los mercados y se consideró procedente seleccionar a los bancos para realizar la colocación, con el objetivo de tener todo listo para poder ejecutar la transacción a partir del lunes siguiente. No obstante, el sorpresivo anuncio de la reducción de la calificación soberana de Estados Unidos, país cuya deuda pública es el mayor activo de reserva del mundo, desató un profundo nerviosismo entre toda la comunidad financiera internacional. Durante el fin de semana, el subsecretario Gerardo Rodríguez coordinó una serie de llamadas con participantes clave en los mercados para poder reaccionar oportunamente ante los diferentes escenarios que se pudieran presentar. Una de las preocupaciones más importantes era el funcionamiento de los mercados interbancarios, ante la posibilidad de que los intermediarios no estuvieran dispuestos a comprometer recursos hasta no tener claras las consecuencias de la baja de calificación en Estados Unidos. Bajo algunos escenarios, nuestros mercados podrían enfrentar retos considerables. Es claro que, en ese momento, la menor de las preocupaciones era la posible reapertura del bono a 100 años.

De un día a otro la degradación de la calificación soberana en Estados Unidos nos hizo pasar de la ofensiva de tratar de buscar una atractiva alternativa de financiamiento para el Gobierno Federal, a la defensiva de cómo conservar la integridad de nuestros mercados. El lunes y martes siguientes estuvieron marcados por un notable aumento en la incertidumbre y un recrudecimiento en la aversión al riesgo en todos los mercados. No era de sorprender que si el mayor y más importante activo libre de riesgo en el mundo podía degradarse, esto implicaba que el desempeño del resto de los activos podría ser aún más incierto. Para nuestra sorpresa, el miércoles 10 agosto se tuvo conocimiento de que existía interés en el mercado por nuestro bono a 100 años. Ello nos permitió, aunque no exento de importantes disyuntivas y preocupaciones, realizar la exitosa reapertura de dicho bono a una tasa de 5.96% con un libro con más de 100 inversionistas y demanda superior a los 2 600 mdd, lo que permitió emitir 1 000 mdd; el doble de lo que se tenía anticipado la semana previa. Esa transacción comprobó y demostró la solidez y amplia aceptación del riesgo de crédito de México, ello a pesar de que se emitió un instrumento a un plazo inusualmente largo y bajo un entorno especialmente complejo.[1] Esta colocación ilustra lo mucho que se ha avanzado para que el Gobierno Federal cuente con acceso permanente a diversas fuentes de financiamiento y en términos de costo y plazo excepcionalmente favorables.

El segundo acontecimiento está relacionado con la respuesta de los mercados locales de deuda ante el continuo y significativo deterioro de la crisis soberana y bancaria en la zona euro. Al respecto, la dinámica de la curva de rendimientos en pesos en junio y julio de 2012 reflejó las perspectivas positivas que tienen los participantes en los mercados financieros respecto a la solidez crediticia de México y sus expectativas de crecimiento, lo que contrasta con las correspondientes a otras economías, tanto emergentes como desarrolladas. En particular, toda la curva de rendimientos se redujo, principalmente los instrumentos de mayor plazo, siendo el ajuste en los bonos a 30 años de 115 puntos base del 29 de mayo al 13 de julio. Esta visión se resume con lo señalado por Bill Gross, fundador de PIMCO, a través de las redes sociales el 19 de julio, donde manifestó su interés por los títulos de deuda mexicana, inclusive por encima de la deuda alemana.[2]

Es importante destacar que el entorno actual aún está caracterizado por riesgos considerables y acontecimientos y disyuntivas para los que no se tiene un antecedente claro, lo que hace imprevisible los escenarios que podrían presentarse en los mercados internacionales. Se debe estar atento a la fragilidad financiera en algunas economías, a los riesgos asociados a la profunda laxitud monetaria que prevalece en las principales economías avanzadas y a los retos estructurales que enfrenta la zona euro. Adicionalmente, se debe estar alerta para que la internacionalización del mercado local de deuda siga traduciéndose en importantes beneficios para la economía nacional, entre los que destacan las condiciones de acceso al financiamiento para todos los agentes económicos. Ello, sin perder de vista los retos que pueden estar asociados a una creciente participación de extranjeros en el mercado de deuda local. Resguardar los logros alcanzados y continuar mejorando el funcionamiento de los mercados financieros locales en beneficio del sector público y privado, es una obligación y una responsabilidad de la mayor importancia para el desarrollo de nuestra economía y su capacidad de generar bienestar para la población.

[1] Esta colocación fue reconocida por las publicaciones *Latin Finance* y *Euromoney*.

