



Universidad Nacional Autónoma de México

Facultad de Economía

Políticas públicas y deuda externa en México:
Del sobreendeudamiento a la estabilidad.

TESINA

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE

Licenciado en Economía

PRESENTA

Zárate Amaro Edwin Daniel

Amador Zamora Edgar Abraham
ASESOR



México, Mayo de 2014



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN.	1
CAPITULO 1.- ENTENDIENDO QUÉ ES LA DEUDA.	
Definición.....	5
Medición.....	7
Cuándo la deuda se convierte en problema: Liquidez y Solvencia.	8
Deuda en una economía abierta: Acercamiento Contable.....	9
CAPÍTULO 2.- CRÓNICA DE UNA CRISIS ANUNCIADA: MÉXICO 1994 - 1995.	
Incentivos para la crisis.....	11
Crisis de 1994-1995.	16
- Tipo de Cambio.....	17
- Flujos de Capital.....	18
- Devaluación.....	22
- El rol del endeudamiento externo.....	23
- Curva de plazos.	27
- Factores políticos.	30
CAPÍTULO 3.- Recuperación Económica y Camino a la Estabilidad.	
Secuelas: Momento de paliar la crisis.	32
- Sexenio de Ernesto Zedillo (1994 – 2000).....	32
- Programa de Acción para Reforzar Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica.....	34
- Paquete de Ayuda Financiera de los Estados Unidos e Instituciones Financieras Internacionales.	35
- Crisis Bancaria y Efectos en la Deuda Pública.	37
- FOBAPROA e IPAB.	37
- AFORES.	41

Camino a la Estabilidad.	43
- Estabilidad Macroeconómica.	43
 CAPÍTULO 4.- RIESGO, DEUDA Y MERCADOS FINANCIEROS.	
Riesgo país: México.	52
- ¿Qué es?	52
- Riesgo Económico.	53
- Percepción de México en los Mercados Financieros Internacionales.....	55
Credit Default Swaps (CDS.....	56
- Medida de riesgo.	56
 CONCLUSIONES.	
 BIBLIOGRAFÍA.....	

A mí Familia, Amigos y Mentor

Introducción.

En una economía mundial convulsionada, con una clara desaceleración y en ciertas partes del globo – principalmente países europeos- evidencias tangibles de recesión e incluso depresión como consecuencia de la implementación de medidas de austeridad como solución al incremento en el nivel de endeudamiento de países periféricos dentro de la zona euro –España, Portugal, Grecia e Irlanda -; aunado a niveles de apalancamiento nunca antes vistos en tiempos de paz en los países industrializados, es cuando el tema de la deuda externa cobra gran relevancia haciendo reflexionar a los hacedores de políticas sobre la situación nacional y dados niveles de endeudamiento la capacidad de cada nación para hacer frente a dichos compromisos, o mejor aún; saber si dicha deuda es un motor de crecimiento o una carga económica que repercutirá en el desempeño de la economía en el corto, mediano y largo plazo.

México es un país con vasta experiencia en este tema, ya que ha sufrido las consecuencias de niveles excesivos de endeudamiento superiores a los recomendados por el Fondo Monetario internacional¹ para economías en desarrollo -35 a 60 por ciento del PIB-. Siendo la más reciente experiencia la crisis de 1994-1995 (tan llamada crisis del tequila) consecuencia de un incremento de flujos del exterior a México en inversiones en bonos gubernamentales, las cuales llegaron a ser mayores a las reservas internacionales de dólares provocando un desajuste financiero y por consiguiente el impago de dichos préstamos, dicho escenario a su vez llevó al país a pedir un nuevo préstamo al gobierno estadounidense – y FMI - para hacer frente a los pagos vencidos a costa de implementar políticas que asegurarán el pago de dicho préstamo trayendo como consecuencia que México entrara en crisis de nuevo.

Bajo el actual escenario internacional respecto a la deuda externa y en contraposición a lo que se podría esperar después del crack financiero de 2007-2008, tanto gobiernos como hacedores de políticas han decidido –en su gran mayoría- seguir implementando políticas económicas basadas en los supuestos de la teoría neoclásica; teoría en la cual se nos dice que el gobierno debe de reducir su intervención en la economía debido a que dicha intervención reduce la acumulación de capital productivo por parte de los privados, lo que trae como consecuencia que la economía produzca bienes y servicios públicos a cambio de producir menos bienes de consumo privado y menos bienes de inversión, efecto mejor conocido como “crowding out”.

¹ A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings, IMF, June 5, 2012

Un aumento del gasto gubernamental trae efectos negativos en el mercado de fondos de préstamo debido a que se tienen que canalizar recursos al gobierno (de magnitud igual al diferencial entre nivel de ingreso y nivel de gasto) lo que trae como consecuencia un incremento en la tasa de interés debido a una mayor demanda. Además se asume que este incremento del gasto gubernamental trae consigo un alza impositiva (para poder financiar dicho gasto, aunque no es suficiente), lo que a su vez reduce el ingreso privado con lo cual éste gasta menos en consumo y además ofrece menos ahorro, presionando aún más la tasa de interés hacia arriba.

Esto explica el por qué se busca que el gobierno trabaje con disciplina fiscal y por consiguiente se deshaga de la política fiscal como herramienta contra cíclica, debido a que se asume que un incremento del gasto por parte del gobierno tendrá repercusiones en el precio del dinero (tasa de interés) provocando un incremento en el monto total de la deuda contraída – en este caso la deuda externa- además de la recomposición indeseada del producto debido a un incremento de los bienes y servicios públicos en detrimento de los bienes y servicios de consumo privado.

En contraposición con lo que se asume causará un incremento en la participación del Estado en el mercado de fondos de préstamo (alza en la tasa de interés, menor oferta de dinero para los privados y su consiguiente disminución del consumo) los hechos han demostrado que altos déficits fiscales no necesariamente conllevan fuertes incrementos en la tasa de interés, debido a que existen mecanismos de política monetaria tales como: 1) Compra de activos gubernamentales por parte del Banco Central, lo que se traduce en un incremento de la oferta monetaria lo cual causa que las tasas de interés se mantengan en bajos niveles. 2) Fijar la tasa de referencia del Banco Central en bajos niveles lo cual permite la política de “dinero barato” y por consiguiente un incremento en la oferta monetaria. Otro factor que no forma parte de cualquier política monetaria es el riesgo país debido a que los inversionistas, en tiempos de alta incertidumbre; comprarán activos gubernamentales de aquellos países que tenga menor probabilidad de impago, ya que estos se consideran seguros. Un ejemplo de esto son los bonos estadounidenses y alemanes los cuales al ser enormemente demandados han provocado que la curva de plazos se mantenga estable y en niveles menores a los periodos con menor incertidumbre.

Desde una perspectiva que busque disminuir el nivel de endeudamiento y a su vez no ponga en entre dicho el crecimiento económico y bienestar de la población, los resultados arrojados sugieren que dichas medidas económicas (recorte de gasto público, disciplina fiscal y alza de impuestos) no han sido las más adecuadas debido a que sin lugar a dudas estas políticas representan un trade off entre crecimiento-bienestar público y disminución del nivel de endeudamiento.

La política de austeridad sugiere una férrea disciplina fiscal, lo cual se traduce en una restricción del gasto público acompañado de un incremento en la tasa impositiva².

Dicha reducción del gasto gubernamental e incremento en los impuestos actúa de manera pro cíclica ante un escenario de bajo crecimiento económico y alto endeudamiento debido a que menor gasto público y privado (éste último como consecuencia del incremento de impuestos) contrae la demanda, el mercado interno y por consecuencia una inevitable caída en los ingresos de las empresas y familias (los ingresos de éstas últimas debido a un ajuste salarial consecuencia directa de una caída en los ingresos de las empresas aunado a una mayor tasa impositiva); lo que a su vez reduce la captación tributaria comprometiendo el objetivo buscado.

Estos efectos también son resentidos por las economías exportadoras debido a que existe un amplio consenso respecto a la austeridad y la implementación de dichas medidas, esto trae como consecuencia una disminución en las exportaciones, ya que la demanda foránea disminuye debido a un menor ingreso disponible por parte de empresas y familias a raíz de una mayor tasa impositiva. Aunado a menor gasto por parte del gobierno.

El tema de la deuda y en particular el endeudamiento externo se ha convertido en punto central de la vida económica durante los últimos 3 años³, no sólo para los hacedores de políticas y tomadores de decisiones, sino para la población en general debido a que un sobreendeudamiento⁴ sin lugar a dudas trae repercusiones tanto en el bienestar como en la toma de decisiones por parte de las familias.

Respecto del bienestar la deuda repercute de manera directa debido a que bajo los actuales supuestos teóricos en los que se basan la mayoría de las decisiones por parte de los gobiernos se plantea la reducción del gasto público tanto en seguridad social como en el sector salud y programas de asistencia social debido a que dicho gasto representa buena parte del déficit fiscal por parte de los gobiernos y dicho déficit es financiado con

² Este aumento de la tasa impositiva puede suceder o no, esta decisión dependerá de las circunstancias que prevalezcan en la economía. Un ejemplo claro de que la austeridad puede llevar consigo un incremento en la tasa impositiva fue la administración de Bill Clinton, el cual convirtió los déficits fiscales de administraciones previas, en superávits. Este superávit fue consecuencia de disminuir el gasto público e incrementar impuestos a las personas de altos ingresos (ingresos anuales superiores a los 250,000 usd)

³ Desde siempre el endeudamiento público ha sido un tema importante en la vida económica pero es también cierto que a partir de 2010 y con la escalada de los ratios deuda- PIB en varias economías dicho tema se ha convertido en un factor importante en la toma de decisiones para las familias.

⁴ Se refiere a sobreendeudamiento al momento en que una economía no es capaz de pagar sus deudas en tiempo y forma pactados. Es importante destacar que los mercados financieros son un termómetro de suma importancia, ya que estos reaccionarán inmediatamente ante el incremento en las probabilidades de impago de una economía. Esta reacción se realiza a través del incremento en las tasas de interés ofrecidas por los títulos emitidos por tal Gobierno.

dinero prestado. Lo cual sin lugar a dudas reduce el bienestar de las personas que cuentan con estas transferencias debido a que el ingreso disponible disminuye.

Por su parte una excesiva deuda trae repercusiones en la toma de decisiones por parte de las familias y empresas, las cuales al ver el entorno económico (medidas que atacan el sobreendeudamiento con austeridad) tienden a planear bajo un escenario de gran incertidumbre y contracción económica (consecuencia de las políticas de austeridad) lo cual significa que estos adecuarán sus hábitos de gasto y consumo ante dicha incertidumbre para así poder mantener cierta “estabilidad” y maximizar sus respectivos beneficios. Dicha adecuación indudablemente será en detrimento del consumo actual por el consumo futuro, lo cual representa un incremento del ahorro (tanto en depósitos bancarios como en efectivo) para así poder asegurar cierta estabilidad del mismo, esto repercutirá en la actividad económica de manera negativa consecuencia directa de una menor demanda. Ante esta caída en la demanda las empresas ajustan sus inversiones de manera que permita continuar obteniendo beneficios pero también evitar una sobreoferta que termine siendo en su perjuicio.

Es por esto que en este trabajo se busca demostrar dado el nivel de endeudamiento actual por parte de la economía mexicana que ésta ha pasado por un proceso de excesivo apalancamiento hasta llegar a la estabilidad en el manejo de la misma.

Capítulo 1. Entendiendo qué es la deuda.

Definición.

Se denomina deuda a las obligaciones contraídas con un tercero, ya sea una persona física o una entidad jurídica. La parte deudora también puede identificarse con una persona física o jurídica. La toma de deuda se realiza por diversos motivos, siendo los más relevantes para la economía aquellos que se relacionan con la inversión en áreas productivas. Como contrapartida, el deudor debe reintegrar el monto en una fecha pactada, agregando al importe un interés que representa la ganancia del acreedor.

La deuda externa es el monto actual de pasivos financieros que los residentes⁵ de una economía o país deben en el agregado a los no residentes (extranjeros), los cuales requerirán el pago del principal e intereses creados en el futuro.

Existe una distinción entre Deuda Externa Bruta y Deuda Externa Neta, mientras que la Deuda externa bruta sólo contabiliza los pasivos de deuda con que cuenta una nación, dicho de manera más simple es el monto total de préstamos recibidos por los residentes de una economía por parte de individuos o instituciones no residentes o extranjeras. Por su parte la Deuda Externa Neta contabiliza el monto total de pasivos de deuda descontándole el monto total de activos de deuda.

Los instrumentos financieros que son incluidos en los pasivos de deuda son los siguientes:

Títulos de deuda.

- Bonos y notas
- Instrumentos del mercado de dinero

Bonos de Deuda Pública.- Los Bonos de Deuda Pública son instrumentos negociables que el Estado coloca entre el gran público inversionista, recibiendo a cambio un cierto precio y asumiendo como contraprestación obligaciones de reembolsar su importe más una prima o sobreprecio en un plazo determinado y de garantizar la propia emisión con sus reservas

⁵ Individuo o Entidad con personalidad jurídica y domicilio en un país a efectos legales y fiscales. El **residente** puede pertenecer al país o ser extranjero.

monetarias o con los futuros rendimientos de la explotación de los recursos naturales que por mandato constitucional están bajo su dominio directo.⁶

Se les llama "de deuda pública" en virtud de que tanto el compromiso de reembolsar el monto invertido por los interesados, como el pago de la prima o sobreprecio, se convierten en pasivos a plazo que afectan las disponibilidades del Erario Público.

Bonos de Deuda Privada.- Son emitidos por empresas del sector privado. La colocación de estos bonos permite a las sociedades emisoras obtener financiación a largo plazo, a tasas de interés competitivas y eventualmente en grandes montos. Además, pueden hacer amortizaciones parciales de la deuda o el pago total al vencimiento.⁷

Instrumentos del mercado de dinero.- Son instrumentos de deuda que tienen un vencimiento de menos de un año. Estos instrumentos incluyen cosas como letras del Tesoro a corto plazo, certificados de depósito, papel comercial, pactos de recompra, y la mayoría de los depósitos de eurodólares.

Préstamos.

- Créditos comerciales
- Otros pasivos de capital a inversores directos
- Efectivo y depósitos
- Otros pasivos.
- Arrendamientos financieros
- Préstamos entre inversores directos y subsidiarias relacionadas.

Crédito Comercial.- Es aquél que extiende una organización a otra empresa de negocios. Puede ocurrir en forma explícita por medio de la emisión de una letra de cambio, o es posible que surja de retrasos en los recibos y pagos por servicios realizados. Puede tener una influencia importante sobre la política económica, porque como un todo es una fuente importante de recursos de financiamiento, comparable por ejemplo con los créditos bancarios; aunque a diferencia de éstos, los créditos comerciales no entran bajo el control directo de las autoridades. Entrega de bienes o servicios a una persona o empresa, cuyo pago se realiza con posterioridad en un plazo previamente convenido. El crédito comercial sirve para facilitar y adecuar la producción a la circulación de mercancías. Facilita las ventas, la producción, el desarrollo del capital y el incremento de ganancias. El crédito comercial es generalmente de corto plazo: 30, 60 y 90 días; y es convencional en tiempos de alta inflación.

⁶ Arroja Adolfo, 2003, Derecho Fiscal, México, Edit. Themis

⁷ Arroja Adolfo, 2003, Derecho Fiscal, México, Edit. Themis

Arrendamiento financiero.- El arrendamiento financiero es un contrato mediante el cual la arrendadora se compromete a otorgar el uso o goce temporal de un bien al arrendatario, ya sea persona física o moral, obligándose este último a pagar una renta periódica que cubra el valor original del bien, más la carga financiera, y los gastos adicionales que contemple el contrato.

Tiene una duración mínima de 2 años en bienes muebles y 10 años para inmuebles y se deberá otorgar una escritura pública cuando dure más de 6 años.

Pasivos contingentes y derivados no son considerados como pasivos de deuda, pero estos instrumentos tienen importante influencia en la vulnerabilidad de un país a los choques externos.

Asignando ciertos derechos u obligaciones que pueden ser ejercidos en el futuro, los pasivos contingentes pueden tener un impacto financiero en las entidades económicas involucradas.

Los derivados son pasivos financieros aunque no son incluidos en la deuda, debido a que son instrumentos que están vinculados a instrumentos o indicadores financieros específicos y derivan su valor del precio del activo subyacente.

Riesgos específicos son comerciados a través de derivados y son utilizados para cubrir posiciones también como para tomar posiciones abiertas (a través de actividades especulativas y de arbitraje). Esta es la principal diferencia entre instrumentos de deuda y los derivados, en palabras llanas cuando un derivado es creado no se da un monto por adelantado (principal) que se deba repagar; además de no ofrecer interés alguno.

Medición de la deuda.

Los pasivos de deuda pueden ser valuados en términos nominales o de mercado, dicho término de valuación depende del objeto de estudio o la pregunta que intentamos resolver.

El valor nominal de la deuda es el monto que se debe al acreedor por parte del deudor. De manera más explícita es el monto que el deudor debería de pagar a este instante al tenedor del instrumento de deuda para así finalizar dicho contrato. Este monto es medido como el valor inicial del instrumento de deuda cuando es contratado, y el efecto de transacciones subsecuentes (pagos) y tratamientos (reestructuración, reducción del monto) para la deuda. Esta medida incorpora cambios en la valuación otros que los movimientos de los precios de mercado en el instrumento.

La práctica usual es medir la deuda en valor nominal especialmente para instrumentos financieros no negociados. Los principios de valuación nominal también subyacen los indicadores de deuda estándares que son utilizados en el análisis para conocer la sustentabilidad de la deuda.

El valor de mercado de un instrumento de deuda, sin embargo, representa el valor que los agentes económicos asignan a los pasivos y refleja las condiciones de mercado y la expectativas que prevalecen en un periodo de tiempo.

El concepto de valuaciones de mercado es más relevante para instrumentos negociables en contraposición con instrumentos no negociables. Un punto a mantener en mente al momento de usar la valuación de mercado es que con este enfoque se sub registra el monto de obligaciones contractuales de un país cuando dicha deuda se deteriora.

Cuándo la deuda se convierte en problema: Liquidez y solvencia.

Una economía enfrenta un problema de liquidez cuando sus pasivos de deuda en moneda extranjera, que vencen en un periodo dado, exceden sus activos líquidos en tal moneda (usualmente dólares por su carácter de moneda de reserva internacional) incluyendo fondos prestados por extranjeros. Esto es que una economía puede enfrentar un problema de flujo de efectivo⁸, pero seguir siendo solvente en el largo plazo.

Los problemas de liquidez generalmente surgen cuando hay un cambio repentino en el sentimiento de los inversionistas respecto al desempeño de una economía o hecho económico que afecta de manera negativa la percepción de dichos agentes trayendo como consecuencia una parada en el movimiento de flujos de capital, un flujo menor al presentado en promedio (no residentes) o un incremento en la salida de capital por parte de los residentes. Este efecto a su vez trae como resultado que la economía sea incapaz de hacer frente a sus obligaciones externas inmediatas.

La vulnerabilidad de una economía a una crisis de liquidez está determinada por: la estructura de madurez, interés y la moneda en que está compuesta su deuda.

Por el contrario un problema de solvencia es cuando una economía no puede pagar su deuda con sus propios recursos. Así, la suma de los saldos de la balanza comercial actual y futura es menor al monto de su deuda pendiente. Un problema de solvencia implica que el balance de pagos es insostenible en el mediano y largo plazo.

⁸ Se llama flujo de efectivo o cash flow, al estado de cuenta que refleja y nos dice cuanto efectivo nos queda después de haber pagado los gastos, los intereses y el pago en concepto del capital.

Mientras que un problema de insolvencia puede estar relacionado con uno de liquidez, es posible que un problema de liquidez pueda no estar asociado con uno de solvencia. En la teoría es más fácil hacer una distinción entre no liquidez y solvencia; en la práctica se torna un tanto más complicado hacer dicha distinción entre estos dos fenómenos en la base de las consecuencias observadas.