[2] Bill Gross, "Let's see: would I rather own German or Mexican 10 year bonds? 1.5% or 5.7%? Huge potential debt/GDP or half that of the U.S.? Duh".

EN 2010 SE PUSO EN MARCHA EL PROGRAMA DE COLOCACIÓN DE TÍTULOS EN DIRECTO PARA TODO PÚBLICO CONOCIDO COMO CETESDIRECTO; EN LA IMAGEN, GERARDO RODRÍGUEZ REGORDOSA, TITULAR DE CRÉDITO PÚBLICO, EXPLICA EL PROGRAMA DE CETESDIRECTO ANTE EL PRESIDENTE CALDERÓN.

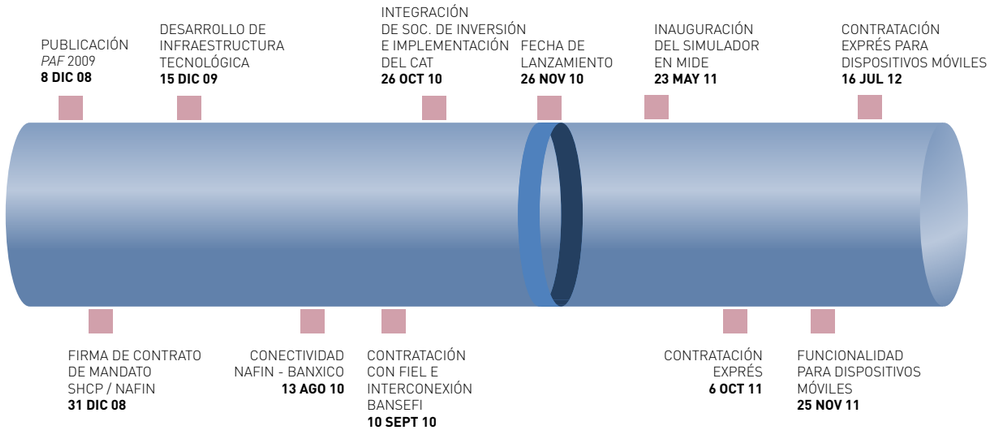
bonos de deuda gubernamental emitidos en los mercados locales de 23 de las principales economías del mundo. Con la incorporación de México en el WGBI se continúan fortaleciendo las perspectivas de desarrollo del mercado de deuda mexicano, ya que se amplía la base de inversionistas institucionales, se incrementa la demanda por instrumentos gubernamentales a lo largo de la curva de tasas de interés, y se mejoran las condiciones de liquidez y profundidad del mercado mexicano al contar con una mayor cantidad de inversionistas potenciales.

Por otra parte, el 26 de noviembre de 2010 se puso en marcha el programa de colocación de títulos en directo, *cetesdirecto*. El programa permite que inversionistas individuales adquieran Cetes directamente (desde montos de 100 pesos y sin comisiones). Esto representaba un cambio completo de paradigma en la distribución de valores gubernamentales.[63]

Este programa busca incrementar la penetración de los servicios financieros entre la población, particularmente la de menores ingresos, así como fomentar el desarrollo y la

[63] La idea de ofrecer directamente títulos de deuda pública venía desde los noventa, pero se concretó hasta ese momento, bajo la iniciativa de la Subsecretaría de Hacienda y la Unidad de Crédito Público.

6.8 EVOLUCIÓN DE LA IMPLEMENTACIÓN DE CETESDIRECTO



Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

profundización del sistema financiero mexicano, así como contar con un nuevo canal de distribución de deuda pública entre personas físicas. Para operar el programa, el gobierno otorgó un mandato a Nafin. La ventanilla es Bansefi, o bien por contratación directa vía teléfono o internet.

Operaciones de *Cetesdirecto*

El programa *Cetesdirecto* da un mecanismo con el que los ahorradores pueden llevar a cabo las siguientes operaciones:

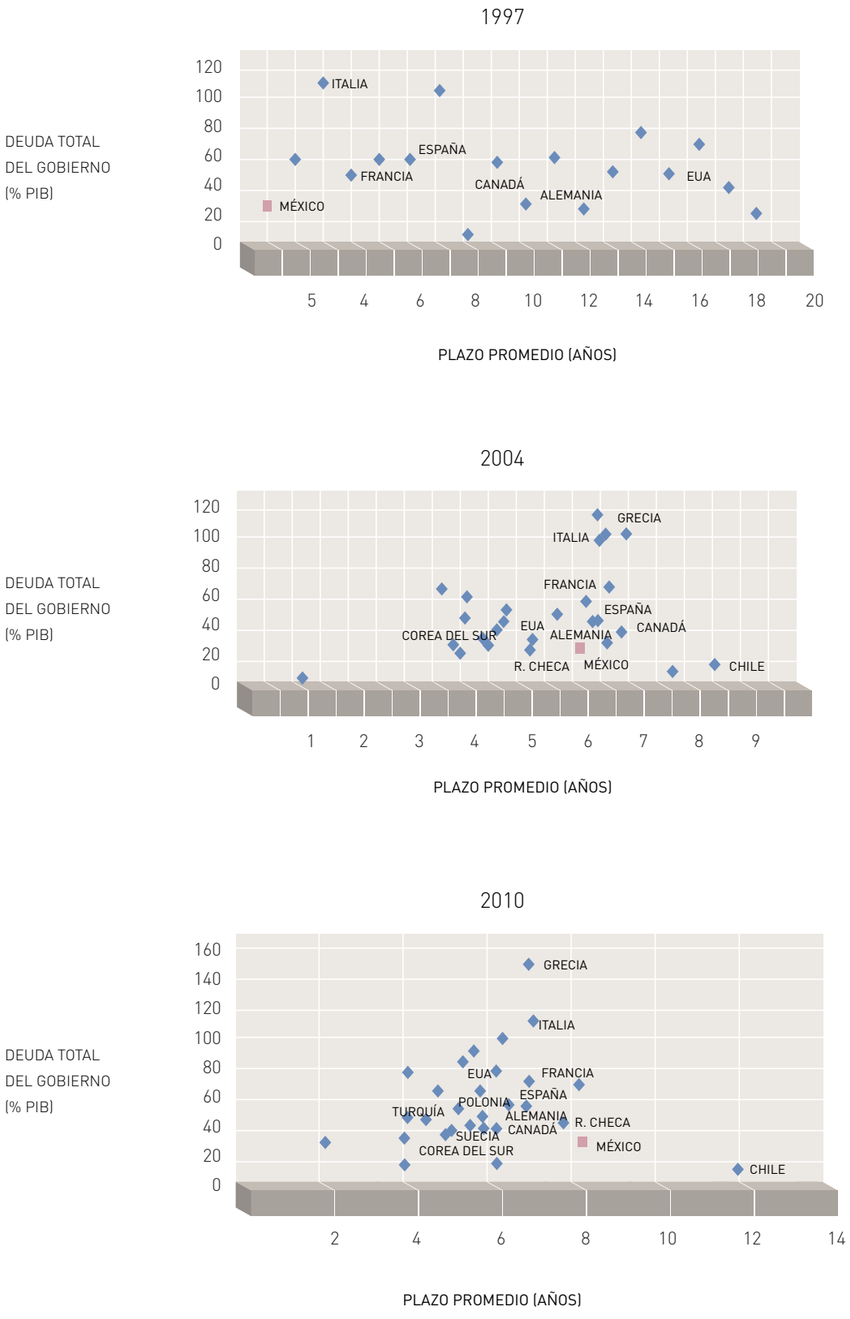
* Comprar valores gubernamentales
* Vender valores gubernamentales
* Consultar estados de cuenta
* Reinvertir el flujo derivado de la inversión (intereses y capital)
* Aprovechar un esquema de ahorro recurrente quincenal o mensual
* Recibir una constancia de retención de impuestos e información relacionada con los intereses reales y nominales recibidos

REFLEXIÓN FINAL

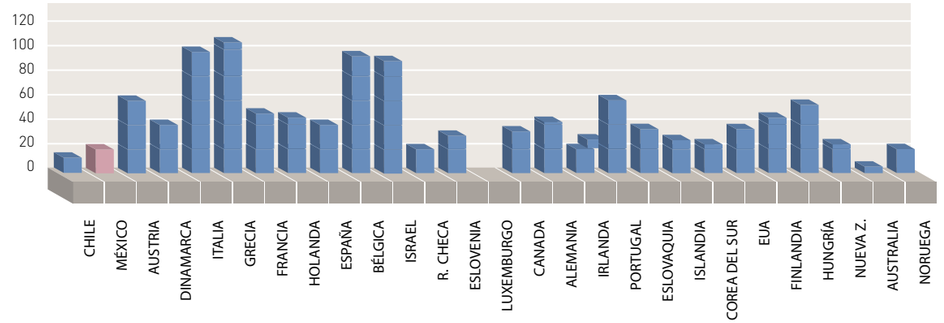
Visto en el concierto internacional, México ha avanzado significativamente en el manejo de la deuda del sector público, ello no sólo desde una perspectiva interna, sino también en relación con otros países. La comparación de México en el ámbito internacional en cuanto a la deuda pública respecto al PIB, así como en cuanto a la relación tamaño del endeudamiento *vis à vis* horizontes de vencimiento, muestran una situación mucho más favorable de nuestro país.