Un país puede dejar de pagar su deuda antes de llegar a ser insolvente, esto debido a que el pago de la deuda significa un decremento en el ingreso disponible y por consecuencia el bienestar social. En lugar de canalizar estos recursos al pago de deuda estos pueden ser dirigidos a mejorar el bienestar social. En la práctica y de manera general las naciones soberanas tratan de evitar tomar estas medidas debido al costo que esto supone, ya que las penalizaciones por tomar esta medida son:

- Acceso restringido al crédito o nulo acceso.
- Incautación de activos en el extranjero que aseguren el pago de la deuda.
- Interrupciones en el comercio de bienes y servicios.

Este último supone un problema de gran magnitud debido a que si una nación es sumamente dependiente de los productos o servicios extranjeros o la venta de productos o servicios en el extranjero una penalización en el comercio internacional supondría un enorme impacto a su actividad económica y por consiguiente en el bienestar de la población.

Deuda en una economía abierta: acercamiento contable

En una economía abierta los residentes de dicha economía pueden pedir o prestar recursos al resto del mundo. A través de pedir prestado o prestar internacionalmente una economía puede incrementar o disminuir su consumo – incrementar a través de pedir prestado sin necesidad de estar atado al producto actual o disminuir a través de prestar recursos-.

En una economía abierta la restricción presupuestaria de un país esta dada por las cuentas externas. Las cuentas externas proveen la estructura que muestra la relación entre las decisiones de inversión y gasto de la economía y el cambio en la deuda bruta externa.

Contablemente esta relación se presenta de la siguiente forma:

$$\text{PIB} = C + I + X - M$$

En donde C es la suma del consumo privado más el consumo público, I es la suma de la inversión privada más la inversión pública y $X - M$ es el saldo de bienes y servicios no atribuibles a factores.

Agregando el factor de ingreso externo neto (Y_f) y las transferencias netas del exterior (Y_{trans}) al PIB nos da como resultado el Ingreso Nacional de un país, esto queda establecido contablemente de la siguiente forma:

$$PIB = C + I + X - M + Y_f + Y_{trans}$$

En donde $X - M + Y_f + Y_{trans}$ es la diferencia entre el ahorro e inversión de una economía, o dicho en otras palabras esto representa el ahorro externo. Si un país ahorra más de lo que invierte en la economía doméstica, entonces está invirtiendo en el extranjero lo que trae como consecuencia una diferencia positiva (+). Por el contrario si la economía esta ahorrando menos de lo que está invirtiendo en la economía doméstica entonces significa que está recibiendo ahorros netos del exterior por lo que la diferencia es negativa (-).

Capítulo 2. Crónica de una crisis anunciada: México 1994 – 1995.

Incentivos para la crisis.

Para entender el por qué de la crisis de 94- 95 es necesario comprender el contexto histórico en el que se desarrolló dicha crisis, pero más aún es importante entender que ésta fue consecuencia directa de decisiones de política económica tomadas por el gobierno en turno que siguieron en sintonía con las reformas estructurales iniciadas en 1982 por el Gobierno de Miguel de la Madrid como respuesta al más grande problema de sobreendeudamiento que la nación mexicana ha vivido jamás.

Para que estallara la crisis en México fueron necesarios incentivos que, por la naturaleza de los mismos y las circunstancias que prevalecían en México sin lugar a dudas desembocarían en una distorsión del que hacer económico.

En 1982 el Gobierno en turno decidió firmar las cartas de intención, cartas en las que el gobierno mexicano se comprometía a iniciar un proceso de reformas estructurales. Tales reformas permitirían al país tanto poner una solución al grave problema de sobreendeudamiento cómo a adaptar la economía mexicana a las políticas que habían iniciado años atrás (1979) con el ascenso al poder de Margaret Thatcher en Inglaterra y Ronald Reagan en los Estados Unidos (1980).

Miguel de la Madrid adoptó políticas de desregulación, las cuales incluían dejar en libertad industrias, iniciar un proceso de privatización de empresas públicas y abrir la economía al comercio internacional. Para el caso de la apertura comercial dicha administración disminuyó aranceles e incluso dejó el impuesto en cero para ciertos productos.

Además de disminuir aranceles el gobierno de Miguel de la Madrid levantó las restricciones respecto de la inversión del capital extranjero en sectores que en periodos anteriores serían extremadamente regulados.

En 1988 e inmersos en un entorno político efervescente – debido a un supuesto fraude electoral que perjudicó directamente al Ing. Cuauhtémoc Cárdenas candidato del Frente Democrático Nacional - Carlos Salinas de Gortari asumió la Presidencia de la República y continuó con las reformas económicas y la liberalización comercial. Este último aspecto fue clave para México y su próxima crisis, ya que es en esta administración cuando se firma el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) con los Estados Unidos y Canadá. Con la entrada en vigor del TLCAN los aranceles cayeron aún más de los niveles requeridos para la mayoría de las “naciones favorecidas” e incluso eliminadas. El TLCAN también abrió incrementó la entrada de la inversión extranjera directa en la mayoría de

los sectores – a excepción de aquellos denominados como estratégicos tal era el caso de la banca y el sector energético) y desarrolló una serie de tratados para incentivar la inversión transnacional y contratos comerciales.

En 1989 el gobierno mexicano finalizó la renegociación de la deuda externa con sus respectivos acreedores. Este evento permitió a las empresas y bancos mexicanos comenzar a pedir prestado en los mercados financieros internacionales. Al mismo tiempo que se lograban acuerdos respecto al pago de la deuda el Gobierno mexicano realizaba cambios en las leyes que regulaban la inversión extranjera de tal manera que dicha inversión gozaba de mayor libertad para invertir en el mercado bursátil mexicano (esto creó opciones para comprar acciones clase B o ser propietarios de fondos mutuales que tenían acciones tipo A de empresas mexicanas).

Después de 1993 la cuenta de capital mexicana fue aún más liberalizada y el gobierno permitió a la Bolsa Mexicana de Valores comerciar con valores internacionales.

Los efectos de estas reformas se presentan a continuación:

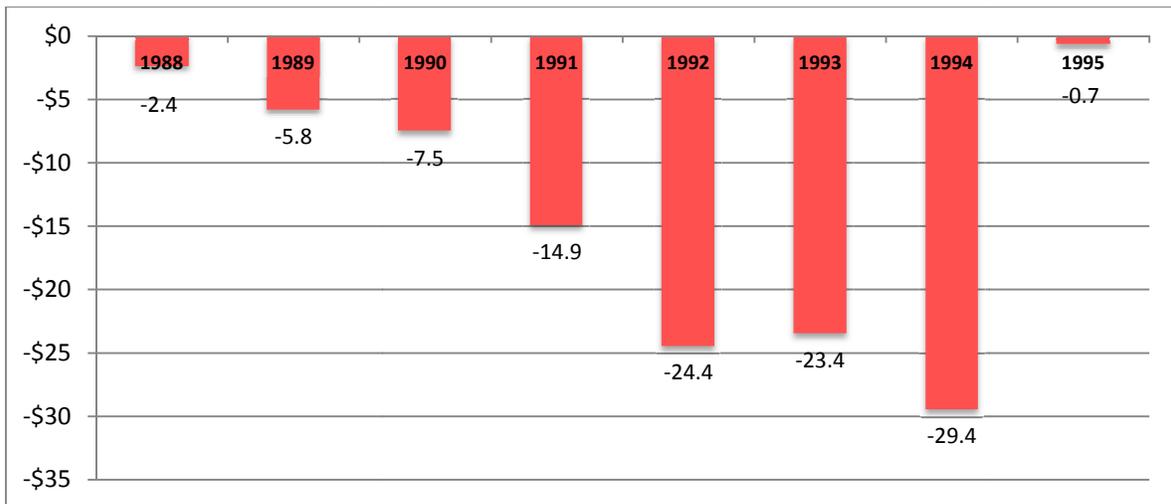
Tabla 1. Balanza de Pagos México 1988-1995 (miles de millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Exportaciones de mercancías	30.7	35.2	40.7	42.7	46.2	51.9	60.9	79.5
Importaciones de mercancías	-28.1	-34.8	-41.6	-50	-62.1	-65.4	-79.3	-72.5
Balanza comercial	2.6	0.4	-0.9	-7.3	-15.9	-13.5	-18.5	7.1
Servicios: Crédito	6.1	7.2	8.1	8.9	9.3	9.5	10.3	10.3
Servicios: Débito	-6.3	-7.9	-10.3	-11	-12	-12	-12.9	-9.4
Balanza de Bienes y Servicios	2.4	-0.3	-3.1	-9.4	-18.6	-16	-21.1	8
Ingreso: Crédito	3	3.2	3.3	3.5	2.8	2.7	3.3	3.7
Ingreso: Débito	-10.1	-11.3	-11.6	-11.8	-12	-13.7	-15.7	-16.3
Balanza en Bienes, Serv. & Inc.	-4.6	-8.4	-11.4	-17.6	-27.8	-27	-33.4	-4.6
Transferencias netas	2.3	2.5	4	2.7	3.4	3.6	4	4
Cuenta corriente	-2.4	-5.8	-7.5	-14.9	-24.4	-23.4	-29.4	-0.7
Inversión directa	2	2.8	2.5	4.7	4.4	4.4	11	7
Portafolio de inversión: Activos	-0.9	-0.1	-7.4	-0.6	1.2	-0.6	-0.6	-0.7
Portafolio de inversión: Pasivos	1	0.4	3.4	12.7	18	28.9	8.2	-10.1
Otras inversiones: Activos	-0.9	-1.1	-1.3	-0.4	4.4	-3	-5.1	-5.3
Otras inversiones:	-5.8	-0.9	11.2	8.7	-0.9	4.1	2.3	-2.6

Pasivos									
Cuenta financiera		-4.5	1.1	8.4	25.1	27	33.8	15.8	-11.8
Errores y omisiones		-3.2	4.5	1.2	-2.3	-0.9	-3.1	-4	-2.9
Balance	General	-10.1	-0.2	2.2	8	1.7	7.2	-17.7	-15.3
(Cambio	en								
reservas)									

Fuente: International Monetary Fund, International Financial Statistics

Gráfica 1. Cuenta corriente México, 1988 -1995 (Miles de millones de dólares)



Fuente: International Monetary Fund, International Financial Statistics

Cómo se puede observar durante este periodo se mantuvo déficit en cuenta corriente (siendo un problema estructural de la economía mexicana desde incluso el proceso de industrialización) lo que significó que había una salida neta de capital desde el país al exterior. El mantener dicho déficit de manera continua y persistente produjo una enorme devaluación del peso frente al dólar estadounidense, ya que tuvo que salir una mayor cantidad de divisa al exterior teniendo que ser cambiada a otra divisa para realizar los pagos comerciales.

Esta devaluación a su vez trajo problemas al momento de hacer frente a las obligaciones adquiridas en moneda extranjera, ya que los montos de deuda se incrementaron de manera directa a la depreciación sufrida haciendo prácticamente imposible tanto al gobierno como a las empresas pagar las deudas adquiridas.

Un componente importante del proceso de reformas fue fijar el valor del peso al dólar estadounidense⁹. Esta política servía a tres propósitos:

- 1) Proveía a los inversionistas extranjeros con la seguridad de que sus capitales no perderían valor en un escenario económico normal. Además esta confianza también apoyaría el boom de importaciones-exportaciones en México.
- 2) Contar con un tipo de cambio semi fijo permitió a las firmas mexicanas pedir dinero en los mercados internacionales para así financiar la expansión que necesitarían para poder competir ante la inminente entrada en vigor de TLCAN (enero de 1995).
- 3) Además un tipo de cambio semi fijo sirvió a las autoridades mexicanas a combatir la inflación a través de forzar la política monetaria para fluctuar en relación a la balanza de pagos. Ya que con un tipo de cambio semi fijo los precios de las importaciones disminuyen y los productos mexicanos que compiten con dichas importaciones tienen que bajar sus precios para poder ser competitivos –Se ajusta artificialmente el nivel general de precios nacional con el de EE UU- .

Aunado a lo antes mencionado existe otro factor que influyó en el recrudecimiento de la crisis e incremento en el endeudamiento externo, éste factor fue la privatización de la banca.

Después de que en septiembre de 1982 el entonces presidente José López Portillo nacionalizara la banca como consecuencia de la especulación realizada por dichas instituciones hacia el peso mexicano aunado a decisiones de orden político. Esta decisión provocó fuerte concentración en el sistema bancario, el cual prestaba de acuerdo a prioridades políticas en lugar de otorgarlos en base a la solvencia del solicitante.

La privatización de los bancos más importantes llegó en un proceso que se desarrolló en etapas, tanto en la administración de Miguel de la Madrid como de Carlos S. de Gortari y para 1992 la mayor parte de los bancos comerciales se encontraban en manos de privados. Consecuencia directa de esta privatización fue el fuerte incremento en el crédito.

Para darnos una idea de este “boom” el total de préstamos¹⁰ como porcentaje del PIB pasó de 24% en 1991 a 38% en 1994. Mientras el crédito al sector privado se incrementó de manera clara; pasando de un 20 por ciento – como proporción del PIB- en 1991 a 30 por ciento en 1994. Este crecimiento fue liderado por el crédito al consumo como

⁹ Se buscaba apreciar la moneda mexicana a través de devaluar el dólar por medio del tipo de cambio semi-fijo. Con esto se buscaba paliar la exorbitante inflación que prevalecía.

¹⁰ Se contabilizan los hechos a entidades gubernamentales y hechos al sector privado los cuales incluyen: crédito al consumo, crédito hipotecario, crédito comercial y crédito interbancario.

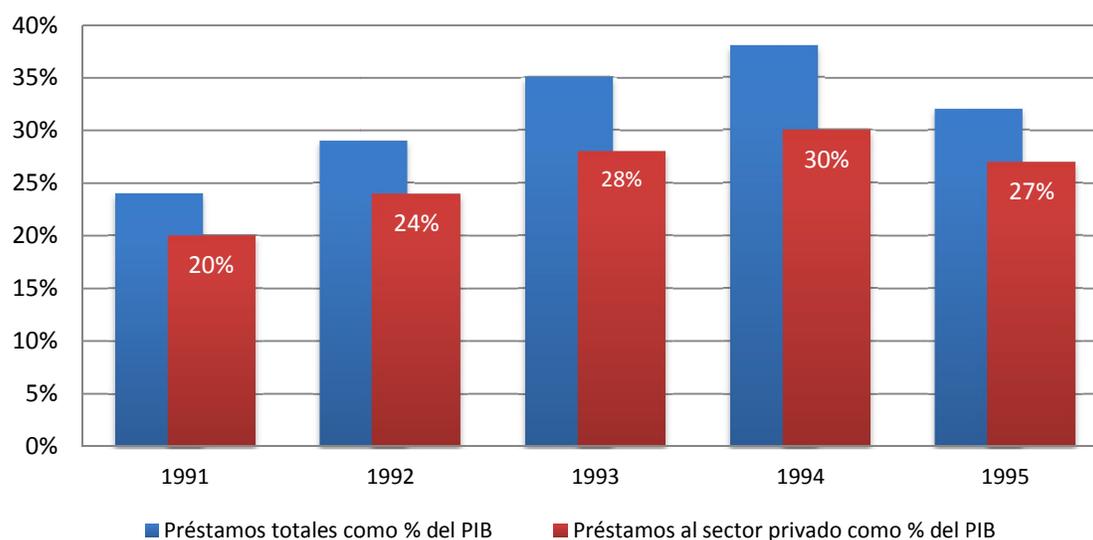
consecuencia de la feroz competencia interbancaria para obtener una mayor proporción del mercado.

Tabla 2. Crédito otorgado por instituciones bancarias (% PIB)

Año	Préstamos totales como % del PIB	Préstamos al sector privado como % del PIB	Préstamos al sector privado como % del PIB (excluyendo FOBAPROA)
1991	24%	20%	20%
1992	29%	24%	24%
1993	35%	28%	28%
1994	38%	30%	30%
1995	32%	27%	24%

Fuente: International Monetary Fund, International Financial Statistics

Gráfica 2. Crédito otorgado por instituciones bancarias (% PIB)



Fuente: Elaboración propia con datos de la tabla 2.

Tanto la privatización bancaria como el boom crediticio trajeron al sistema serios problemas, ya que se argumenta que la privatización bancaria falló debido a los incentivos que otorgaba a los inversionistas compradores de dichos bancos para maximizar ganancias. Esto es debido a que el gobierno obtuvo grandes ofertas para la compra de los bancos consecuencia directa de los privilegios que recibirían a cambio dichos

compradores, ya que el mercado bancario se encontraba con una falta total de competencia debido a que 70% de los activos bancarios estaban divididos en sólo 4 bancos, además de que en esos momentos la banca se encontraba cerrada a la inversión extranjera tanto en la compra de partes significativas de las empresas como de apertura de sucursales de bancos extranjeros en el país.

Aunque existían restricciones respecto al porcentaje de capital que podían poseer los inversionistas extranjeros de bancos mexicanos, estos podían ser dueños de una pequeña parte del capital de cualquier banco comercial o podían operar pequeños bancos enfocados en inversiones y operaciones de banca privada.

Aunado a lo anterior las autoridades mexicanas cometieron errores graves al momento de vender los bancos, ya que simplemente hicieron una lectura monetaria más no económica de los inversionistas ávidos de comprar dejando de lado la experiencia que estos dueños de capital tenían en el sector bancario, siendo la mayoría de los demandantes grupos con vasta experiencia en el sector bursátil. El último gran error del gobierno mexicano en este rubro fue la tardía adopción de los estándares internacionales lo cual permitió a los bancos realizar compras y ventas de valores bursátiles sin contar con el monto apropiado de reservas que respaldaran estas operaciones.

Crisis de 1994-1995.

La crisis de 1994 se hizo presente en México y el mundo como un suceso inesperado, derrumbando en pocas horas una de las economías aparentemente más exitosas, prometedoras y seguras del mundo en desarrollo, la cual gozaba de gran respaldo por parte del gobierno estadounidense y organizaciones financieras internacionales. Lo inesperado de la crisis tuvo que ver con el actuar de manera asimétrica (información) de las autoridades gubernamentales mexicanas, ya que no tomó las medidas necesarias ante el deterioro acelerado de la cuenta externa del país a lo largo de 1994. Pero también con las circunstancias propias de esta crisis, al cual se le aunó un entorno de altas expectativas.

La nueva crisis fue consecuencia de diversos factores, siendo la apertura de los mercados financieros nacionales, la titularización y bursatilización del crédito, la primacía de inversión internacional de cartera, la apertura comercial, el abatimiento de la inflación a través de mantener un peso apreciado que promovía las importaciones y por consiguiente empalmar el nivel general de precios mexicano con el estadounidense, el creciente déficit de cuenta corriente, y la dependencia de los flujos de dinero externos. La carencia de instituciones multilaterales de auxilio a los países afectados y la conversión de México en

el principal captador de las nuevas y más volátiles formas de inversión entre los países emergentes (tercera parte de la inversión de cartera dirigida a ese tipo de países)¹¹.

La conjunción de esas condiciones internacionales con la nueva problemática interna de incorporación del país a la globalización a través del TLCAN y de modernización económica sin modernización política y social, dio lugar a una combinación específica de factores cambiarios, financieros, productivos y políticos, que incidieron de distinta manera en la gestación y desencadenamiento de la crisis.

Tipo de Cambio.

A finales de los años 80 y durante el periodo previo a la crisis de 1994 México implementó dos grandes políticas. La primera fue la modernización –en el argot económico- de la economía mexicana a través de la liberalización comercial, la privatización de empresas, la búsqueda de superávit fiscal, etc. La segunda consistió en controlar la inflación a través de vincular el peso al dólar estadounidense y el control salarial contenido en los pactos de finales de los 80.

Unos de los principales argumentos por los cuales se justificaba la vinculación del peso fue que esta medida anclaría las expectativas inflacionarias. Dicha medida surtió efecto ya que de una tasa inflacionaria del 180% durante 1988 se redujo a 6.7% durante 1994.