Este libro ha presentado una reflexión histórica de la gestión de la deuda pública en nuestro país, y documenta cómo se ha llevado a cabo en los últimos tres lustros. De ello

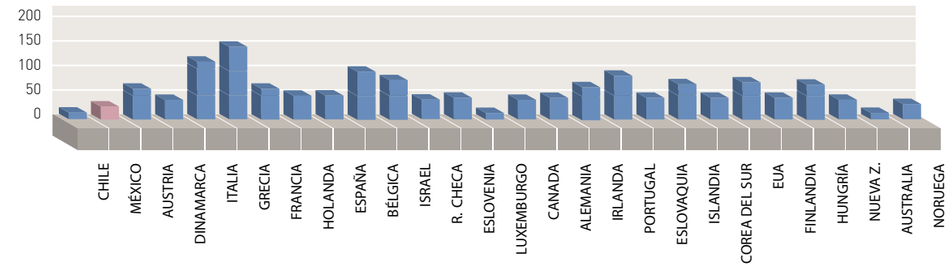
6.9 DEUDA TOTAL DEL GOBIERNO (% PIB)



6.10 DEUDA GUBERNAMENTAL (% DEL PIB 2004)



6.11 DEUDA GUBERNAMENTAL (% DEL PIB 2010)



se desprenden varias lecciones. Así, la última década y media contrasta con otros episodios de la historia económica de México, en los que ante choques internos o externos, el nivel, el costo y la estructura de los pasivos públicos adquirían una dinámica que desencadenaba graves crisis financieras y de finanzas públicas, con efectos adversos sobre la actividad económica y el bienestar de la población. México pasó de ser un ejemplo clásico de problemas de sobreendeudamiento, *pecado original* y de intolerancia a la deuda, a ser un caso de administración eficaz de pasivos. La deuda del Gobierno Federal se ha convertido en un factor de estabilidad de la economía mexicana. No obstante, la administración de pasivos del Gobierno Federal continuará presentando retos en los próximos años ante un entorno global incierto y altamente complejo. Hacia el futuro es imperante reforzar estos resultados, ya sea multiplicando este manejo en distintas áreas del sector público, así como manteniendo los fundamentos que los han permitido, como son una política de estabilidad macroeconómica, estrategias financieras con horizontes de largo plazo y preservando la profesionalización de los cuadros hacendarios.

REFERENCIAS

ENTREVISTAS

Agustín Carstens Carstens, 23 de julio de 2012
Andrés Conesa Labastida, 29 de mayo de 2012
Jonathan Davis Arzac, 19 de julio de 2012
Alejandro Díaz de León Carrillo, 4 de junio de 2012
Carlos García Moreno, 14 de junio de 2012
Alonso García Tamés, 20 de junio de 2012
Francisco Gil Díaz, 6 de junio de 2012
José Ángel Gurría Treviño, 26 de junio de 2012
Oscar Levín Coppel, 17 de mayo de 2012
José Antonio Meade Kuribreña, 8 de mayo de 2012
Rodrigo Ocejo, 17 de mayo de 2012
Guillermo Ortiz Martínez, 26 de junio 2012
Gerardo Rodríguez Regordosa, 11 de mayo y 22 de junio de 2012
Federico Rubli Kaiser, 11 de mayo y 26 de junio de 2012
Carlos Ruiz Sacristán, 31 de mayo de 2012
José Julián Sidaoui Dib, 15 de mayo de 2012
Jesús Silva Herzog Flores, 15 de mayo de 212
Francisco Suárez Dávila, 18 de julio de 2012
Enrique Vilatela Riba, 19 de julio de 2012
Alejandro Werner Wainfeld, 7 de junio de 2012
Martín Werner Wainfeld, 11 de junio de 2012

ARCHIVOS Y FONDOS DOCUMENTALES

Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Colección Archivos Económicos de la Biblioteca Miguel Lerdo de Tejada de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Fondo Histórico Antonio Ortiz Mena de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Acervo Documental Histórico del Banco de México

INFORMES OFICIALES PERIÓDICOS

Banco de México. Informe Anual. 1925-2011.

Banco de México. Informe trimestral sobre la Inflación. 2000-2011.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Informe sobre la Situación Económica, las Finanzas Públicas y la Deuda Pública. 1985-2012.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Memorias de la Hacienda Pública. 1821-1977.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Plan Anual de Financiamiento. Unidad de Crédito Público. 2007-2012.

BIBLIOGRAFÍA

Anaya Merchant, Luis. (2002). *Colapso y reforma: La integración del sistema bancario y las finanzas públicas en el México revolucionario, 1913-1932*. México: Porrúa.