La primer medida encaminada a disminuir la inflación a través de vincular el peso al dólar fue implementada en 1988 cuando se fijó el tipo de cambio por tres meses, el periodo se extendió durante dicho año y sucesivamente se permitió una apreciación progresiva hasta terminar en una banda cambiaria.

La ventaja de vincular una moneda con respecto a otra es que el país vinculante se beneficia de las expectativas inflacionarias positivas del país al que se vincula lo cual proporciona mayor solidez a la política anti inflacionaria debido a que se asume el Banco Central tendrá una política coherente tanto con el objetivo inflacionario como en sintonía con la política monetaria implementada en el país al que se vincula la moneda.

Como Michael Bordo y Anna Schwartz (1996:437) explican, un país sufre una crisis cambiaria cuando surgen inconsistencias entre conservar tipos de cambio vinculados y proteger las políticas fiscal y monetaria implementadas.

¹¹ 64,000 millones de dólares reportados por el Banco de México (Balanza de pagos) contra algo menos de 190,000 millones en la totalidad de los países en desarrollo.

Desde una perspectiva monetarista y bajo un escenario en donde el Banco Central vincula el tipo de cambio con la finalidad de controlar la inflación, es contraproducente el acumular reservas de dólares sin tomar las medidas necesarias respecto de la base y oferta monetaria o “esterilizar”.

Respecto a esterilizar, el Banco de México logró concretar dicha medida durante el periodo de 1990-1993, ya que Banxico mantuvo el crecimiento de la base monetaria de manera muy ajustada mientras el incremento en el flujo de capitales que entraban a México mantenía una marcada tendencia de crecimiento, aunado a las compras y ventas de dólares que tenía que realizar para mantener el objetivo cambiario.

A pesar de mantener una banda para el tipo de cambio Banco de México tenía un gran problema al intentar evitar que la enorme entrada de capitales apreciara el peso de tal manera que éste sobrepasara el techo de la banda o a su vez provocar un incremento proporcional de la base y oferta monetaria.

Al implementar la esterilización Banco de México aplicó la estrategia clásica, que consistía en incrementar las reservas internacionales y a su vez disminuir el crédito doméstico. O a la inversa Banxico aumentaba el crédito primario para atacar la desmonetización como consecuencia de la disminución en sus reservas.

Este dilema cambiario a la postre traería consecuencias directas en la actividad económica y el proceso inflacionario resultante.

Flujos de Capital.

La exposición de la economía mexicana a la inversión extranjera tuvo lugar a nivel del mercado cambiario y resultó del enorme desajuste entre el capital internacional localizado temporalmente en México y las reservas internacionales de divisas con que contaba el país para garantizar la convertibilidad y libre reflujo de esos capitales en un contexto de moneda nacional fuertemente sobrevaluada.

La creciente desproporción entre entrada de capital externo y reservas de divisas fue el resultado de cuatro años de ascenso mucho más rápido del primero que el segundo como parte fundamental de un proceso de crecimiento explosivo del índice de precios de la Bolsa Mexicana de Valores y la capitalización bursátil (cerca del 100 % real entre 1990 y 1993), que en conjunción con la sobrevaluación del peso permitió una valorización en dólares del capital accionario externo del orden del 150 % en relación al monto originario de inversión. En lo que hace a las tenencias en títulos de deuda pública nominados en pesos, el 84 % de los mismos estaba formado por instrumentos a corto plazo (reporte de OCDE), que eran básicamente Certificados de la Tesorería (Cetes) hasta 1993 y Bonos del

Tesoro (Tesobonos) en 1994, cuando estos últimos emergieron como el principal instrumento utilizado por el gobierno para contener en abril de 1994 el primer estallido de la crisis especulativa-cambiaria. El Tesobono agregaría a la volatilidad del Cete el peligro adicional de su indexación al dólar, que contenía la posibilidad en caso de devaluación de una multiplicación muy grande de su valor de rescate en pesos.

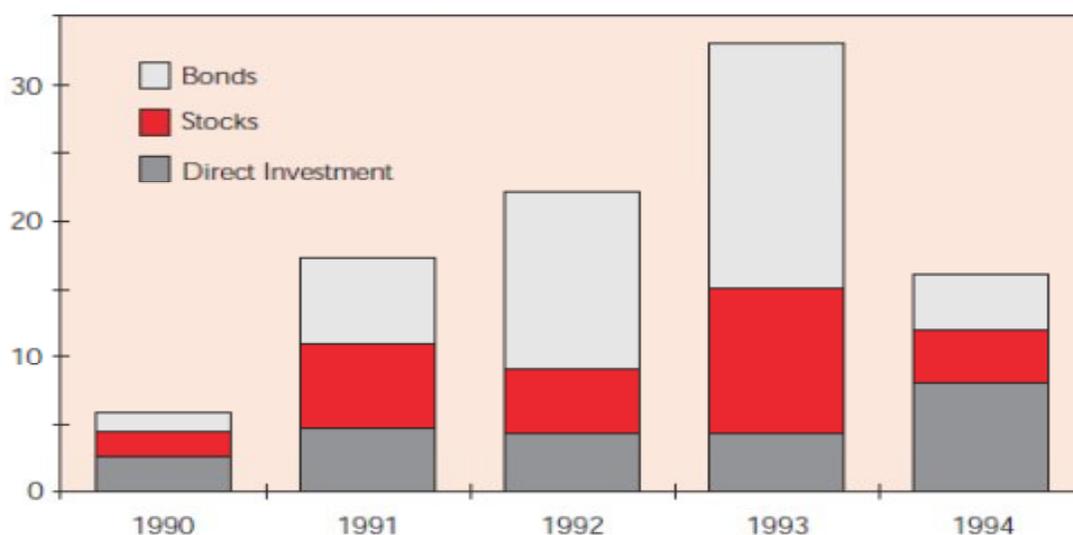
Tabla 3. Inversión externa de cartera en USD y reservas internacionales (enero de 1994)

Concepto	Valores en el mercado (mmd)	En manos de extranjeros (mmd)	En manos de extranjeros (%)
Acciones (capitalizadas e dólares) *	200.3	60.9	30.3
Títulos Gubernamentales	38.7	21.9	56.5
Inversión total capitalizada	239	82.3	34.6
Reservas Internacionales	28		

*Valores de mercado, incluyendo capitalización bursátil y revaluación del peso.

Fuente: Banco de México y Embajada de Estados Unidos en México.

Gráfica 3. Inversión Extranjera en México. (Miles de millones de dólares)



Fuente: Reserva Federal de Atlanta.

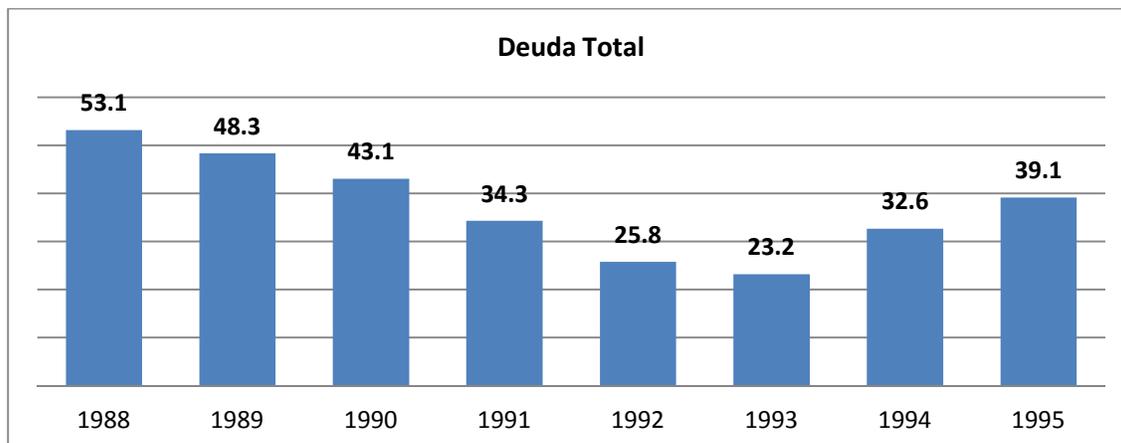
Respecto del contexto financiero que imperaba en México cabe comenzar con el gran incremento del endeudamiento externo privado. Entre 1989 y noviembre de 1994 el total del mismo se elevó de 13 mil a 51 mil millones de dólares (OECD, Estudio), correspondiendo la gran mayoría a emisiones de títulos de renta fija a largo plazo (promedio de vencimiento cercano a los cinco años) nominados en dólares¹². Esta deuda estuvo dividida en partes casi iguales entre el crédito directo concedido a unas sesenta grandes grupos y empresas privadas nacionales y el indirecto (canalizado a través de la mediación de la banca mexicana) que llegó por este medio a una mayor cantidad de empresas. Si bien este tipo de inversión careció de la volatilidad de las formas de inversión consideradas anteriormente (instrumentos en pesos a corto plazo), actuó en el sentido de agravar considerablemente la vulnerabilidad global del núcleo más concentrado y competitivo del sector empresarial mexicano –excesivo sobreendeudamiento–.

En lo que hace a la liquidez del sistema monetario interno, esta surgió, del elevado y creciente nivel de expansión del crédito y sobreendeudamiento del conjunto de los sujetos económicos (empresas, familias y la propia banca), en una coyuntura cambiaria y financiera que requería más bien de medidas monetarias restrictivas para elevar el costo de salida del capital. La relación entre el endeudamiento y el PIB había pasado entre 1993 y 1994 desde un nivel de 23.2% en el primer año al 32.6% en el segundo, lo que representa un incremento del 41% en tan sólo un año echando atrás (parcialmente) los esfuerzos realizados para disminuir el nivel de endeudamiento; el cual en 1989 se encontraba en un ratio de 48.3% del PIB a 23.2% del total de bienes y servicios producidos por una economía en un determinado periodo de tiempo (PIB) en 1993. Esto se traduce en una disminución en el nivel de la deuda del 56.42 por ciento en el periodo de 1989 -1993.

¹² Véase J. Vargas, El re endeudamiento externo de México 1988-1994, obra citada.

Gráfica 4.

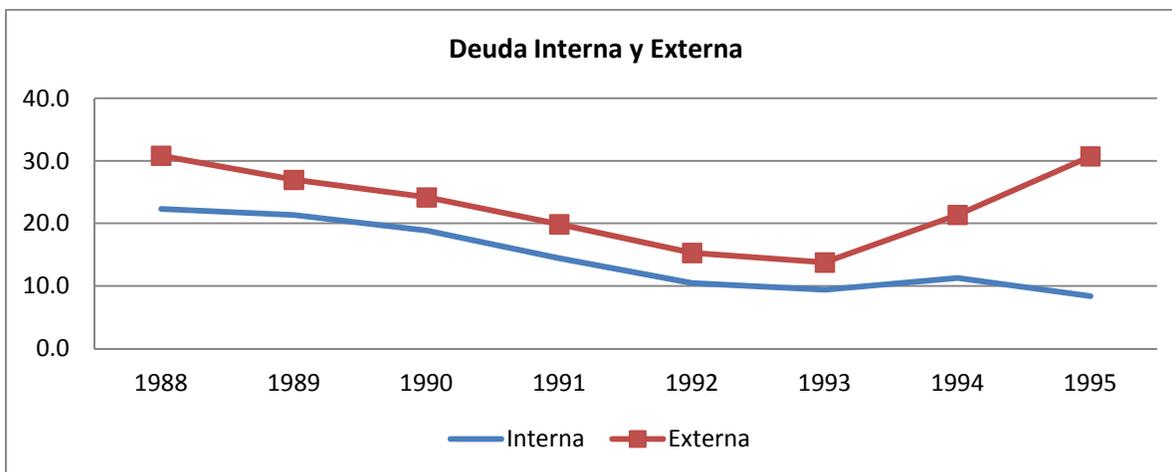
Saldo de la Deuda Bruta del Sector Público, 1988 – 1995. (Como proporción del PIB)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con base en datos de la Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1990-2011, e INEGI.

Gráfica 5.

Saldo de la Deuda Bruta del Sector Público, 1988 – 1995. (Como proporción del PIB)

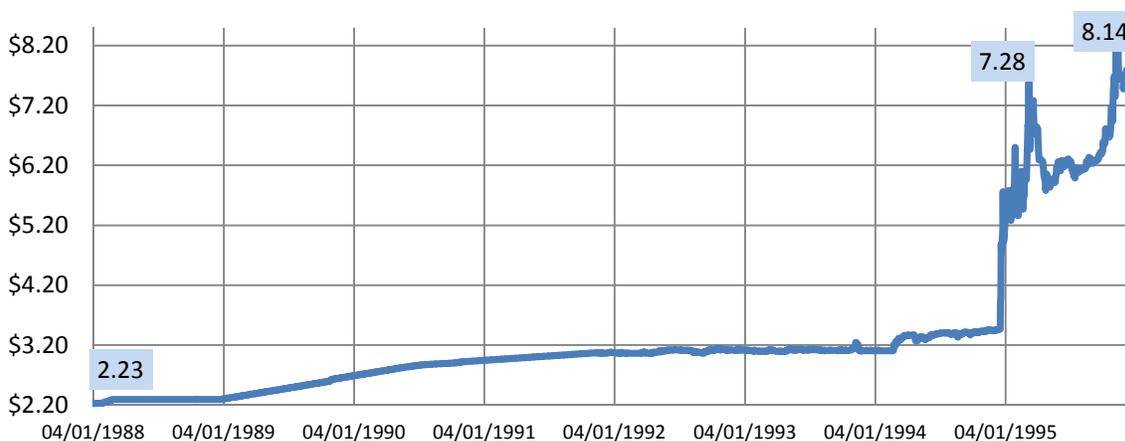


Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con base en datos de la Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1990-2011, e INEGI.

Devaluación.

La crisis cambiaria se convirtió en crisis financiera como resultado de la macro devaluación del peso y el proceso inflacionario resultante. La crisis financiera comenzó siendo inicialmente un problema externo (de amortización de Tesobonos y dificultades privadas y públicas para afrontar el servicio acrecentado de la deuda externa) para convertirse rápidamente en un evento interno como resultado del colapso del sistema bancario y la crisis de las finanzas públicas. Finalmente, ya en el contexto de la crisis financiera, devaluación e inflación interna se tradujeron en una recesión muy aguda y de proyección temporal mucho más prolongada, centrada, sobre todo; en una gran caída del salario real, la contracción brutal del crédito y un apreciable aumento del desempleo. Incluyendo el último mes de 1994, la caída del valor internacional del peso hasta fines de 1995 superó el 110 %, del cual la gran mayoría (90 %) tuvo lugar entre diciembre de 1994 y marzo de 1995.

Gráfica 6. Tipo de cambio peso dólar desde 1988-1995



Fuente: Banxico.

Como se puede observar en la gráfica es en el año de 1994 cuando la situación en la cuenta corriente reventó trayendo como consecuencia una devaluación estrepitosa para el peso, ya que de diciembre de 1994 a diciembre de 1995 el valor del peso cayó 88% pasando de una cotización promedio en el primer año de 4.08360 pesos por billete verde a un tipo de cambio de 7.68073 durante diciembre de 1995.

El rol del endeudamiento externo.

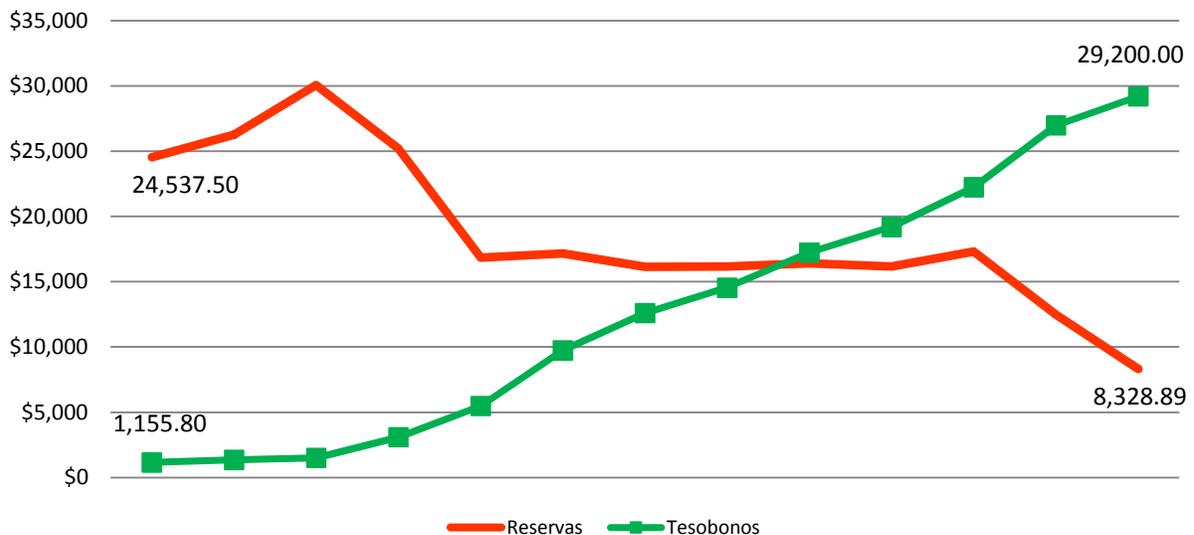
Otro factor importante en la mecánica de la crisis, fue la reaparición de problemas agudos de deuda externa, como los planteados por el reembolso de Tesobonos, el incremento del servicio de la deuda pública o los nuevos problemas planteados por el paquete de rescate.

El nuevo problema de deuda adquirió su verdadera importancia después de la devaluación, cuando ésta multiplicó el costo externo e interno de las obligaciones internacionales sin que el país contara con un mínimo de reservas de divisas para afrontarlos.

Después de abril de 1994, el tipo de cambio del peso en relación con el dólar se ubicaba frecuentemente en el techo de la banda. Sin embargo, el Banco de México suponía que la relativa estabilidad¹³ en las reservas internacionales, 17.000 millones de dólares hasta octubre, era un claro indicio de que el peso no se hallaba sometido a presiones incontrolables.

Gráfica 7. Relación Reservas Internacionales vs Tesobonos (Dic. 1993- Dic. 1994)

(Millones de dólares)



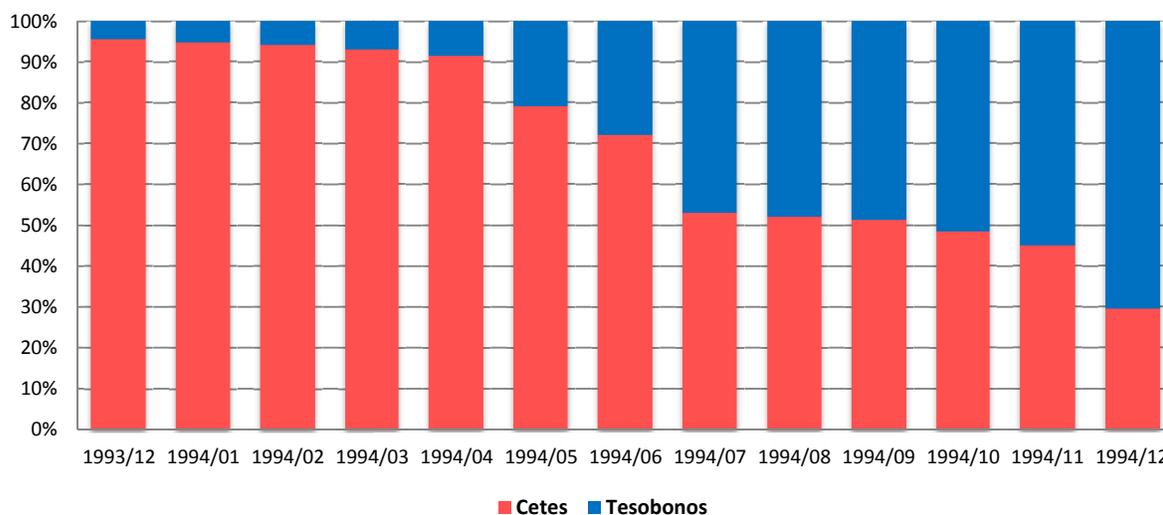
Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Geografía.

¹³ Sin fuertes cambios.

La realidad nos muestra que el enorme incremento de los Tesobonos en poder del público indicaba que algo anómalo estaba sucediendo. Desde marzo, la suma de los Tesobonos aumentó de 3,100 a 12,600¹⁴ en junio; 19.200* en septiembre y 29.200* en diciembre.

Gráfica 8.

Composición de Deuda Gubernamental, Cetes y Tesobonos en manos de inversionistas. (%)



Fuente: Instituto Nacional de Estadística y Geografía.

Durante el año, la composición de la deuda del gobierno se modificó radicalmente. En diciembre de 1993, el 76.5% estaba en Cetes¹⁵, y los Tesobonos alcanzaban el 4.8% del total. En diciembre de 1994, el 14.2% de la deuda estaba en Cetes, y 80.6% estaba en Tesobonos.

Evidentemente, muchos inversionistas, temiendo una devaluación, preferían poseer instrumentos de la deuda mexicana que, aunque redimibles en pesos, estuviesen indexados al dólar. El aumento sistemático de la cantidad de Tesobonos en poder del público debió interpretarse como una señal de la falta de credibilidad del tipo de cambio vigente.

Esta dolarización de la deuda pública puede explicar la sorprendente estabilidad de las reservas internacionales a partir de abril, en vista del alza de las tasas de interés externas y la incertidumbre política interna. Los Tesobonos acabaron por dar al gobierno mexicano

¹⁴ Cifras en millones de dólares estadounidenses.

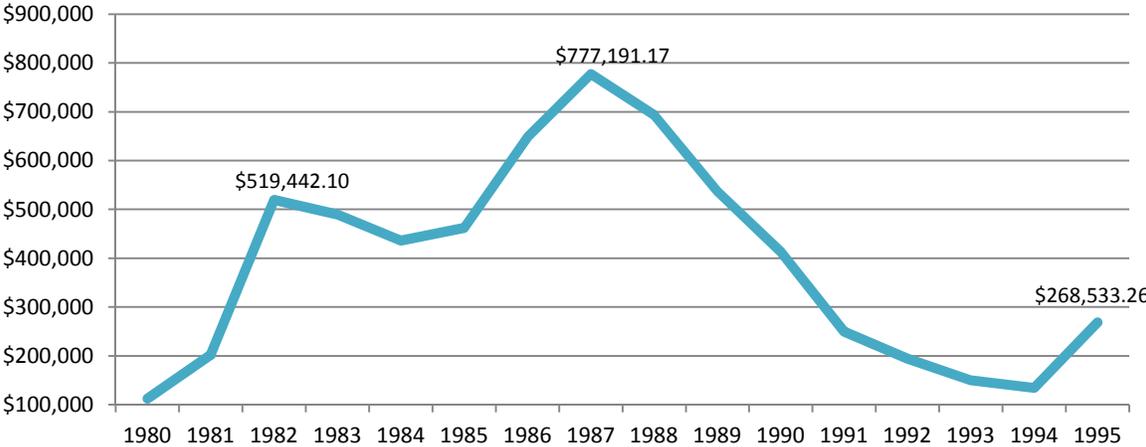
¹⁵ Los CETES (Certificados de la Tesorería) son títulos de crédito al portador emitidos por el Gobierno Federal en los cuales se consigna la obligación de éste a pagar su valor nominal al vencimiento

y a sus acreedores lo que a la postre resultó una falsa sensación de seguridad. Para los inversores, los Tesobonos indicaban el compromiso del gobierno con el régimen cambiario, ya que el propio gobierno asumía una alta porción del riesgo cambiario. No obstante, los 29.000 millones de Tesobonos emitidos fueron una de las principales causas de la crisis financiera que siguió a la devaluación de diciembre de 1994.

En términos de su origen, tanto la emisión masiva de Tesobonos como la recepción del posterior paquete de rescate, no tuvieron lugar para afrontar el servicio normal de la deuda, como fue caso del recurrente endeudamiento de los ochentas, sino para sustituir un tipo de deuda por otra o para recomponer divisas.

Gráfica 9.

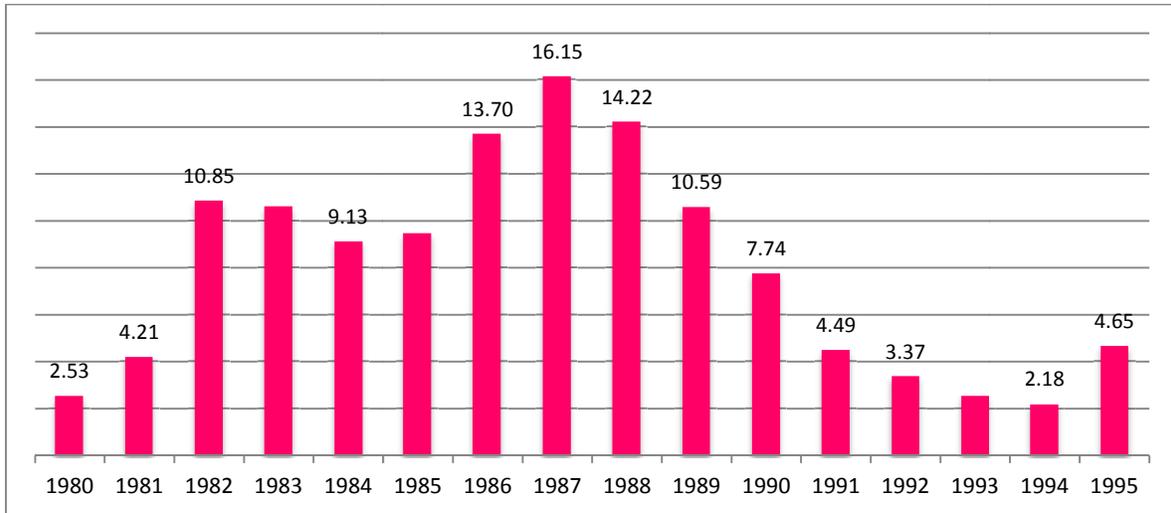
Costo Financiero de la Deuda del Sector Público, 1980-1995 (Millones de pesos constantes, base 2003=100)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con base en datos de la Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1980-2011, e INEGI.

Gráfica 10.

Costo Financiero de la Deuda del Sector Público, 1980-1995 (Como proporción del PIB)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con base en datos de la Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1980-2011, e INEGI.

En realidad, el problema del servicio de la deuda externa nunca llegó a tener dimensiones parecidas a las de los ochentas y, salvo en la coyuntura del primer trimestre de 1995 dominada por la problemática de los Tesobonos bajo el sesgo cambiario, siempre fue un problema relativamente secundario, que no planteo problemas serios de pago, y que tendió a ser superado por la propia dinámica de la crisis y la ulterior recuperación.

En comparación con los costos financieros en los que incurrió México durante la década de los 80's, dicho costo durante 1994-1995 tuvo incremento del 113%, mientras que el cambio presentado durante 1980-1989 fue del 318%. Si bien es cierto este incremento es muy alto respecto al poco tiempo en que se produjo es también cierto que el porcentaje respecto del PIB para el pago de los préstamos contraídos durante 1994-1995 pasó de 2.2% a 4.7%, o en datos monetarios, pasó de \$ 134,429.8 millones en 1994 a \$268,533.3 millones en 1995.

Curva de Plazos.

Al igual que los precios de otros activos financieros, los precios de los bonos reflejan las expectativas de los participantes en el mercado de valores respecto del futuro de las economías. La curva de rendimientos, como es conocida en el ámbito financiero, describe los niveles de las distintas tasas de interés para diferentes plazos de vencimiento en los instrumentos de deuda conocidos como bonos.

Las tasas de interés de los valores de deuda a corto plazo tienden a desviarse del nivel de los instrumentos con vencimiento a largo plazo, debido a que el rendimiento que otorgan los bonos a largo plazo incorpora elementos de riesgo asociados con el plazo de su vencimiento.

Cómo podemos observar la Curva de Plazos es un “termómetro” de la actividad económica pero principalmente de las expectativas que los inversionistas tienen sobre el comportamiento futuro de cualquier economía. Para el caso de México dicha curva no era larga sino hasta finales de los 90`s y principios de la nueva década.

Para el periodo de la crisis dicha curva se conformaba de la siguiente manera:

Gráfica 11. Curva de Rendimientos México 1994 (%)



Fuente: INEGI.

¿Qué nos dice esta curva?, La Curva de Rendimientos para 1994 nos dice que las expectativas de los inversionistas eran positivas en el muy corto plazo¹⁶ (Cetes 28 y Cetes

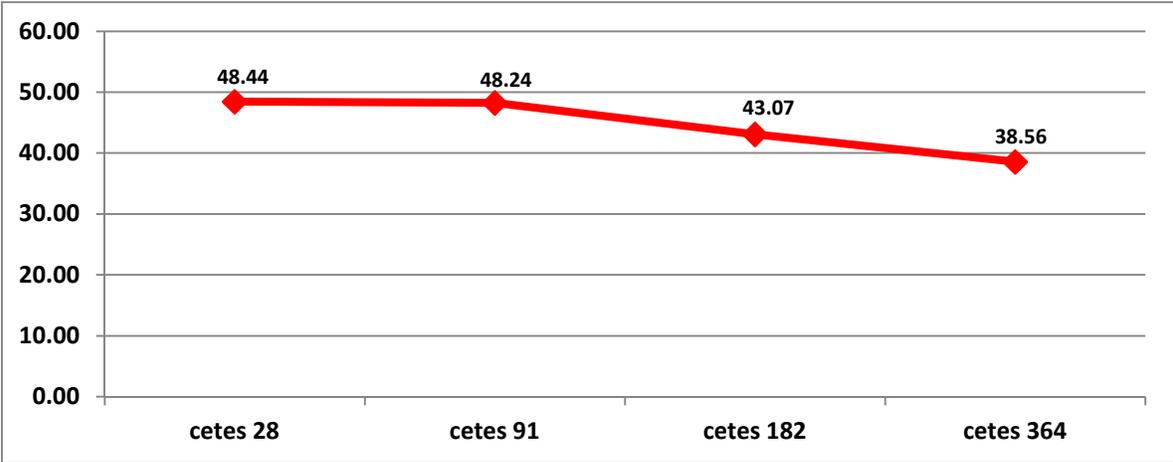
¹⁶ Al decir expectativas positivas me refiero a que bajo la información disponible los inversionistas sabían que invertir en títulos de muy corto plazo garantizaría un beneficio bastante atractivo – a través de la tasa de interés-, es por eso que

91) y es por eso que los rendimientos ofrecidos por los valores gubernamentales eran mayores en dicho plazo, en comparación con los bonos de mayor duración tales como a 6 meses o 1 año. Esto debido a que durante 1994 se comenzaron a dar los primeros síntomas de la enfermedad – analogía económica- que terminaría infectando y causando graves problemas a la actividad económica y poniendo en riesgo de colapso al sistema financiero nacional. Tales síntomas fueron el creciente déficit en cuenta corriente, incremento en la colocación de tesobonos, aunado a un cambio negativo - respecto a una política que busca tener una moneda apreciada frente al dólar estadounidense - en el tipo de cambio fuera de la tendencia que se venía presentando desde inicios de los 90's.

Estos síntomas fueron bien entendidos por los inversionistas que tenían títulos a muy corto plazo, los cuales demandaron un mayor rendimiento al gobierno mexicano como consecuencia de la caída en el precio de dichos títulos.

Como es sabido los bonos gubernamentales también se rigen por la leyes de la oferta y la demanda, las cuales nos dicen que si aumentan las compras por dichos títulos el precio se incrementará en la misma proporción que el incremento en la demanda, pero a su vez dichos activos tienen una característica que los diferencia de otros activos de alta liquidez, el trade off existente entre precio y rendimiento; ya que un incremento en el precio – consecuencia de mayor demanda- trae consigo una disminución en el rendimiento ofrecido por dicho títulos.

Gráfica 12. Curva de Rendimientos México 1995 (%)



Fuente: INEGI.

Respecto de la Curva de Rendimientos para 1995 se puede observar un marcado incremento en los rendimientos ofrecidos por los bonos gubernamentales, siendo

los títulos de duración mayor a 6 meses no eran tan convenientes debido a que las probabilidades de impago por parte del gobierno mexicano o de una posible devaluación eran mayores en dicho periodo.

consecuencia directa de la implosión en las variables macroeconómicas tales como reservas internacionales, saldo de cuenta corriente, constante devaluación del peso mexicano frente al dólar; los cuales obligaron al gobierno mexicano a compensar el enorme riesgo asumido por los inversionistas con altísimas tasas de interés que se encontraban en una banda del 35 al 50 por ciento.

Aunado a lo antes mencionado se puede percibir que los inversionistas tenedores de bonos a corto plazo (Cetes 28 y 91 días) mantuvieron la estrategia de asumir mayor riesgo a cambio de obtener mejores beneficios a través de los mayores rendimientos ofrecidos por el gobierno mexicano (48.44 y 48.24 por ciento respectivamente). Basándonos en la ley de la oferta y la demanda e incluyendo el trade off existente en el mercado de bonos se puede deducir que los bonos a corto plazo eran los más riesgosos debido a que estos eran los títulos menos demandados y por consiguiente tenían un precio más bajo respecto a los bonos de mayor plazo, esto queda demostrado con los rendimientos ofrecidos por los cetes a 28 y 91 días, los cuales en compensación a esta disminución en el precio tiene que ofrecer mayor rendimiento para que puedan ser colocados entre el público inversionista.

El riesgo proviene de que bajo un escenario en el cual se sabe que el gobierno mexicano no cuenta con reservas de dinero para hacer frente al total de tesobonos colocados – que durante 1994 fueron los bonos mexicanos más demandados- las probabilidades de impago y peor aún de una fuerte devaluación hacen que los inversionistas exijan mayores rendimientos en compensación del riesgo tomado.

Este efecto es totalmente inverso a la tendencia usual en un mercado de bonos debido a que tanto en la teoría como en la práctica – en mercados de bonos desarrollados- se asume que entre mayor sea el plazo mayor el riesgo de impago, debido a que en el largo plazo los gobiernos y sus economías pueden enfrentar dificultades de diversas índoles lo que debe asegurar un mayor rendimiento en compensación de estas posibles dificultades.

Al analizar ambas gráficas se puede constatar el papel determinante de las expectativas en los mercados financieros, ya que durante 1994 momento en el cual la información era altamente asimétrica¹⁷ - la mayor parte del año – los inversionistas no exigían rendimientos mayores al 15%, ya que de acuerdo a sus expectativas este rendimiento era el que se ajustaba al riesgo que tomaban. Para 1995 y con nuevas condiciones económicas y diferente grado de asimetría los inversionistas ajustaron sus expectativas de tal manera que provocaron que el gobierno mexicano triplicara el promedio de los rendimientos ofrecidos en sus instrumentos de deuda.

¹⁷ La información “asimétrica” supone que una de las partes en una relación o transacción económica tiene menos información que otra u otras.

Factores Políticos.

Etimológicamente Político proviene del latín “politicus” y ésta del griego “πολιτικός” (“politikós”), que significa “de los ciudadanos” o “del Estado”, siendo el adjetivo de “πόλις” (“pólis”) que significa “ciudad” pero también “Estado” ya que la ciudad en la Grecia clásica era la única unidad estatal existente.

En Grecia todos los asuntos del Estado eran asuntos de todos los ciudadanos, es decir, de los habitantes de la ciudad con poder civil. Así los griegos empezaron a llamar a estos temas “politikoí”, en oposición a aquellos intereses personales o privados de los ciudadanos llamados “ιδιωτικός” (“idiotikós”). Más adelante los hombres que no se preocupasen de los temas concernientes a la “pólis” se llamarían “ιδιώτες” (“idiotes”), que significaba “ciudadanos privados”.

Es importante entender la raíz etimológica del factor que se pretende describir con la finalidad de poder realizar una clara diferenciación entre los factores anteriormente descritos (económicos) y los factores políticos. Pero más importante aún entender como los temas referentes al Estado y a la sociedad en su conjunto jugaron un papel relevante en la gestación de la crisis de 1994 -1995.

El 1 de enero de 1994, el mismo día en que el TLCAN entraba en vigor, el EZLN ataca y toma en su poder poblados del estado de Chiapas. La irrupción fue la primera señal del malestar político existente en el país y de que no todo era prosperidad como el gobierno de Carlos Salinas De Gortari solía vanagloriarse.

Casi cuatro meses después, Luis Donaldo Colosio fue asesinado en Tijuana, Baja California. Los mercados financieros respondieron, el peso rebasó la banda de flotación establecida y el Banco de México tuvo que intervenir para mantener el tipo de cambio¹⁸. Se dio la primera gran fuga de capitales. El gobierno de los Estados Unidos reaccionó ofreciendo un crédito a corto plazo por seis mil millones de dólares para mantener la estabilidad. Sin embargo, el gobierno mexicano no lo utilizó. Salinas decidió mantener la paridad peso-dólar, a pesar de las recomendaciones de los analistas financieros. Su principal razón era que en un año electoral no se podía arriesgar la permanencia del PRI en la presidencia.

Por otra parte, y posiblemente más importante aún, el tipo de cambio representaba un "ancla" para el modelo económico. Al cambiarlo, el modelo se ponía en riesgo ya que

¹⁸ Del 23 de marzo al 22 de abril, las reservas internacionales pasaron de 28 321 millones de dólares a 17 541 millones de dólares. Banxico, Informe anual 1994.

difícilmente se mantendría el crecimiento de 3% necesario para su funcionamiento. Lo que si se hizo fue aumentar la tasa de interés de los cetes de 9% a 18%. A pesar de esto, los inversionistas no respondieron porque los cetes se emitían en moneda local y temían una nueva devaluación. Los inversionistas preferían los tesobonos, pues les proporcionaban un seguro contra una probable devaluación. Este mecanismo sólo atrajo capitales especulativos. El gobierno decidió reducir la emisión de cetes y aumentar la de tesobonos.

El siguiente acontecimiento político fue el asesinato de José Francisco Ruiz Massieu, líder del PRI, el 29 de septiembre de 1994. La respuesta de los mercados financieros no se reflejó en una caída de las reservas internacionales, mismas que si se vieron afectadas en noviembre, cuando Mario Ruiz Massieu culpó a María de los Ángeles Moreno y a Ignacio Pichardo, ambos representantes del PRI, del asesinato de su hermano José Francisco Ruiz Massieu.

Capítulo 3. Recuperación Económica y Camino a la Estabilidad.

Secuelas: Momento de paliar la crisis.

Sexenio de Ernesto Zedillo (1994 – 2000)

Ernesto Zedillo Ponce de León inició su gobierno a partir del 1" de Diciembre de 1994, con la segunda peor crisis en la historia del México contemporáneo – después de la crisis por sobre endeudamiento de los años 80's -, con implosión de variables macroeconómicas tales como inflación, desempleo, y salarios; aunado a una crisis política que turbó aún más el entorno económico.

La política a seguir por parte del Presidente de la República una vez en el poder, fue establecida a través del programa de emergencia económica, según Rosario Green¹⁹ los objetivos de este programa fueron: "establecer una estricta disciplina en las finanzas públicas; lograr que el déficit en la cuenta corriente se redujera; crear las condiciones para una pronta recuperación de la actividad económica y el empleo; y por último conseguir que el efecto inflacionario de la devaluación fuese lo más reducido y corto posible".