Aoki, M. & Patrick, H. (eds.). (1994). *The Japanese Main Bank System. Its Relevance for Developing and Transforming Economies*. UK: Oxford University Press.

Aspe, Pedro. (1993). *Economic Transformation: The Mexican Way*. USA: MIT Press.

Babb, Sarah. (2001). *Managing Mexico. Economists from Nationalism from Neoliberalism*. USA: Princeton University Press.

Banco de México. (2010). *Inflación y Revolución. Estudio histórico del profesor E. W. Kemmerer*. México: Banco de México.

Barro, Robert. (1995). *Optimal debt management*. (NBER Working Papers 5327). USA: National Bureau of Economic Research.

Bazant, Jan. (1995). *Historia de la Deuda Exterior de México*. México: El Colegio de México [primera edición, 1968].

Bazdresch, Carlos; Bucay, Nisso; Loaeza, Soledad y Lustig, Nora (comps.). (1992). *México: Auge, crisis y ajuste*. México: Fondo de Cultura Económica.

Bazdresh, Carlos y Levy, Santiago. (1991). "Populism and economic policy in Mexico", 1970-1982, in Dornbusch & Edwards (eds.), *The macroeconomics of populism in Latin America*. USA: University of Chicago Press.

Bordo, Michael & Eichengreen, Barry. (2002). *Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization*. USA: (NBER Working Papers No. 8716).

Bordo, Michael & Schwartz, Anna. (2001). *From the exchange stabilization fund to the International Monetary Fund*. (NBER Working Papers No. 8100).

Boughton, James M. (2012). *Tearing Down Walls. The international Monetary Fund 1990-1999*. USA: The International Monetary Fund.

Brothers, Dwight S. y Solís, Leopoldo. (1967). *Evolución Financiera de México*. México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

Calvo, Guillermo. (1988). "Servicing the public debt: the role of expectations *American Economic Review*". (78).

Cárdenas Sánchez, Enrique. (2010). La economía mexicana en el dilatado siglo xx. En Kuntz, S. (coord.), *Historia Económica General de México*. México: El Colegio de México.

Cárdenas Sánchez, Enrique. (2003). *Cuando se originó el atraso económico de México*. Madrid: Biblioteca Nueva.

Cárdenas Sánchez, Enrique. (1996). *La política económica en México, 1950-1994*. México: Fondo de Cultura Económica/El Colegio de México.

Cárdenas Sánchez, Enrique. (1994). *La hacienda pública y la política económica, 1929-1958*. México: Fondo de Cultura Económica/El Colegio de México.

Cárdenas Sánchez, Enrique y Del Ángel, Gustavo A. (2011). *Acciones y Valores*. México: Grupo Financiero Banamex/Editorial Turner.

Cárdenas Sánchez, Enrique y Manns, Carlos. (1989). *Inflación y estabilización monetaria en México durante la Revolución*. (Enrique, LVI -1, 221).

Dawson, Frank. (1990). *The first Latin American debt crisis: the City of London and the 1822-25 loan bubble*. USA: Yale University Press.

Del Ángel Mobarak, Gustavo A. (2010). "La paradoja del desarrollo financiero de México". Kuntz, S. (coord.) En *Historia Económica General de México*, El Colegio de México.

Del Ángel Mobarak, Gustavo A. (2010b). "La socialización del costo económico de la Revolución Mexicana". En Banco de México, *Inflación y Revolución. Estudio histórico del profesor E. W. Kemmerer*. México: Banco de México.

Del Ángel Mobarak, Gustavo A. (2007). *BBVA-Bancomer. 75 años de historia*. México: Editorial El Equilibrista.

Del Ángel Mobarak, Gustavo A. (2006). *The Corporate Governance of the Mexican Banking System. An historical perspective: 1940-2000*. (DE-373). México: CIDE, documento de trabajo.

Del Ángel Mobarak, Gustavo A. (2004). *Cosechando Progreso. FIRA a 50 años de su creación*. México: Pinacoteca 2000-FIRA.

Del Ángel Mobarak, Gustavo A. y Martinelli, César. (2009). *La Expropiación de la Banca en México. Un ensayo de economía política*. México: Centro de Estudios Espinosa Yglesias.

Del Ángel Mobarak, Gustavo A., Bazdresch Parada, Carlos y Suárez Dávila, Francisco (eds.). (2005). *Cuando el Estado se hizo banquero. Consecuencias de la nacionalización bancaria*. México: Fondo de Cultura Económica.

Dornbusch, Rudiger & Draghi, M. (eds.). (1990). *Public Debt Management: Theory and History*. UK: Cambridge University Press.

Eaton, Jonathan & Gersovitz, Mark. (1981). "Debt with potential repudiation: theoretical and empirical analysis". *Review of Economic Studies*. XLVIII.

Eichengreen, Barry. (2004). *Capital Flows and Crises*. USA: MIT Press.

Eichengreen, Barry & Hausmann, Ricardo. (1999). *Exchange Rates and Financial Fragility*. USA: (NBER Working Papers No. 7418).

Eichengreen, Barry & Lindert, Peter. (eds.). (1989). *The international debt crisis in historical perspective*. USA: MIT Press.

Elizondo Meyer-Serra, Carlos. (2001). *La importancia de las reglas: Gobierno y empresario después de la nacionalización bancaria*. México: Fondo de Cultura Económica.

Enders, Thomas & Mattione, Richard. (1984). *Latin America: the crisis of debt and growth*. Washington D. C.: Studies in International Economics, The Brookings Institution.

Espinosa Rugarcía, Amparo y Cárdenas Sánchez, E. (eds.). (2011). *La nacionalización de la banca, 25 años después. La historia contada por sus protagonistas*. México: Centro de Estudios Espinosa Yglesias [primera edición, 2007].

Espinosa Rugarcía, Amparo y Cárdenas Sánchez, E. (eds.). (2011b). *Privatización bancaria, crisis y rescate del sistema financiero en México. La historia contada por sus protagonistas*. México: Centro de Estudios Espinosa Yglesias.

Fishlow, Albert. (1988). "External borrowing and debt management". In Dornbusch, R. & Helmers, F. (eds.). *The open economy: tools for policymakers in developing countries*.

Folkerts-Landau, David. (1985). *The changing role of international bank lending in development finance*. USA: (IMF Staff Papers).

French-Davis, Ricardo. (1984). "International private lending and borrowing strategies of developing countries". *Journal of Development Planning* (14).

General Accounting Office. (1996). *Mexico's financial crisis: origins, awareness, assistance and initial efforts to recover*. Washington, D. C.: (Report to the Chairman, Committee on Banking and Financial Services, House of Representatives).

Gil Díaz, Francisco y Carstens, Agustín. (1996). "One year of solitude: Some pilgrim tales about Mexico's 1994-1995 crisis". *The American Economic Review*. 86 (2).

Gille, Genevieve. (1998). "Los capitales franceses y la expedición a México". En Ludlow y Marichal (coords.), *Un siglo de deuda pública en México*. México: Instituto Mora.

Gleason Galicia, Rubén. (1943). "Papel de los créditos del exterior en el financiamiento al desarrollo económico". *Investigación Económica*. XV (4).

Green, Rosario. (1988). *La deuda externa de México 1973-1987: de la abundancia a la escasez de créditos*. México: Editorial Nueva Imagen.

Green, Rosario. (1976). *El endeudamiento público externo de México 1940-1973*. México: El Colegio de México.

Griffith-Jones, Stephany. (ed.). (1988). *Managing World Debt*. New York: St. Martin's Press.

Grossman, Herschel I. & Van Huyck, John. (1988). "Sovereign debt as a contingent claim, repudiation and reputation". *American Economic Review*, December.

Grupo de trabajo convocado por el Centro de Estudios Espinosa Yglesias. (2010) "Análisis comparado sobre la crisis y los rescates financieros de México (1995) y los Estados Unidos (2008)". *El Trimestre Económico*. LXXVII (4).

Gurría Treviño, José Ángel. (1993). *La política de la deuda externa*. México: Fondo de Cultura Económica.

Gurría Treviño, José Ángel. (1992) "La política de la deuda externa de México, 1982-1990". En Bazdresch, C. *et al.* (comps.). (1992). *México: Auge, crisis y ajuste*. México: Fondo de Cultura Económica.

Haber, Stephen; North, Douglas & Weingast, Barry. (eds.). (2008). *Political Institutions and Financial Development*. Stanford: Stanford University.

Haber, Stephen. (2005). "Mexico's Experiments with Bank Privatization and Liberalization, 1991-2003". *Journal of Banking and Finance*. (29).

Haber, Stephen; Maurer, Noel y Razo, Armando. (2003). *The Politics of Property Rights. Political Instability, Credible Commitments, and Economic Growth in Mexico, 1876-1929*. UK: Cambridge University Press.

Haber, Stephen. (ed.). (1997). *How Latin America Fell Behind: Essays on the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800-1914*. USA: Stanford University Press.

Hernández Trillo, Fausto. *et al.* (2003). *La economía de la deuda. Lecciones desde México*. México: Fondo de Cultura Económica.

Heyman, Timothy. (1998). *Inversión en la globalización*. México: Bolsa Mexicana de Valores, IMEF, ITAM.

Izquierdo, Rafael. (1995). *Política hacendaria del desarrollo estabilizador, 1958-1970*. México: Fondo de Cultura Económica/El Colegio de México.