El temor a mayores pérdidas por parte de los inversionistas, bien por una espiral incontenible de devaluaciones del peso o por el incumplimiento de la deuda pública de corto plazo²⁰, provocó una salida masiva de capitales y obligó al gobierno mexicano a permitir la libre flotación del peso y la especulación se volvió incontrolable. La devaluación del peso fue incontenible, la moneda mexicana perdió un 60% de su valor en relación al dólar. El tipo de cambio anual del dólar con respecto al peso en 1994 alcanzó el precio de N\$ 4.87 y para finales de enero de 1995 el dólar se cotizó a N\$ 6, durante este año continuaría su tendencia ascendente y que iría rebasando la barrera de los N\$7, 8, 9 y 10 durante los cinco primero años del gobierno de Zedillo

Los efectos de la devaluación se dejaron sentir al afectar los precios en moneda nacional de los productos importados o de exportación y esto causó un efecto inflacionario temporal que daño el poder adquisitivo de la población, además de incidir negativamente en los salarios de los trabajadores. Esto quedó de manifiesto en el Acuerdo de Unidad

¹⁹ Rosario Green, Lecciones de la deuda externa de México, FCE, México, 1998, pp. 363-372

²⁰ Este punto puede ser visto en la "Curva de Plazo" del capítulo interior con el cambio en la tasa de interés consecuencia del cambio en las expectativas de los inversionistas, además de ser una exigencia del gobierno de EE UU y el FMI.

para Superar la Emergencia Económica (AUSEE)²¹, la devaluación tendría efectos inflacionarios, pero éstos serían controlados mediante el compromiso de obreros y campesinos a través de mantener congelados los salarios y la reducción de las ganancias de los empresarios.

Gráfica 13. Variación del Tipo de Cambio en el Sexenio de Ernesto Zedillo



Fuente: Banxico.

Cada vez que se devalúa la moneda se causa de inmediato un importante repunte de la inflación y de las expectativas inflacionarias, lo que, aunado a la disminución de los flujos de capital, da lugar a tasas de interés muy elevadas, tanto reales como nominales. Con esto no sólo se vio afectada la inversión en nuevos proyectos, sino también la capacidad de gasto de numerosas personas físicas y empresas que se encontraban endeudadas de manera importante.

Con el fin de evitar que esta situación se agudizara, el riesgo de que los sectores público y privado pudieran incumplir sus obligaciones externas de corto plazo, y para hacer frente a los vencimientos de la deuda se constituyó en 1995 el Fondo de Estabilización Cambiaría con la disposición de créditos otorgados por Estados Unidos y organismos internacionales.

Con la fuga de capitales y la escasez en la entrada de capital externo no se tuvo otro remedio que realizar el ajuste necesario -incremento en la tasa de interés-, causando una fuerte caída de la inversión con el fin de lograr incrementar el ahorro interno. Como nos

²¹ Acuerdo entre los sectores campesino, obrero y empresarial, el Gobierno Federal y el Banco de México en el que se buscaba concertar la corresponsabilidad de los diferentes sectores de la economía, para evitar que el mayor peso del ajuste recayera sobre los sectores menos favorecidos.

dice Rosario Green²²: “La captación de ahorro externo cayó de 7.8% del PIB en 1994 a tan sólo 0.25% del PIB en 1995. Ante este panorama se tuvo que financiar la formación bruta de capital con ahorro interno bruto, el cual como proporción del PIB a precios corrientes ascendió de 15.6% en 1994 a 19.2% para 1995, este incremento en el ahorro interno tuvo como contrapartida una disminución de la participación del consumo del PIB”²³.

Este incremento del 23.08% en el ahorro interno permitió cubrir los vencimientos de Tesobonos, principalmente en manos de inversionistas extranjeros, que a principios de 1995 ascendían a algo más de 29,000 millones de dólares, disipándose con ello el escenario de insolvencia.

Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para la Emergencia Económica.

El 9 de marzo de 1995 en apoyo y para dar mayor solidez al Acuerdo de Unidad para la Emergencia Económica, el entonces Secretario de Hacienda y Crédito Público Guillermo Ortiz dio a conocer el Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para la Emergencia Económica²⁴, el cual contemplaba 4 ejes de acción. Estos son dichos ejes:

1. Política cambiaria
2. Nuevas circunstancias en materia política fiscal
3. Apoyos a hogares y empresas medianas
4. Nueva política salarial

En concreto se tomarían las siguientes medidas:

- Mantener la flotación libre. No hay reservas ni recursos para mantener un tipo de cambio fijo, y no hay posibilidad hasta en tanto no se reconstruyan las reservas
- Utilización de los créditos por hasta 50 mil millones de dólares que se obtuvieron, para estabilizar el mercado cambiario
- México va a ingresar al mercado de futuros y va a buscar como meta principal tratar de estabilizar el subvaluado peso mexicano
- Aumento del 10 al 15% del Impuesto al Valor Agregado, excepto en la frontera, que queda como antes, 10%. La tasa cero que se venía aplicando a la producción agropecuaria, a los alimentos procesados y a las medicinas se va a mantener.

²² Rosario Green, Lecciones de la deuda externa de México, FCE, México, 1998, pp. 376

²⁴ Boletín de lecturas sociales y económicas, UCA, FCSE, año 2, número 5.

- Incremento del 35% a los combustibles (gasolina y diesel).
- Incremento del 20% a las tarifas de luz y gas y a partir del 1 de abril se aumentara 0.8% mensual.
- Aumentaran las tarifas de Aeropuertos y Servicios Auxiliares.
- Aumento a las cuotas en los caminos y puentes federales de ingresos.
- Aumento del 2.5% mensual a las tarifas para carga y pasajes en los Ferrocarriles de México.
- Reducción del gasto del gobierno revisando la política de subsidios y posponiendo los proyectos excepto los que tienen que ver con la producción
- Apoyo a los bancos para evitar suspensión de pagos de sus clientes.
- Apoyo a la mediana y pequeña industria que tengan problemas de solvencia.
- Aumento del salario mínimo del 10% del 1 de abril al 31 de diciembre.
- Bonificación en términos de impuestos para aquellas personas que perciban entre 2 y 4 salarios mínimos.
- Libertad de las empresas para la negociación de contratos colectivos de trabajo.
- Programas para readaptar a los desplazados por el desempleo.
- Programas intensivos para proteger a la población menos favorecida.
- Se espera una inflación del 42% al término de 1995, sin embargo se espera decrezca a partir del segundo semestre
- Se espera que disminuyan las tasas de interés y que la tendencia del peso es que recupere su valor real.
- Se espera una caída del Producto Interno Bruto del 2%.

Paquete de Ayuda financiera de los Estados Unidos e Instituciones Financieras Internacionales.

Ante las circunstancias que predominaban en la economía mexicana, con fuertes salidas de capital que desestabilizaban tanto los mercados financieros nacionales como provocaban una fuerte devaluación de la moneda mexicana la ayuda del Gobierno de Estados Unidos junto con otras instituciones financieras del mundo fue inminente y necesaria. El motivo principal era que fondos mutuales y fondos de pensión estadounidenses – principalmente- y de otras nacionalidades se encontraban invertidos en activos mexicanos y ante el escenario de fuerte devaluación e incertidumbre la ayuda foránea era forzosa. El contagio provocado a otros países emergentes por la crisis mexicana fue conocido a nivel mundial como el “efecto tequila”.

Ante la advertencia de Robert Rubin, Secretario del Tesoro estadounidense, respecto de los efectos negativos en la economía global de una mayor depreciación del peso mexicano

o recrudescimiento de la crisis; en 1995 El presidente de los Estados Unidos de América, Bill Clinton, junto al Departamento del Tesoro – representado por Robert Rubin y Lawrence Summers – orquestaron un préstamo contingente para México. La idea era abrir una línea de crédito a México lo suficientemente grande para refrenar cualquier ataque especulativo que pudiese desestabilizar aún más tanto al peso como a la economía mexicana.

Dicha línea de crédito fue por un monto de \$50,000 millones de dólares de los cuales el Tesoro estadounidense aportó \$20,000 millones, el FMI aportó \$18,000 millones, el BIS²⁵ \$10,000 millones y por último la banca privada aportó \$3,000 millones de dólares. Este préstamo fue garantizado por los ingresos del petróleo mexicano.

El gobierno mexicano utilizó aproximadamente \$13,000 millones de dólares del Tesoro estadounidense e hizo el repago de dicho préstamo inmediatamente. Tal préstamo ayudó a estabilizar la economía mexicana y este repago antes de tiempo fue sentido en los mercados financieros como un éxito lo cual permitió a la economía mexicana regresar al acceso de los mercados de manera rápida, además permitió volver a fortalecer las reservas internacionales y provocó que el país persiguiera políticas macroeconómicas “prudentes”.

A pesar del amplio consenso que existía –y existe- respecto a las políticas económicas que favorecen la desregulación financiera, el libre intercambio de bienes y servicios, etcétera, este tipo de rescate internacional fue visto por varios sectores de la sociedad como un incentivo hacia otras economías (semejantes a la mexicana) a socavar la manutención de la macro- disciplina y en especial respecto a la disciplina en el manejo de la deuda externa, por lo cual este rescate fue visto como un riesgo moral por lo antes mencionado.

²⁵ Bank for International Settlements.

Crisis Bancaria y Efectos en la Deuda Pública.

Causas de la Crisis Bancaria.

Para la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP)²⁶, en los años anteriores a 1994 todos los sectores de la economía (empresarios, profesionistas, trabajadores, familias, etc.) elevaron sus respectivos gastos de consumo. Esto se debió a las expectativas sumamente optimistas del futuro que compartían empresarios, inversionistas nacionales y extranjeros y el gobierno. En consecuencia, la expansión del gasto fue posible gracias a la conjunción de factores externos e internos.

Respecto a los factores externos, la Secretaría puntualiza que el ahorro interno era insuficiente, sin embargo, se complementó con la entrada de capitales que se utilizó para cubrir el exceso de gasto de consumo²⁷. Desafortunadamente, la mayor parte de la inversión extranjera fue de corto plazo, haciendo altamente volátil y vulnerable a la economía nacional. Otro factor externo que tuvo fuertes repercusiones, agrega la SHCP, fue el alza de las tasas de interés internacionales que se dio en 1994, esta coyuntura económica implicó que los capitales de corto plazo abandonaron y debilitaron al sistema financiero mexicano.

FOBAPROA e IPAB.

El Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA) fue creado en 1990, antes de la reprivatización bancaria. Fue concebido como un seguro de depósito explícito, es decir, con cobertura limitada.

Así, el FOBAPROA buscaba proteger el ahorro a partir de las aportaciones de las instituciones bancarias y de la publicación anual del monto máximo de depósitos a cubrir. Con ello, los principales inversionistas tendrían incentivos para supervisar la evolución de los bancos y por otro lado, se protegería el erario público transfiriendo la carga de los potenciales quebrantos a las aportaciones de los propios bancos.

Sin lugar a dudas, el sector bancario fue uno de los que resintieron más drásticamente los efectos de la crisis de 1994 - 1995. Para principios de 1995, la calidad de los activos

²⁶ División de economía y comercio del servicio de investigación y análisis del sistema integral de información documental de la biblioteca de la H. Cámara de Diputados.

²⁷ La mayor parte de la entrada de capitales financió el exceso de consumo interno, mientras tanto, solo una pequeña parte financió las inversiones productivas. Cabe agregar que, el exceso de consumo provocó un incremento en la demanda de importaciones, lo que a su vez, deterioró la balanza comercial del país

bancarios, en particular la cartera crediticia, había disminuido drásticamente haciendo necesario el aumento en los índices de capitalización para evitar el desplome del sistema.

El sector bancario en México entró, a tan sólo cuatro años de su privatización, en su más profunda crisis. Los altos índices de morosidad ocasionados por las elevadas tasas de interés; la contracción de la oferta de fondos prestables hicieron necesaria la intervención del Estado en la capitalización de dichas instituciones.

Frente al aumento en la probabilidad de colapso del sistema financiero nacional, el gobierno implementó un conjunto de programas destinados al fortalecimiento del sector bancario en México, los cuales se llevaron a cabo mediante el FOBAPROA. Inicialmente, el fondo creó un programa de capitalización temporal (PROCAPTE), con la finalidad de dar pronta respuesta a los problemas de insolvencia y quiebra de las instituciones bancarias. En conjunción con este programa, el Banco de México instaló una ventanilla de crédito en dólares para los bancos mexicanos, con la finalidad de aligerar las presiones de liquidez que ocasionaban sus obligaciones de corto plazo en moneda extranjera

Tabla 4. Indicadores del Sistema Bancario

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997/ a	1998	1999/ b
Índice de Capitalización /c	N.D.	7.64	7.74	10.15	9.75	12.06	13.06	13.59	14.41	15.95
Índice de Morosidad /d	2.31	3.69	6.53	8.96	9.19	8.33	7.29	11.34	11.41	9.71

Fuente: CNBV

a/ Los datos a partir de 1997 no son comparables con los años anteriores debido a un cambio en la metodología contable.

b/ Datos a septiembre de 1999.

c/ Capital Neto/Activos de riesgo.

d/ Cartera vencida/Cartera total.

De manera complementaria y como consecuencia del grave deterioro en la cobranza de los bancos, el gobierno llevó a cabo un programa de compra de cartera en el cual se comprometió a adquirir dos pesos de cartera vencida por cada peso adicional que los accionistas aportaran a la capitalización del banco. Estos créditos fueron adquiridos por medio de pagarés del FOBAPROA, con el aval del gobierno federal, mismos que no podían ser negociados por las instituciones bancarias y que producían un rendimiento capitalizable cada tres meses a tasa promedio de CETES más dos puntos porcentuales²⁸.

En este programa, los bancos mantuvieron la responsabilidad de cobrar los créditos que vendieron al FOBAPROA, obligándose a compartir las pérdidas que resulten de la cartera incobrable.

²⁸ El capital inicial y todos los intereses producidos se pagarían a la fecha de vencimiento de los pagarés, que tenían una madurez de diez años. Sin embargo, estos pagarés fueron cambiados, a raíz de las negociaciones de 1998, por instrumentos financieros que generaban intereses y liquidez, y eran sujetos de comercialización en el mercado secundario.

En materia de regulación, se obligó a los bancos a elevar el nivel de provisiones sobre la cartera vencida, y tuvieron que respaldar el 60 por ciento de la cartera morosa, o el 4 % de la cartera crediticia total, cualquiera que fuese mayor. Asimismo, como consecuencia del TLCAN, en 1995 se modificaron las disposiciones respecto a la participación del capital extranjero, con la finalidad de aumentar la capitalización del sector²⁹. Como resultado, este capital desempeñó un papel importante en la recapitalización de los bancos, permitiendo con ello reducir la magnitud de la crisis, al mismo tiempo que se disminuyó el costo fiscal del rescate.

El gobierno federal llevó a cabo simultáneamente distintos programas para aligerar la carga de los deudores. Estos programas beneficiaron, según datos de la SHCP, a alrededor de cuatro millones de deudores, con lo que se buscaba detener el crecimiento de la cartera vencida³⁰. En abril de 1995 fue creada una nueva unidad de cuenta (UDI) para reestructurar los créditos comerciales, en bienes raíces, al consumo y por parte de los gobiernos estatales y municipales. Además, se dio marcha al Acuerdo de Apoyo a Deudores de la Banca (ADE), con el cual se buscaba apoyar a los pequeños y medianos deudores. Con este acuerdo se subsidiaban los pagos de interés en el corto plazo y se reestructuraban los pasivos por medio de UDI.

Todas estas medidas adoptadas por el gobierno federal fueron financiadas por el FOBAPROA, quien, para solventar dichas operaciones, emitió deuda a diferentes plazos. Estos pasivos ascendían en febrero de 1998 a 552 300 millones de pesos³¹, mismos que fueron incluidos en la propuesta del Ejecutivo para que fuesen consolidados como deuda pública.

El 12 de diciembre de 1998 se aprobó la Ley de Egresos de la Federación, en la cual se convertían los pasivos del FOBAPROA en deuda pública. Dicho fondo se mantendría en fase de liquidación, mientras se transferían al nuevo Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB) los activos que conformaban al FOBAPROA. Como consecuencia de esto, el rescate bancario fue cargado a la cuenta de los contribuyentes

²⁹ Aumento en los límites de participación de mercado; disminución en el porcentaje accionario que debe tener una institución financiera externa en su filial nacional, y aumento en el límite de tenencia accionaria de extranjeros en los bancos mexicanos.

³⁰ Estos apoyos equivalen a descuentos sobre los saldos de los créditos, de 45 por ciento en el caso de créditos a la vivienda; de 35 por ciento en el financiamiento agrario y pesquero, y de 32 por ciento en los destinados al fomento de la micro, pequeña y mediana empresas.

³¹ Equivalentes a más de 60 mil millones de dólares, 5 veces el monto recibido por la privatización de las 18 instituciones bancarias.

Tabla 5. Erogación para los programas de apoyo a ahorradores. (Millones de pesos)

Años	Programas de Apoyo			Pasivos IPAB	PIB	% PIB
	Total	Ahorradores de la Banca	Deudores de la banca ^{1/}			
1995	15,000.00	15,000.00	-			
1996	20,500.00	20,500.00	-			
1997	39,786.10	38,906.20	879.9			
1998	10,106.80	8,105.70	2,001.10			
Subtotal Fobaproa	85,392.90	82,511.90	2,881.00			
1999	22,195.00	18,000.00	4,195.00	655,215.00		
2000	60,517.60	34,600.00	25,917.60	678,374.00		
2001	39,850.20	24,270.00	15,580.20	720,790.00		
2002	43,982.50	28,493.60	15,488.90	726,792.00		
2003	30,411.10	23,786.50	6,624.60	802,541.00	7,555,803.40	10.6
2004	44,935.30	24,665.00	20,270.30	773,146.00	8,574,823.20	9.0
2005	27,455.10	21,955.00	5,500.10	769,440.00	9,251,737.50	8.3
2006	38,600.10	33,456.80	5,143.30	774,621.00	10,379,091.00	7.5
2007	28,013.00	22,599.80	5,413.20	752,351.00	11,320,836.40	6.7
2008	30,042.60	26,523.40	3,519.20	786,143.00	12,181,256.10	6.5
2009	31,076.40	27,855.50	3,220.90	816,006.00	11,887,849.30	6.9
2010	13,720.80	11,327.50	2,393.30	835,527.00	13,075,798.20	6.4
Subtotal IPAB 1999-2010	410,799.70	297,533.10	113,266.60			
Subtotal 1995-2010	496,192.60	380,045.00	116,147.60			
2011	16,664.80					
Total 1995-2011	512,857.40					
Costo Fiscal del Rescate al 31 de dic de 2010	1,716,067.00					

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de la publicación realizada por la Comisión de Vigilancia de la Auditoría Superior de la Federación Unidad de Evaluación y Control, marzo de 2012.

Como se puede observar el rescate bancario tiene un costo equiparable al 13.12% del PIB de 2010. Para poner en perspectiva y poder darnos una idea del enorme costo y sus implicaciones, según el IEESA³² México gasto en promedio alrededor del 6.66% del PIB durante el periodo 2003-2010 en el sector educativo, esto significa que México ha decidido gastar más dinero en rescatar a los bancos que en incentivar la educación en México con las desventajas que esto trae tanto a la economía como a la sociedad en su conjunto.

Si bien es cierto que el sector financiero mexicano estaba al borde del colapso y dicho rescate era necesario es también cierto que gran parte de los activos vencidos eran activos basura -realizados por los bancos de manera consciente-, los cuales no debieron ser absorbidos por el Gobierno y de manera ulterior por la sociedad en su conjunto al ser convertida en Deuda Pública.

³² Instituto de Estudios Educativos y Sindicales de América.

AFORES.

El concepto oficial de AFORES (Administradores de Fondos para el Retiro), lo encontramos en el Art. 18 de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (S A R)³³, el cual contempla que:

"Son entidades financieras que se dedican de manera exclusiva, habitual y profesional a administrar las cuentas individuales y canalizar los recursos de las subcuentas que las integran (de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, de vivienda y aportaciones voluntarias) en términos de las leyes de Seguridad Social, así como administrar las sociedades de inversión".

Tienen el objetivo principal de hacer que los trabajadores puedan contar con una pensión al momento de su retiro a través de canalizar dichos recursos (ahorro de trabajadores) en mercados que provean un rendimiento y así poder mantener un estilo de vida hasta el final de sus días. Las cuentas de las AFORES se componen por aportaciones del estado, el patrón y de los mismos trabajadores. Las cuentas se dividen en: Retiro, Cesantía en edad avanzada y vejez; Aportaciones Voluntarias; Aportaciones complementarias, y Vivienda. Éste último rubro es informativo ya que los recursos son administrados por el INFONAVIT.

Las instituciones encargadas de las inversiones de estos recursos son las Sociedades de Inversiones Especializadas de Fondos para el Retiro (SIEFORES). Existen 5 SIEFORES diferentes de acuerdo al grupo de edad del trabajador. El objetivo de la clasificación es la posibilidad de poder invertir los recursos de los trabajadores más jóvenes en instrumentos más diversificados y así obtener mayores rendimientos.

Debido a los problemas que presento el antiguo sistema de pensiones de 1992 a 1996, que van desde una duplicidad de cuentas por parte del trabajador y problemas internos que imposibilitaban a los patrones entregar los estados de la cuenta, hasta la nula participación de los trabajadores en las decisiones sobre la administración e inversión de sus recursos. Así como a la situación económica del país, con gran dependencia hacia el capital extranjero, es como surgió la necesidad de crear un nuevo sistema de pensiones que por un lado permita garantizar una pensión digna al trabajador, y por el otro incentivar una cultura de ahorro forzoso que permita un crecimiento económico y una menor dependencia con el extranjero.

Una de las sub-cuentas que integran la Cuenta Individual del trabajador es la de las aportaciones voluntarias, esta sub-cuenta busca incentivar al trabajador a ahorrar,

³³ Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro y disposiciones complementarias, México, Editorial Porrúa, 1997, Art. 18.

permitiendo que incremente sus recursos futuros disponibles y así percibir una pensión mayor al momento de su retiro de la vida laboral.

Las diferentes reformas al sistema de pensiones obedecen a la búsqueda de soluciones tanto a los problemas de seguridad económica y social de los trabajadores, como a la dependencia económica con el extranjero debido a la baja o nula generación de ahorro interno, a la inversión de los recursos financieros de largo plazo; a la incapacidad de generar mayores empleos y a la pirámide poblacional que se vive actualmente en nuestro país, las reformas al sistema de pensiones buscaron fortalecer la capacidad del Sistema Financiero a través de una mayor eficiencia que sirva de vínculo y motor del desarrollo económico.

El manejo de los fondos de pensiones de los trabajadores se realiza por las SIEFORES, entidades que permiten el desarrollo del Sistema Financiero, interactuando en el Mercado de Valores con agentes demandantes y agentes oferentes de recursos monetarios, los cuales se allegan de dicho capital para plasmarlos en inversiones productivas y que a su vez creen una espiral virtuosa en la cual se creen ingresos superiores al monto pedido.

Mientras mayor sea la capacidad de ahorrar de un país, menor será la dependencia con el exterior y así el ahorro será la pauta para el financiamiento de proyectos que ayuden a la construcción de una economía con mejor desempeño y crecimiento, aunado al abatimiento de los problemas que un extremo endeudamiento trae consigo.

Camino a la Estabilidad.

Estabilidad Macroeconómica.

La Real Academia de la Lengua Española define “estable” como:

1. Estable.- Adj. Constante, firme, permanente, que no está en peligro de sufrir cambios:
El enfermo se mantiene estable;
su relación es totalmente estable.

Y es a partir de esta definición cómo podemos entender el proceso por el que México ha atravesado desde inicios del siglo XXI. Proceso en el cual las políticas públicas – a través de las políticas económicas- han tenido como objetivo primordial alcanzar la “Estabilidad Macroeconómica”.

Dicha estabilidad se basa en mantener variables económicas sin fuertes y marcados cambios, tales variables son **Tipo de Cambio** apreciado frente al dólar estadounidense, mantener el **Nivel General de Precios** con variaciones de un dígito, crear incentivos para atraer mayor Inversión Extranjera lo cual permite solventar el déficit existente en Cuenta Corriente con superávit en la Cuenta Financiera, crear sólidas y elevadas **Reservas Internacionales** con el objetivo de evitar un contexto de insolvencia como el que se estuvo a punto de experimentar en la Crisis de 1994-1995; mantener un crecimiento del Producto (**PIB**) sólido evitando fuerte volatilidad, además de hacer sostenible el **Nivel de Endeudamiento** a través de una política fiscal de austeridad.

Para poder medir qué tan estable es nuestra economía, y para el caso de esta investigación, el nivel de endeudamiento externo; es imprescindible mirar a otras economías con las cuales se puedan realizar contrastaciones que permitan corroborar o no si las políticas públicas y económicas implementadas han logrado surtir el efecto deseado y en particular mantener a México lejos de los problemas de excesivo endeudamiento externo los cuales han ocasionado fuertes crisis y distorsiones a la economía.

Tipo de Cambio.

El tipo de cambio es una variable de suma importancia en la búsqueda de la “Estabilidad Macroeconómica” debido a que mantener la moneda mexicana apreciada frente al dólar permite al Gobierno mexicano alcanzar varias metas dentro del marco de Estabilidad.

Mantener un peso fuerte frente a la moneda de los Estados Unidos repercute en la economía nacional de las siguientes formas:

- Mantiene estable el Índice Nacional de Precios al Consumidor (inflación), trayendo como consecuencia que las importaciones se abaraten, y, debido a que gran

cantidad de productos tomados en cuenta en la canasta básica son de origen extranjero se vuelve necesario mantener el tipo de cambio favorable al peso mexicano.

- Un peso fuerte crea los incentivos y condiciones necesarias para atraer flujos de capital externos debido a que contar con un tipo de cambio estable asegura rentabilidad en las inversiones realizadas por extranjeros. Esto a su vez trae un efecto positivo en la Cuenta Financiera la cual registra un superávit, el cual es utilizado para solventar el déficit existente en Cuenta Corriente.
- En un entorno económico de globalización tanto empresas como gobiernos requieren de financiamiento para mantener dado nivel de gasto y realizar nuevas inversiones y así incrementar la Formación Bruta de Capital Fijo³⁴, la cual permite a una economía expandirse debido a que estas nuevas inversiones afectan tanto a la tasa de desocupación como al nivel de producción. México al ser una economía importadora por excelencia –tanto de bienes de capital como bienes de consumo y ciertos productos intermedios- requiere de dólares para realizar estas compras, las cuales tienden a ser realizadas a través de créditos en dicha moneda, y es justamente por esta razón que mantener un tipo de cambio estable; alejado de fuertes fluctuaciones es de vital importancia para no afectar la actividad económica y en particular la estabilidad financiera de empresas que realizan tales inversiones. Esto se debe a que una fluctuación a la baja (depreciación) del peso afectaría – y ha afectado- los niveles de endeudamiento de los privados como consecuencia de que; bajo el escenario de una fuerte depreciación, se requieren más pesos para poder comprar un dólar lo que significa destinar mayor parte de los ingresos para saldar las deudas contraídas. Esta lógica aplica también al momento de realizar el análisis tanto en empresas públicas como a Gobiernos Federal y Estatal respecto de cómo influye el tipo de cambio los niveles de deuda contraída en moneda extranjera.

³⁴Incluye los mejoramientos de terrenos (cercas, zanjas, drenajes, etc.); las adquisiciones de planta, maquinaria y equipo, y la construcción de carreteras, ferrocarriles y obras afines, incluidas las escuelas, oficinas, hospitales, viviendas residenciales privadas, y los edificios comerciales e industriales. De acuerdo con el SCN de 1993, las adquisiciones netas de objetos de valor también constituyen formación de capital. Fuente: Banco Mundial

Gráfica 14. Comportamiento del Tipo de Cambio 2001-2012



Fuente: Banxico.

Inflación.

Mantener el Nivel General de Precios al Consumidor- mejor conocido como inflación – sin fluctuaciones por encima de dos dígitos tal y cómo sucedió durante la década de los 80’s y la crisis del tequila es parte fundamental de la política pública que esta encaminada a lograr un marco de estabilidad económica.

La Inflación es al igual que el tipo de cambio una variable de suma importancia en la consolidación de la estabilidad económica que se busca lograr debido al impacto que esta tiene en las expectativas, y, por consiguiente las decisiones de gasto y ahorro de los diversos agentes económicos tanto a nivel nacional como a nivel internacional. Dichos agentes son empresas, consumidores e inversionistas los cuales interactúan en los diversos mercados con la finalidad de satisfacer necesidades y obtener beneficios.

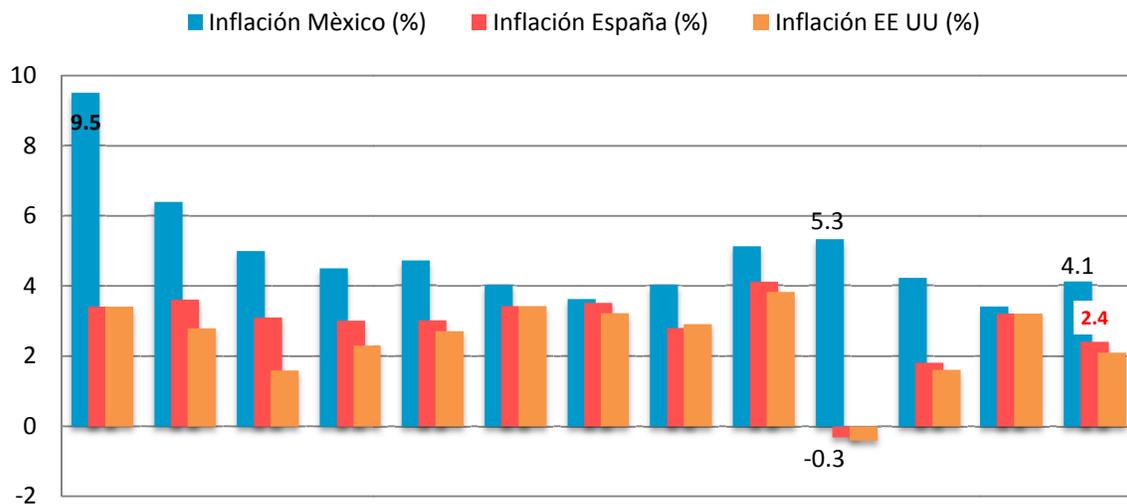
Tal es la importancia de la variable inflación que ésta determina los patrones de gasto (en consumo o capital) y ahorro de los agentes anteriormente mencionados. Entonces tenemos que la inflación impacta la economía de la siguiente forma:

- Por el lado del gasto, ya sea en consumo o en capital, y ante un escenario con cambios mensuales o interanuales mayores a dos cifras las empresas y los consumidores cambiarán sus hábitos de tal manera que buscarán maximizar su beneficio ajustando sus gastos. Por el lado de las empresas, éstas realizarán ajustes a la baja en sus gastos en capital como consecuencia del cambio en las expectativas –ahora negativas- respecto de la demanda agregada consecuencia directa de un menor poder adquisitivo de la moneda y por consiguiente de los

consumidores. La baja del gasto en capital trae como consecuencia una baja en el crecimiento del producto lo cual significa una baja en la actividad económica que sin lugar a dudas repercute en la tasa de desocupación y por consiguiente en el ingreso disponible del sector privado.

- Respecto del ahorro y el sector externo mantener niveles de inflación superiores a dos dígitos trae consecuencias directas en la captación de ahorro externo debido a que los rendimientos ofrecidos a los inversionistas se ven severamente afectados ya que la tasa de interés real cae significativamente o en su defecto esto trae trastornos en la actividad económica como consecuencia del incremento de la tasa de interés por parte del banco Central si se decide mantener el nivel de captación.

Gráfica 15. Variación porcentual en el Nivel de Precios al Consumidor en México, España y EEUU. (2000-2012)



Fuente: Banco Mundial.

Reservas Internacionales.

Las Reservas Internacionales constituyen un elemento de importancia en la búsqueda de la estabilidad macroeconómica de México, pero a diferencia de las dos variables antes vistas (tipo de cambio e inflación) éstas tienen un rol muy diferente, ya que mientras el tipo de cambio, el nivel general de precios al consumidor, etcétera; tienen un papel más activo y determinante en la concreción de la estabilidad económica, las reservas internacionales tienen la función de corregir ciertos desequilibrios en materia cambiaria, en deuda externa, desequilibrios en la balanza de pagos e Incluso sirve –parafraseando a la Secretaria de Hacienda y Crédito público (SHCP)- “Como tarjeta de presentación frente

a los mercados financieros internacionales, ya que sirven de garantía o de respaldo para mantener una buena calificación crediticia”³⁵.

Por otra parte la política a seguir respecto al nivel de reservas es dictada por la Comisión de Cambios por parte del Banco de México, entidad legal que se encuentra fuera de todo control gubernamental debido a que cuenta con autonomía desde los años 90, lo que sugiere un rol más pasivo y mayormente de corrección debido a que el Banco de México es una institución de apoyo de las políticas públicas más no el eje rector como lo es la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

El Fondo monetario Internacional (FMI) define a las reservas internacionales de la siguiente forma: Son los recursos monetarios externos que se pueden disponer de forma inmediata, que están bajo el control de la autoridad monetaria.

Además hace las siguientes recomendaciones respecto al uso de dichos activos:

Para qué deberían ser utilizadas las reservas internacionales:

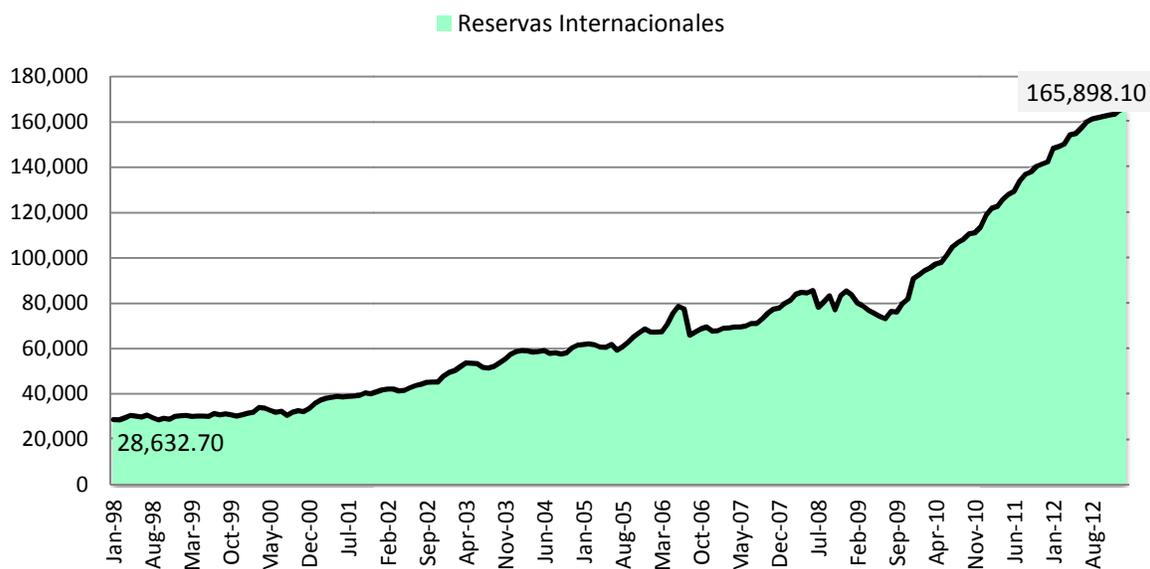
- Financiar directamente desequilibrios en la balanza de pagos
- Regular indirectamente desequilibrios interviniendo en el mercado cambiario
- Mantener la confianza en la moneda
- Pago de la deuda externa

Para qué no deberían ser utilizadas:

- Inversión en activos fijos (infraestructura)
- Inversión en activos intangibles (educación, salud, combate a la pobreza)

³⁵ Arteaga, José Manuel. Hacienda detalla uso de reservas internacionales. El Universal digital. 28 de junio de 2010.

Gráfica 16. Variación de las Reservas Internacionales en posesión del Banco de México (1998-2013)



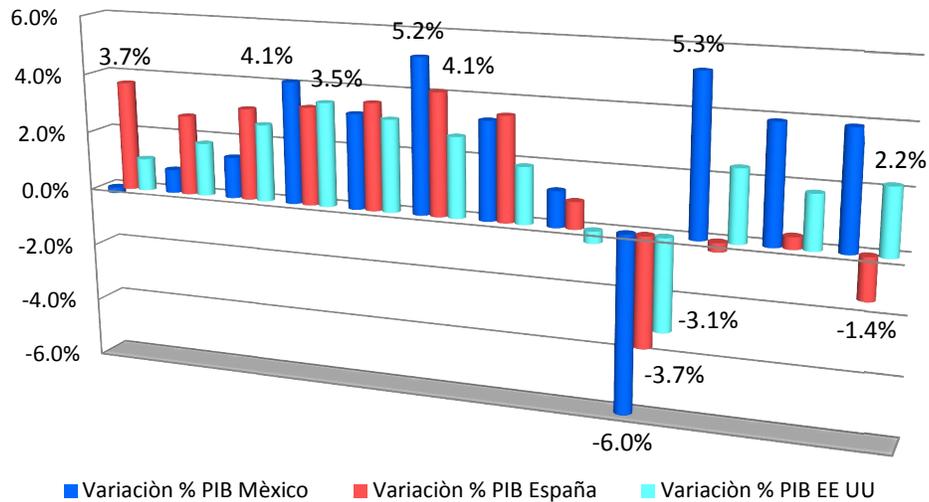
Fuente: Banco de México.

Producto Interno Bruto (PIB).

A continuación la variable económica de mayor uso e importancia para saber las condiciones de estabilidad en que se encuentra un país: "El PIB". Esto se debe a que dicha variable macroeconómica representa el volumen total de bienes y servicios finales producidos en un territorio específico (nación, país, etc.), y a su vez, dicha variable sirve de referencia para saber las condiciones de estabilidad; ya que mantener tasas de crecimiento constantes y sostenibles requieren de bases sólidas en diversos sectores, tanto a nivel social, cómo político y sin lugar a dudas una base legal fuerte y consolidada, además de los ya descritos factores económicos.

Por otra parte y en congruencia con la investigación respecto a la estabilidad de la deuda mexicana esta variable se vuelve muy importante debido a las implicaciones que esta conlleva, ya que sin lugar a dudas una economía que no se encuentra en crecimiento constante muy difícilmente será capaz de afrontar los compromisos adquiridos con sus acreedores, esto impacta tanto a nivel macro como a nivel micro debido a que en ambos niveles los ingresos generados serán insuficientes para poder pagar sus deudas, además esto trae un problema aún más complejo debido a que en caso de default los mercados financieros internacionales se cerrarán de manera inmediata provocando que dicha economía recrudezca su problema de generación de ingresos y prolongue la recesión e incluso alcanzar la depresión y su consiguiente crisis.

Gráfica 17. Variación porcentual del PIB de México, España y EE UU (2001-2012)



Fuente: Banco Mundial.

Nivel de Deuda Pública.

La adopción de la “Estabilidad Macroeconómica” como política pública y económica tiene raíz fundamental en los problemas de sobreendeudamiento que enfrentó la economía mexicana durante los 80’s y mediados de los 90’s, las consiguientes distorsiones a la actividad económica dieron mayor solidez a dichas políticas que eran justificadas para paliar las crisis.

México ha buscado mantener estabilidad en materia de endeudamiento como consecuencia del “trauma” – en semejanza al pueblo alemán y la inflación- que prevalece en las generaciones subsecuentes respecto de este tema debido al alto costo que este representó para las familias y empresas mexicanas, no sólo por la crisis misma sino la reconversión económica que se vivió – y se sigue viviendo- lo cual significó una pérdida de ingresos y bienestar para dichos agentes.