Kessler, Timothy. (1999). *Global Capital and National Politics*. USA: Praeger.

Kindleberger, Charles. (1989). *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. London: MacMillan.

Kuntz Ficker, Sandra. (coord.). (2010). *Historia Económica General de México*. México: El Colegio de México.

Loaeza, Soledad. (2008). *Las consecuencias políticas de la expropiación bancaria*. México: El Colegio de México.

Lomelí, Leonardo y Zebadúa, Emilio. (1998). *La política económica de México en el Congreso de la Unión (1970-1982)*. México: Fondo de Cultura Económica.

López Portillo y Pacheco, José. (1988). *Mis tiempos: biografía y testimonio político*. México: Fernández Editores.

Ludlow, Leonor y Marichal, Carlos. (coords.). (1998). *Un siglo de deuda pública en México*. México: Instituto Mora.

Lustig, Nora. (1998). *Mexico: The Remaking of an Economy*. USA: The Brookings Institution.

McKinnon, Ronald I. (1977). The Eurocurrency market. *Princeton essays in international finance* (125).

Marichal, Carlos. (2010). *Nueva historia de las grandes crisis financieras*. México: Debate Mondadori.

Marichal, Carlos. (2003). "Deuda externa y política en México". En Bizberg, Ilán y Meyer, Lorenzo. (coords.). *Una historia contemporánea de México: transformaciones y permanencias*. México: Editorial Océano.

Marichal, Carlos. (1997). "Obstacles to the development of capital markets in Mexico". En Haber, Stephen. (ed.) (1997). *How Latin America Fell Behind: Essays on the Economic Histories of Brazil and Mexico, 1800-1914*.Stanford: Stanford University Press.

Marichal, Carlos. (1989). *A Century of Debt Crises in Latin America. From Independence to the Great Depression 1820-1930*. USA: Princeton University Press.

Minushkin, Susan (2002). "*Banqueros* and *Bolseros:* Structural Change and Financial Market Liberalisation in Mexico". *Journal of Latin American Studies* (34).

Minushkin, Susan. (2005). "De Bolseros a Banqueros". En Del Ángel Mobarak, G. *et al.* (eds.). *Cuando el Estado se hizo banquero. Consecuencias de la nacionalización bancaria*. México: Fondo de Cultura Económica.

Murillo Garza, José Antonio. (2005). "La banca después de la privatización. Auge, crisis y reordenamiento". En Del Ángel Mobarak, G. *et al.* (eds.). *Cuando el Estado se hizo banquero. Consecuencias de la nacionalización bancaria*. México: Fondo de Cultura Económica.

Nava, Guadalupe. (1998). "Origen y monto de la deuda pública en 1861". En Ludlow, L. y Marichal, C. (coords.). *Un siglo de deuda pública en México*. México: Instituto Mora.

Navarrete, Alfredo. (1960). "El financiamiento del desarrollo económico". En *México 50 años de Revolución*. Tomo I. México: Fondo de Cultura Económica.

Negrete Cárdenas, Sergio. (1999). Mexican Debt Crises: a new approach to their genesis and resolution. (Ph.D. Dissertation). Department of Economics, University of Essex. UK.

Ortiz Martínez, Guillermo. (1994). *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*. México: Fondo de Cultura Económica.

Ortiz Mena, Antonio. (1998). *El desarrollo estabilizador: reflexiones sobre una época*. México: Fondo de Cultura Económica.

Ortiz Mena, Antonio. (1970). "Desarrollo estabilizador: una década de estrategia económica en México". *El Trimestre Económico*.vol. 37 (146).

Pérez-López, Enrique. (1987). *Expropiación bancaria en México y desarrollo desestabilizador*. México: Editorial Diana.

Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. USA: Princeton University Press.

Reinhart, Carmen M. y Rogoff, Kenneth. (2011). "The Forgotten History of Domestic Debt". *Economic Journal*. vol. 121 (552).

Riguzzi, Paolo. (2010). "México y la economía internacional". En Kuntz, S. (coord.). *Historia Económica General de México*. México: El Colegio de México.

Rivera Cabello, José María. (2003). *Reforma de Pensiones en México*. México: Cámara de Diputados, LVII Legislatura.

Rubin, Robert y Weisberg, Jacob. (2004). *In an Uncertain World: Tough Choices from Wall Street to Washington*. USA: Random House.

Rubli, Federico. (1992). "Cronología de la renegociación de la deuda externa pública de México". En Rubli, F. y Solís, B. (comps.). (1992). *México hacia la globalización*. México: Editorial Diana.

Rubli, Federico y Solís, Benito. (comps.). (1992). *México hacia la globalización*. México: Editorial Diana.