La deuda per se es un instrumento necesario para el crecimiento económico de economías en desarrollo dada la tendencia a presentar bajas tasas de ahorro interno cómo consecuencia de bajos ingresos los cuales son mayormente utilizados para consumo, desde una punto de vista macro. Cómo es bien sabido el crédito es simplemente un adelanto de los ingresos que se esperan obtener en un futuro por lo cual debe ser entendido que dichos recursos deben ser canalizados y utilizados de la manera más

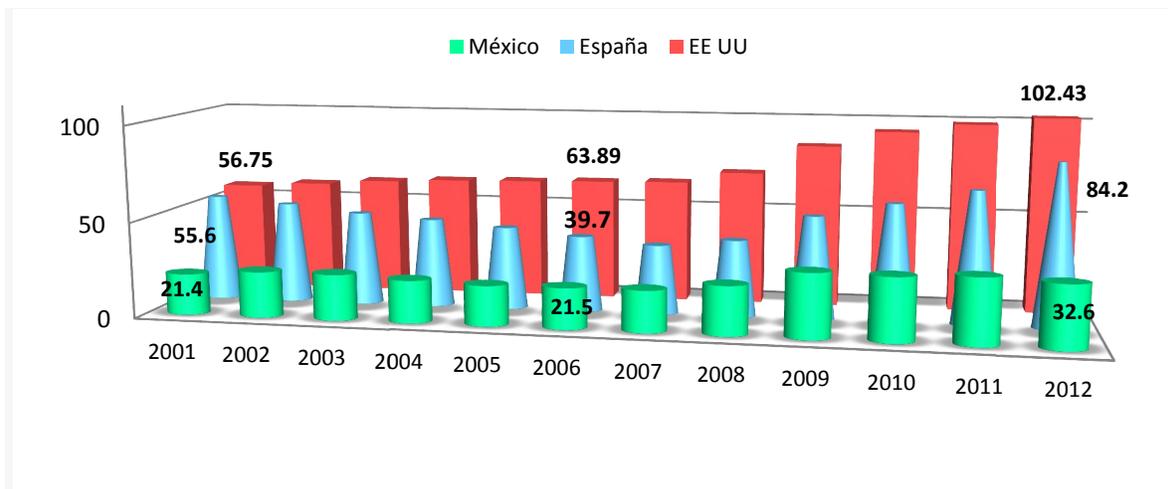
productiva posible, ya que de no ser así se pueden incurrir en excesos como los ya vividos en México.

Tanto el despilfarro de corte populista como una política de austeridad a ultranza sin lugar a dudas tendrán efectos en el nivel de endeudamiento pero más importante aún afectarán directamente la capacidad tanto del sector público como de privados para hacer frente a los compromisos asumidos con sus diversos acreedores.

Actualmente y en contraposición a la tendencia que imperó durante todo el periodo de la posguerra y parte de la década de los 80's los flujos de capital (ahorro externo) han sido re direccionados de tal manera que hoy somos testigos de un fenómeno económico inusual, la partida de flujos de dinero de países en desarrollo –China, Brasil, etc.- hacia países desarrollados como Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, entre otros.

La necesidad de abordar el tema del endeudamiento público es de vital importancia para la economía mexicana debido al tenebroso pasado con el que contamos, la búsqueda de la estabilidad macroeconómica parece ser la política correcta en esta materia pero, ¿Es la mejor respuesta? En las conclusiones trataré de describir si es o no la mejor solución.

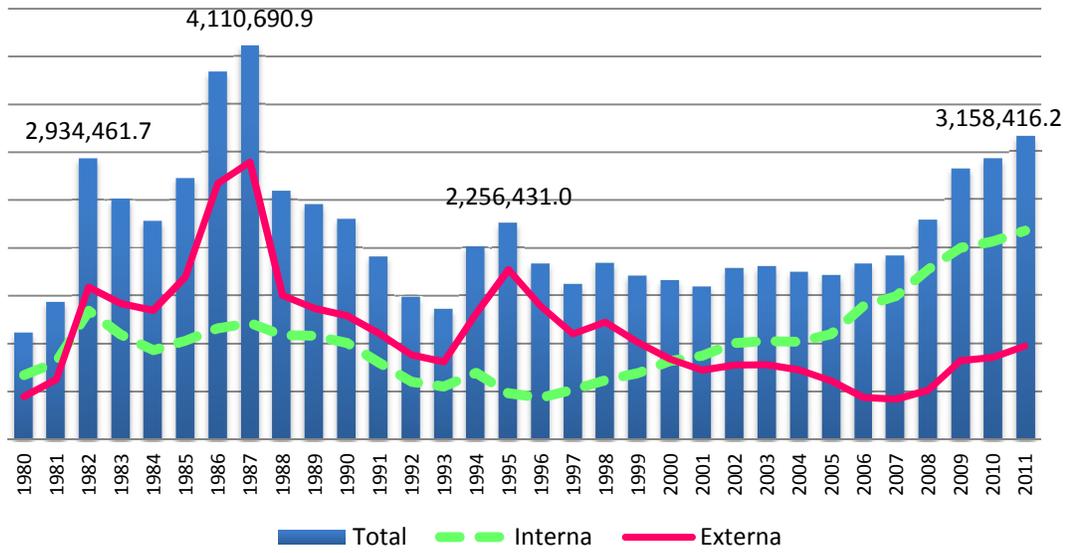
Gráfica 17. Deuda Pública como proporción del PIB en México, España y EE UU. (2001-2012)



Fuentes: Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1990-2011 e INEGI, Banco de España, Departamento del Tesoro de EE UU.

Gráfica 18. Deuda Pública Total, Externa e Interna en México, 1980-2011.

(Millones de pesos constantes, base 2003=100)



Fuente: Elaborado por el Centro de Estudios de las Finanzas Públicas de la H. Cámara de Diputados, con base en datos de la Cuenta de la Hacienda Pública Federal 1980-2011, e INEGI.

Capítulo 4. Riesgo, Deuda y Mercados Financieros.

Riesgo País: México.

¿Qué es?

El riesgo país (country risk) hace referencia a la incertidumbre asociada al rendimiento de la inversión que surge al negociar con las empresas o instituciones de un Estado determinado. Es decir, trata de las posibles consecuencias negativas referentes al valor de los activos situados en dicho Estado o a los derechos de los residentes en el mismo, como consecuencia de alteraciones en las estructuras políticas, económicas y sociales del país en cuestión.

De manera estrictamente técnica se le puede definir de la siguiente manera:

“Medida de la probabilidad de que un país incumpla las obligaciones financieras correspondientes a su deuda externa.”

Término asociado a Riesgo País es el de Riesgo Soberano, que da lugar a calificaciones crediticias (rating crediticio) que Agencias Calificadoras de Riesgo internacionales (Standar & Poor’s, Moody’s y Fitch) elaboran respecto a las deudas públicas de los países. Estos ratings crediticios están usualmente designados por un conjunto de letras, y signos o números, que indican la graduación de dicho rating o calificación.

CALIFICACIÓN CREDITICIA													
Nivel	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Rating	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1

El rating indicará a los potenciales inversionistas la "calidad" de la deuda de cada país, y eventualmente es un elemento para la determinación del rendimiento exigible a esa inversión. Dada la tasa de interés especificada en los instrumentos de deuda (bonos), el precio de dichos bonos equipará la tasa de interés con el rendimiento deseado. Esta relación tasa de interés–retorno es esencial para comprender el indicador de Riesgo País.

La calificación crediticia es usualmente clasificada en dos grandes niveles: el llamado Grado de Inversión y el llamado Grado Especulativo. En la escala expuesta, el Grado de Inversión corresponde a ratings superiores a Ba1. Sólo los países con probada estabilidad económica y política alcanzan el Grado de Inversión.

La medición del Riesgo País se hace a través del diferencial de rendimiento entre un conjunto de bonos soberanos de un país determinado (emitidos en dólares) y un conjunto de bonos soberanos de los Estados Unidos, llamados Bonos del Tesoro. En efecto, los Bonos del Tesoro Americano se considera que no tienen probabilidad de incumplimiento (bonos "libre de riesgo"), y el diferencial de rendimiento con los bonos soberanos de un país emergente expresa el riesgo de ese país respecto al no-riesgo.

El diferencial de rendimientos se expresa en puntos básicos (bps), donde 100 bps equivalen a un diferencial de uno por ciento entre los rendimientos.

El Riesgo País puede subdividirse en Riesgo Soberano y Riesgo de transferencia, en donde el Riesgo soberano es aquel que corre el prestamista internacional en cuanto que el prestatario, deudor, o garante de la deuda es el Estado, que puede negarse al pago por razones de soberanía (consideraciones políticas o carencia de divisas). Se debe a la dificultad legal de embargar bienes de un país moroso. Normalmente, el riesgo soberano es el síntoma de un problema económico cuyo efecto es la escasez de fondos en moneda extranjera para hacer frente al servicio de la deuda.

Por su parte el Riesgo de transferencia aparece cuando el deudor o participado es una entidad privada, que no puede acceder a las divisas necesarias para realizar los pagos a que está obligada. Esto se produce porque el Gobierno tiene preferencia de acceso a las divisas del país y puede restringir su uso a las empresas privadas.

Al momento de realizar la medición del Riesgo país se consideran tres grandes elementos:

1) Riesgo Político, 2) Riesgo Social y 3) Riesgo Económico.

Para el propósito de este trabajo de investigación y en concordancia con lo anterior me enfocaré estrictamente en la descripción de los factores económicos contemplados en la medición del Riesgo País.

Riesgo Económico.

Dentro de las variables macro podemos señalar:

a) La política monetaria. Una elevación de los tipos de interés implica un aumento de la inversión financiera externa que acudirá a la caza de los mayores rendimientos (sin embargo, la inversión directa exterior no acudirá, puesto que esos mayores tipos de interés representan un coste de financiación de la inversión mayor), pero ello implicará una apreciación de la moneda lo que dificultará las exportaciones aunque abaratará las importaciones.

La inflación estará controlada, aunque puede haber un riesgo de recesión al desincentivar los proyectos de inversión debido al encarecimiento de los préstamos y, esto a su vez, provocará más paro e inestabilidad social.

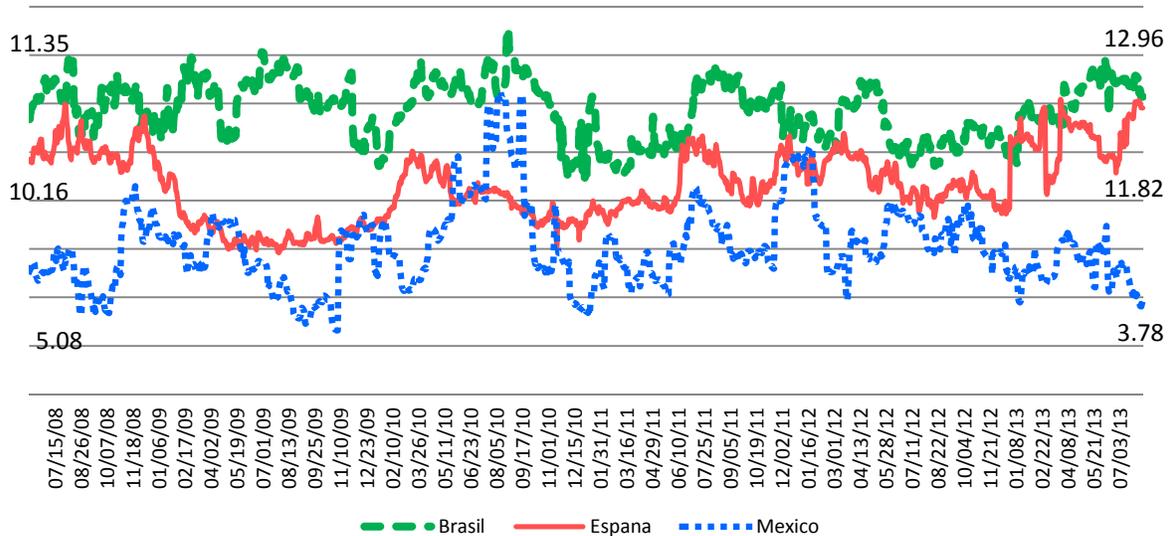
Por otra parte, el efecto contrario ocurrirá si los tipos de interés descienden, esto es, menos inversión financiera externa, más inversión directa, depreciación de la moneda, importaciones más costosa y exportaciones más competitivas. Claro que una política monetaria relajada tiende a provocar inflación. Esto implica, a su vez, pérdida de competitividad internacional de los productos y servicios elaborados en el país, lo que reducirá la propensión a invertir en él (la inversión directa exterior se reducirá o se producirán desincentivos a la inversión). El resultado es más paro, recesión, en suma, inestabilidad macroeconómica.

b) Política cambiaria. Una depreciación provoca una mayor competitividad de las exportaciones y un encarecimiento de las importaciones lo que se supone debe favorecer la producción interior siempre que el país tenga los factores de producción necesarios. Sin embargo, la deuda externa en moneda extranjera será más cara en términos de moneda nacional. Las apreciaciones, por otro lado, producen el efecto contrario; dificultan las exportaciones, abaratan las importaciones, y abaratan el valor de la deuda externa denominada en moneda extranjera y su consiguiente impacto en el INPC.

c) La posesión de recursos naturales. La gestión que el país haga de sus recursos naturales es un factor importante en el riesgo país siempre que dichos recursos representen una parte importante del PIB. Porque si se espera que se agoten en breve, el riesgo aumentará, reflejando la fuerte caída esperada en los ingresos de ese país. Además, si el precio del recurso en los mercados internacionales cae ello implicará una caída de los ingresos y un aumento del riesgo país.

Percepción en los Mercados Financieros Internacionales.

Gráfica 19. Spread para Bonos soberanos a diez años (%) 2008-2013



*Nota: El diferencial de España es respecto al bono a diez años de Alemania. Mientras que el diferencial de México y Brasil es respecto a EE UU.

Fuente: Bloomberg.

Cómo se ha descrito anteriormente, el Riesgo País es una medida de suma importancia para los agentes que participan en los diversos mercados financieros, ya que ésta nos da una descripción general del panorama que predomina en cierta economía lo cual permite tanto a oferentes como demandantes de capital tener una mejor toma de decisiones y por consiguiente una mejor optimización en la maximización del beneficio.

Desde 2008 México se encuentra en una posición sumamente privilegiada debido a que en el periodo referido en la serie, de inicio a fin se mantiene como el país con el menor diferencial pasando de 5.08% en 2008 a 3.78% en marzo del presente año. A pesar de esta tendencia positiva, se puede observar gran volatilidad de dicha medida siendo 2010 el año con mayor diferencial, consecuencia directa de la caída en las exportaciones y por consiguiente del PIB como consecuencia de la recesión vivida en los EE UU.

Estos datos dan evidencias claras sobre la confianza de los mercados internacionales respecto a una baja probabilidad de impago por parte de la nación mexicana, lo cual muestra que las políticas de estabilidad macroeconómica han tenido un efecto positivo respecto a la estabilidad en el endeudamiento público, y específicamente; el nivel de endeudamiento externo.

Credit Default Swaps (CDS).

Medida de Riesgo.

Los Credit Default Swaps son instrumentos derivados que proporcionan cobertura contra el riesgo de incumplimiento del emisor de un bono o deuda. El comprador del CDS obtiene el derecho a vender el bono a su valor nominal. El vendedor del CDS acuerda comprar el bono en caso ocurra el incumplimiento. Los pagos entre las partes contratantes son, entonces, condicionales a la solvencia crediticia del emisor del bono, por lo que el precio del CDS refleja la percepción de mercado sobre esta solvencia.

Los CDS son comerciados bilateralmente en los mercados Over The Counter (OTC) usualmente bajo los estándares establecidos por ISDA (International Swaps and Derivatives Association), aunque la mayoría de países no tiene regulación prudencial explícita respecto a estos instrumentos.

Operatividad.

El emisor del bono es la entidad de referencia y el valor nominal del bono es el principal nominal del CDS. El inversionista que compra un CDS adquiere el derecho a recibir el valor nominal del bono (o instrumento de referencia) en caso ocurra el incumplimiento (o evento de crédito). Por esta cobertura que obtiene sobre el bono de referencia, el comprador se compromete a pagar al vendedor del CDS un porcentaje del principal nominal durante la vigencia del contrato. Este pago constituye el costo o precio de la cobertura y se le conoce como el spread del CDS. Se expresa como puntos básicos anuales sobre el valor nominal³⁶. Operativamente, el spread se paga en cuotas trimestrales en la modalidad de devengado.

Ante un incumplimiento del emisor del bono, el vendedor del CDS compensa al comprador de la cobertura por la pérdida del valor nominal del bono y recibe a cambio el bono físico. El inversionista que posee la cobertura elige qué tipo de bono de mercado específico entregará para liquidar el contrato.

El instrumento de referencia puede ser un bono privado (corporativo) o público (soberano). Cuando se trata de bonos corporativos, el evento de crédito que activa el seguro incluye el incumplimiento en los pagos, la reestructuración de la deuda o la quiebra del emisor. En los bonos soberanos se considera además los repudios (el gobierno emisor no desea realizar los pagos), moratorias y aceleraciones (adelantos en los pagos o rescate).

³⁶ 100 puntos base o básicos equivalen a un uno por ciento.

Valorización del CDS.

El CDS tiene valor para quien lo adquiere porque otorga una cobertura del riesgo crediticio tal que el rendimiento del inversionista disminuye en el spread del CDS y asemeja el retorno de un bono libre de riesgo. El spread debe ser, entonces, equivalente a la diferencia entre el retorno par del bono de referencia y el retorno par de un bono libre de riesgo de igual vencimiento, pero distinto emisor. Así, el spread del CDS representa el riesgo crediticio del emisor de referencia.

Al inicio del contrato, el spread del CDS es tal que el valor esperado de los pagos al vendedor lo compensa exactamente por su pérdida esperada en caso ocurra el incumplimiento (el pago al comprador del CDS). Así, el spread del CDS es condicional al evento de crédito y para determinarlo requiere precisar la probabilidad de incumplimiento del emisor³⁷ y la tasa de rescate del bono³⁸.

Spread del CDS como indicador de Riesgo País.

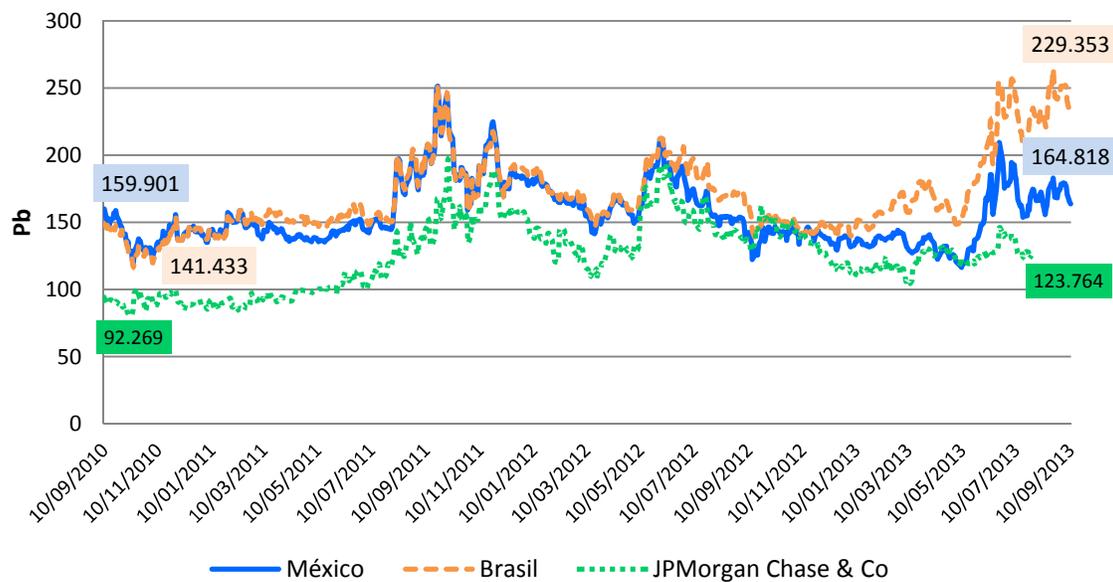
Si se trata de un bono soberano, el spread del CDS es un indicador del riesgo crediticio del país emisor del bono. Mientras mayor sea el spread del CDS, mayor la percepción que el país emisor incumplirá sus condiciones. El riesgo país basado en los diferenciales de retornos entre bonos soberanos debe ser teóricamente similar al spread del CDS

³⁷ Los diversos bonos de la entidad de referencia se asume que tienen igual probabilidad de incumplimiento que el emisor.

³⁸ Definida como el valor de mercado que tiene el bono inmediatamente después del incumplimiento. Se expresa como un porcentaje del valor nominal del bono

Percepción del Mercado.