Sachs, Jeffrey. (1984). Theoretical issues in international borrowing. *Princeton studies in international finance*, No. 54.

Sachs, Jeffrey. (ed.). (1989). *Developing country debt and economic performance*. Chicago: University of Chicago Press.

Salas Villagómez, Manuel. (1960). "La deuda pública". En *México 50 años de Revolución*. Tomo I. México: Fondo de Cultura Económica.

Schultz, Kenneth y Weingast, Barry. (1996). *The Democratic Advantage: The Institutional Sources of State Power in International Competition*. USA: Hoover Press.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (2005). *Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público*. México: SHCP.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (1998). *Fobaproa. La verdadera historia*. México: SHCP.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (1990). *Memorias de la Hacienda Pública en México, 1821-1867*. Compilación de Alejandro González Prieto. México: SHCP.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (1990). *Memorias de la Hacienda Pública en México, 1867-1911*. Compilación de Alejandro González Prieto. México: SHCP.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (1960). *La vieja deuda exterior titulada de México*. México: SHCP.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (1951). *La Hacienda Pública de México a través de los Informes Presidenciales*. México: SHCP.

Silva Herzog Flores, Jesús. (2011). "La crisis de 1982 y la nacionalización de la banca". En Espinosa, A. y Cárdenas, E. (eds.). *La nacionalización de la banca, 25 años después. La historia contada por sus protagonistas*.México: Centro de Estudios Espinosa Yglesias.

Silva Herzog Flores, Jesús. (2007). *A la Distancia. Recuerdos y testimonios*. México: Editorial Océano.

Silva Herzog Flores, Jesús. (2005). "Recuerdos de la nacionalización de la banca. Testimonio". En Del Ángel Mobarak, G. *et al.* (eds.). *Cuando el Estado se hizo banquero. Consecuencias de la nacionalización bancaria*. México: Fondo de Cultura Económica.

Solís, Leopoldo y Zedillo, Ernesto. (1985). "The foreign debt of Mexico". En Cuddington, J & Smith, G. (eds.). *International Debt and the Developing Countries*. USA: The World Bank.

Stallings, Barbara. (1987). *Banker to the Third World, U.S. Portfolio Investment in Latin America. 1900-1986*. USA: University of California Press.

Stasavage, David. (2011). *States of Credit: Size, Power, and the Development of European Policies*. USA: Princeton University Press.

Stasavage, David. (2003). *Public Debt and the Birth of the Democratic State: France and Great Britain, 1688-1789*. UK: Cambridge University Press.

Suárez Dávila, Francisco. (2010). *La Reprivatización Bancaria Fracasada. Tragedia nacional en 3 actos*. México: CEEY.

Suárez Dávila, Francisco. (2005). "La administración de la banca nacionalizada". En Del Ángel Mobarak, G. *et. al.* (eds.). *Cuando el Estado se hizo banquero. Consecuencias de la nacionalización bancaria*. México: Fondo de Cultura Económica.

Suárez Dávila, Francisco. (1988). "Política Hacendaria y Economía Política en el México Posrevolucionario". En *México. Setenta y cinco años de Revolución*. Tomo I. México: Fondo de Cultura Económica.

Tello, Carlos. (1979). *La política económica en México, 1970-1976*. México: Siglo XXI Editores.

Turlington, Edgar W. (1930). *Mexico and her Foreign Creditors*. USA: Columbia University Press.

Turrent, Eduardo. (2005). “Las tres etapas de la autonomía del banco central en México”. *Análisis Económico*, XX (43). México: Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco.

Turrent, Eduardo. (2001). *Historia del Banco de México. 1940-1946*. México: Banco de México.

Uhthoff, Luz María. (1998). *Las finanzas públicas durante la Revolución. El papel de Luis Cabrera y Rafael Nieto al frente de la Secretaría de Hacienda*. México: Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa.

Villagómez Amezcua, Alejandro. (2011). *La primera gran crisis mundial del siglo XXI*. México: Tusquets Editores.

Villagómez Amezcua, Alejandro. (2008). *El ahorro en México desde 1960: Estructura, evolución y determinación*. México: Centro de Investigación y Docencia Económicas.

Villagómez Amezcua, Alejandro y Hernández, Juan Ignacio. (2010). “Impacto de la reforma al sistema de pensiones en México sobre el ahorro”. *Economía Mexicana* XIX (2).

Villagómez Amezcua, Alejandro y Solís, Fernando. (comps.). (1999). *La Seguridad Social en México*. México: Fondo de Cultura Económica.

Volcker, Paul A. & Gyohten, Toyoo. (1992). *Changing fortunes*. USA: Times Books, Random House.