Gráfica 20. Prima para Credit Default Swaps de Bonos soberanos a 10 años (Pb)



Fuente: Bloomberg

En 2010 para “asegurar” los bonos de deuda emitidos por el Gobierno mexicano era necesario pagar un mayor spread respecto al bono soberano brasileño e incluso del banco más grande por activos del mundo (JP Morgan Chase & Co). Esto significa que por cada 100 usd en bonos mexicanos el demandante del CDS debía pagar alrededor de 1.60 usd (en principio parece ínfimo el monto pero hemos de recordar que estos instrumentos derivados sólo se venden a inversionistas institucionales los cuales invierten millones de dólares en activos gubernamentales). Mientras que por obtener dichos instrumentos para bonos brasileños o de JP Morgan eran necesario pagar 1.14 y 0.92 usd por cada 100 dólares en activos gubernamentales, respectivamente.

Para los últimos datos disponibles de 2013 las circunstancias han cambiado y los CDS para México son menos costosos que los mismos instrumentos para Brasil, esta tendencia es muy semejante a la experimentada en la medida del Riesgo País dando argumentos para pensar que existe confianza y certidumbre respecto al manejo de la deuda en México por parte de los mercados financieros.

Como se vio en el capítulo anterior las políticas de estabilidad macroeconómica han jugado un rol importante en la concreción de esta confianza y certidumbre por parte de los inversionistas.

Desde el punto de vista estrictamente financiero y respecto del nivel de endeudamiento y la deuda misma se puede percibir un clima positivo respecto a la credibilidad del Gobierno mexicano y su compromiso para tener finanzas públicas lo más sanas posibles y así no repetir escenarios

bochornosos como los vividos en 1982 y 1994. Esto a su vez no significa que el plano económico este en la misma sintonía que el plano del endeudamiento, que si bien es cierto no es objeto de esta tesina ineludiblemente existe una alta correlación entre uno y otro.

Conclusiones.

Sin lugar a dudas el tema del endeudamiento público es y ha sido un tema apasionante desde una perspectiva tanto económica como financiera debido a la diversidad de aproximaciones que existen respecto al mismo, ya que sin lugar a dudas el endeudamiento público es un indicador de suma importancia para la actividad económica de un país dado que este puede ser incentivo de expectativas positivas (como se vivió en México durante 2013), ó, como los hechos y la historia han corroborado: negativas. La deuda per se no dice mucho respecto de lo que pueda acontecer en una economía, pero la importancia de la misma reside en qué dados niveles de deuda son consecuencia directa de la implementación de políticas públicas – económicas. Y es por esto que en este trabajo ha sido necesario dar un acercamiento a la política de “Estabilidad macroeconómica” que surgió de la imperante necesidad de México por estabilizar el desorden macroeconómico en que incurrió durante principios de los 80’s y mediados de los 90’s con la crisis de tequila. Aunado y en sintonía con las políticas dictadas desde los EE UU precisamente con el tan llamado “Consenso de Washington”.

Antes de analizar cualquier variable económica que concierna al endeudamiento público, estabilidad macroeconómica o al ámbito financiero considero es necesario entender el contexto general en el que se han desenvuelto tanto crisis como políticas públicas, ya que sin lugar a dudas éstas últimas han respondido e intentado resolver problemas estructurales más importantes que las mismas economías nacionales, un problema sistémico.

La economía mexicana ha transitado desde hace ya más de 30 años de ser una economía centralizada, con fuerte regulación y gran presencia económica por parte del gobierno a una regida plenamente por las fuerzas del mercado, la libre empresa, laxa regulación y muy poca participación del gobierno en la economía. Las circunstancias en las que se dio este cambio en las estructuras fueron sin lugar a dudas extremas. Una economía sobre endeudada a causa de altísimas expectativas debido al reciente descubrimiento petrolero (80’s) y un Estado paternalista con soluciones de corte populista que desencadenaron en una inflación feroz y galopante. Dicha crisis recrudesció como consecuencia de pésimas tomas de decisiones en materia económica, tal fue el caso del incremento del precio de petróleo fijado por el gobierno en un mercado con tendencia a la baja. Esta pésima decisión sin duda coartó a la economía mexicana de ingresos en divisa extranjera tan necesarios para hacer frente a los compromisos internacionales.

Aunado a los incentivos anteriores y desde una perspectiva fuera del mainstream es necesario entender que durante la década de los setentas el capitalismo mundial entró en una fase de baja tendencial en la tasa de ganancia, la cual transformó el sistema de

producción mundial en un capitalismo impulsado por el sector privado pero sobre todo el sector financiero –primordialmente de los países desarrollados-. En dónde los dogmas del mercado fueron promovidos desde los países más desarrollados (primordialmente EE UU e Inglaterra) hacia el mundo.

Es bajo las condiciones económicas prevaletentes en México, sobreendeudamiento y niveles inflacionarios superiores a tres dígitos; que México voluntariamente a fuerza realizó las reformas estructurales para convertir la economía nacional en una economía regida por la oferta y la demanda –en su máxima expresión- y su consiguiente determinación de precios. En dónde la mano invisible apareció como la respuesta a los desequilibrios económicos en los que había incurrido ese Estado obeso y paternalista.

Las nuevas políticas económicas fueron encaminadas hacia un mundo libre. Tal libertad era concebida tanto en materia legal como económica, ya que se buscaba que los agentes privados fuesen el motor de crecimiento y para esto era - y es- necesario cambiar el status quo debido a que en gran parte de los países el Estado tenía un peso muy grande en el que hacer económico relegando al sector privado de sectores con gran rentabilidad.

Ésta utopía liberal tenía 2 directrices: La primera sin lugar a dudas era la libertad empresarial, la cual consistía en promover la eficiencia del sector privado como agente generador de riqueza, innovación tecnológica, mejor uso de los recursos disponibles y mejora del beneficio general. Esto claro en detrimento de la participación del gobierno en la actividad económica y el relego de éste en sectores de gran rentabilidad e incluso de gran interés nacional bajo el supuesto que Gobierno es sinónimo de ineficiencia o en palabras de Ronald Reagan: “El Estado no es la solución, es parte del problema”.

La segunda directriz consiste en la libertad de movimiento tanto de capitales como de bienes y servicios. Esta plena libertad permitiría a las economías en desarrollo lograr la industrialización debido a que al permitir la entrada de capital externo - a cualquier sector y en cualquier medida- la economía se tornaría más dinámica y recibiría el tan llamado “know how” lo que desembocaría en un incremento del producto nacional (PIB) junto a la capacidad técnica y de innovación tan necesaria para poder producir sus propios bienes de capital.

Por su parte un libre tráfico de bienes y servicios permitiría a las economías en desarrollo incrementar sus niveles de vida debido a una mayor oferta tanto de bienes como de servicios siendo de mejor calidad lo que permite maximizar beneficios y por consiguiente los niveles de satisfacción. Además de que esta apertura permitiría a los habitantes del país importador comprar bienes de mejor calidad y a un menor precio. Aunado a provocar e incentivar a las empresas nacionales -altamente protegidas por el modelo

anterior- a competir y así mejorar sus niveles de eficiencia tanto de recursos humanos como naturales.

DEUDA - ESTABILIDAD MACROECONÓMICA.

Después de las graves crisis de sobreendeudamiento sufridas por México aunado al peso ideológico del Consenso de Washington en la toma de decisiones por parte de los hacedores de políticas es que la Estabilidad Macroeconómica se convirtió en el objetivo primordial de la política económica mexicana.

Como se describió durante el Capítulo 3 las variables tomadas en cuenta son el Tipo de cambio (manejado en bandas, no explícitamente sino en los hechos). El Índice general de precios al consumidor. El Producto Interno Bruto (PIB), ya que explica cuánto de los ingresos en un año están comprometidos con los acreedores. Y por último las Reservas Internacionales que sirven como seguro e incentivo para atraer capital extranjero.

Uno de los objetivos centrales de las políticas encaminadas a lograr estabilidad económica es el control inflacionario que tantas distorsiones trajo a México durante la década de los 80's y acto seguido de la crisis de 1994. En este rubro sin lugar a dudas dichas políticas han logrado el objetivo, ya que hay una clara tendencia a la baja. Es importante hacer notar que los niveles generales de precios alrededor del mundo han caído de tal manera que ahora se teme un proceso deflacionario.

La importancia de la inflación con el nivel de endeudamiento esta dado por los retornos esperados por parte de los inversionistas, ya que niveles inflacionarios superiores a los rendimientos ofrecidos significarán tasas de interés negativas o lo que es lo mismo los inversionistas pagarán al gobierno por tener su dinero, lo cual y en condiciones estables es impensable. Respecto de esto último los EE UU es junto a Alemania el único país que puede jactarse de tal certidumbre y anormalidad económica, ya que mientras la Reserva Federal mantiene la tasa de interés de referencia cercana a 0% (0.25% con exactitud) el nivel de inflación, si bien es bajo; rondó el 2.1% para el año 2012 lo que sugiere que los acreedores pagaron al tesoro estadounidense 1.85% del valor de sus activos. Por su parte y asumiendo el costo de no ser economías tan sólidas y con tanta certidumbre tanto México como España ofrecen tasas de interés reales positivas, siendo España la nación que ofrece mayores rendimientos respecto a México. Lo cual hace referencia a la mejor posición en los mercados de la economía nacional, ya que si bien es cierto España es una economía más grande, el creciente problema de sobre endeudamiento a provocado que deba redituarse a los inversionistas con una mayor tasa. En promedio México ofreció un rendimiento real del 0.4% siendo el resultado de descontar una tasa de interés nominal del 4.5% durante 2012 menos un nivel de inflación del 4.1%.

En materia de paridad cambiaria las políticas de estabilidad macroeconómica han fallado a su objetivo de mantener un peso fuerte frente al dólar estadounidense, ya que si bien es cierto que durante el primer año y medio del nuevo siglo se logró mantener una paridad menor a los 10 pesos por dólar, es debido a la guerra contra el terrorismo y la crisis de las compañías “punto com” que el precio del dólar se disparó; contrario a lo que se podría esperar dada una mayor oferta monetaria proveniente de un mayor gasto gubernamental por parte de los EE UU y los estímulos vía tasa de interés realizados por la Reserva Federal. Pero como es bien sabido el dólar estadounidense es la moneda de reserva internacional y, en momentos de alta incertidumbre es un refugio para los inversionistas que buscan cierta estabilidad lo que provoca una apreciación en congruencia con las leyes de la oferta y la demanda.

Esta apreciación de la moneda estadounidense se mantuvo desde 2002 hasta entrado 2009. Es durante este último año cuando se logró la mayor depreciación de la década, ya que el peso llegó a valer 15.36 pesos por dólar. Consecuencia directa de la estrepitosa caída del precio del petróleo pasando de 140 a 40 usd. Es a partir de este pico y debido tanto a la intervención del Banco de México en el mercado cambiario con la venta de dólares como al recientemente lanzado QE1 (relajamiento cuantitativo, 2008-2010) que el peso comenzó a fortalecerse frente al dólar.

Respecto de la forma en que este “fallo” en la política cambiaría afecta el nivel de endeudamiento es menor al que se podría esperar debido a que por el lado de la inflación y su consiguiente incentivo hacia los inversionistas ha sido mínimo, ya que la inflación ha tendido a la baja. Por el lado del cambio en el saldo a través de la deuda externa esta no representa una amenaza latente al nivel de endeudamiento público ya que esta representa alrededor del 30% de la deuda pública total.

Una política que sin lugar a dudas ha sido de vital importancia para lograr una estabilidad respecto del nivel de endeudamiento es la acumulación de reservas internacionales, las cuales fueron innecesarias durante 1994 con lo cual estalló la crisis de deuda. La importancia de las reservas internacionales reside en que éstas sirven tanto para dar certidumbre respecto al pago de la deuda con los acreedores extranjeros como para estabilizar el tipo de cambio en momento de marcada apreciación o depreciación. Esta política dentro del marco de estabilidad macroeconómica ha sido un rotundo éxito, ya que los mercados financieros han tomado en cuenta esta carta de presentación y han dictaminado que México es una economía más estable que la brasileña, española o cualquier integrante de los PIIGS.

Hablando de incrementar el tamaño del pastel y creación de ingresos las políticas implementadas post crisis (1994) han mantenido un crecimiento constante lo que

permite al país contar con ingresos que aseguran el pago de la deuda. Además de la importancia de los ingresos que acarrea un PIB con tendencia creciente existen otras aristas que dan aún más importancia a este indicador y a las políticas que lo respaldan, como por ejemplo la importancia que los mercados dan a una economía en crecimiento a través tanto de las agencias calificadoras y sus consiguientes ratings que sin lugar a duda crean incentivos para bien o mal entre los inversionistas a pesar de que pueden cometer errores como los hechos durante la burbuja inmobiliaria de 2002-2007.

En contrastación con otras economías (EE UU y España), las cuales se encuentran con problemas de sobreendeudamiento se observa un desempeño bastante bueno por parte de la economía nacional, que comparado con el performance español es de resaltar; ya que España no sólo tiene problemas de sobreendeudamiento (rosó niveles históricos en 2012) sino que esta se convierte en un verdadero problema al momento de provocar una crisis económica. Durante el periodo 2009-2012 anualmente decreció a un promedio de 1.5% lo que coartó a esta economía de ingreso sumamente necesarios para calmar los ardiente mercados financieros. Además cuenta con una población juvenil en paro del 50%, más una tasa de desempleo del 25%. Esto sin lugar a dudas repercute y agudiza el problema de sobreendeudamiento creando un círculo vicio del que no se han podido librar como consecuencia de las políticas de austeridad recalcitrante.

La mejor manera de medir las condiciones actuales de la deuda de un país en contrastación con otras es sin duda el ratio PIB- deuda. En este indicador México ha mantenido cierta estabilidad en comparación con los EE UU y España, ya que la tasa de crecimiento es mucho menor que la de dichos países. El caso de los Estados Unidos es una caso muy interesante para estudiar debido a que el país en donde se originó el famoso Consenso de Washington, en dónde se promovía disciplina presupuestaría por parte de los gobiernos lo que traería como consecuencia una mejor utilización del gasto y como consecuencia disminuir los niveles de endeudamiento debido a que el sector privado se haría cargo de sectores anteriormente ocupados por el Gobierno. Contrario a los principios que defiende el partido republicano, en 2001 el recién electo presidente George Bush e incentivado por los ataques del 11 de septiembre declaró la guerra contra el terrorismo lo que desembocó en intervenciones militares en Afganistán e Iraq. Esto provocó un descomunal incremento de la deuda pública debido a que los superávits fiscales alcanzados por la administración de Bill Clinton fueron insuficientes contra el enorme incremento en el gasto militar. Aunado y peor aún en 2008 estallo la segunda gran crisis económica de la historia norteamericana lo que provocó que el nivel de endeudamiento se fuera por las nubes alcanzando niveles nunca antes vistos en tiempos de paz debido a los rescates a grandes corporaciones realizados por parte del Gobierno estadounidense con la finalidad de evitar una caída en picada que sin lugar a dudas

hubiese terminado en la segunda gran depresión. Estos niveles de endeudamiento no fueron ignorados por la sociedad norteamericana la cual se ha polarizado respecto a este tema, ya que mientras los seguidores republicanos promueven y empujan políticas de austeridad a raja tabla, exenciones fiscales para las familias de altos ingresos, con fuertes recortes a la seguridad social y otros gastos gubernamentales los seguidores del partido demócrata exigen aumentos de impuestos a las familias de altos ingresos que consideran han sido beneficiadas y han aportado poco, aumento del gasto en infraestructura; educación e investigación por parte del gobierno ya que razonan que la deuda sólo es posible disminuirla en una economía con crecimiento sólido y constante.

Para el caso de México en particular sucede un hecho muy curioso debido a que el nivel de endeudamiento para el último dato de la serie (2012) es muy parecido al nivel con el que estalló la crisis en 1994-1995. Es en este momento cuando se comprueba que las políticas de estabilidad macroeconómica han cumplido su objetivo, ya que a un mismo nivel de endeudamiento las circunstancias son totalmente distintas. Tan es cierta esta aseveración que hoy día México no atraviesa una crisis económica parecida a la sufrida durante 1994-1995 al contrario es momento en que México goza del reconocimiento y confianza por parte de los mercados como una economía estable en el manejo de su deuda. Como se describió durante el Capítulo 4, México cuenta con el riesgo país más bajo ofreciendo un rendimiento para un bono de 10 años sumamente menor que los ofrecidos por España y Brasil, economías más grandes que la nuestra o considerado un país emergente con gran potencial de crecimiento como es el caso del país sudamericano.

Por su parte en el mercado de derivados exactamente en el rubro de Credit default swaps también se cuentan con perspectivas positivas, ya que las coberturas para un posible default por parte del Gobierno mexicano han tenido una tendencia a la baja, e incluso con mejor perspectiva que la gigante financiera JP Morgan Chase & Co. la cual cuenta con una cartera de activos mayor al PIB mexicano. O mejor aún los mercados financieros asumen que existe una mayor probabilidad de impago por parte del gobierno Brasileño, a pesar de ser la economía más grande de Latinoamérica lo cual genera un mayor spread a los tenedores de activos gubernamentales ya que la cobertura tiene un mayor costo.

Aunado a lo antes mencionado es importante destacar que la composición de la deuda pública mexicana ha sufrido una recomposición total, ya que a partir del año 2000 la deuda pública se constituyó en su mayoría por deuda interna, o sea deuda en pesos lo que significa que las bases que dieron paso a las crisis de sobreendeudamiento (deuda externa e insuficiencia de divisa extranjera) han sido paliadas y ahora los acreedores exigen pesos y no dólares lo que da un amplio margen de maniobra al Gobierno mexicano debido a que debe en moneda nacional la cual es impresa por el Banco de México, que si bien no es su

función sufragar el gasto del gobierno con las condiciones actuales de estabilidad inflacionaria y bajo un escenario que lo requiera puede ser un punto a favor. Una muestra de que la estabilidad se puede lograr pese a altos ratios deuda –PIB es Japón, ya que debe alrededor del 217% de su economía pero tiene la enorme ventaja de que la mayoría de sus acreedores son nacionales, lo que significa que la mayor parte de su deuda se encuentra en yenes. Al contrario de lo que sucede con los EE UU, los cuales deben responder a presiones extranjeras ya que la mayor parte de su deuda se encuentra en manos de chinos, japoneses y alemanes. Aunque también esta situación ha tendido a desaparecer debido a que la Reserva Federal ha comprado trillones de dólares de activos gubernamentales con la intención de hacer bajar las tasas de interés.

Es por estos hechos que se puede decir que la hipótesis realizada respecto de que México ha transitado del sobreendeudamiento a la estabilidad es veraz.

Por otra parte y manteniendo el rigor que he aprendido por parte de esta máxima casa de estudios; es importante decir que si bien es cierto México ha transitado del sobreendeudamiento a la estabilidad, es también cierto que existen condiciones que provocan que esta estabilidad sea endeble.

Como se ha descrito y analizado, el objetivo inflacionario es sin duda uno de los principales objetivos de estas políticas. Pero el costo económico que puede traer si se busca ir más lejos de los actuales resultados es sin lugar a dudas la indeseable deflación, la cual como sabemos es caída mantenida y generalizada de los precios de los bienes y servicios durante dos semestre continuos (FMI) la cual trae distorsiones a la economía. Además como sabemos ésta es consecuencia de dos hechos económicos: 1) Demanda insuficiente y 2) Oferta excesiva.

En México se ha combatido a la inflación a través de varias vías, una es mantener salarios congelados o con crecimiento pírrico lo cual afecta directamente el lado de la demanda privada. Por otra parte el Gobierno busca reducir el gasto y poner en orden sus finanzas a través de una política de austeridad dando otro golpe a la demanda. Entonces tenemos que el resultado es una débil demanda agregada. Este fenómeno ya lo sufrió Japón durante los 90's y parte del nuevo siglo, la tan conocida "década perdida". Actualmente el mundo en desarrollo está en vilo y pendiente de cómo evolucionan los precios de los bienes y servicios.

Además este escenario de deflación latente trae repercusiones en otra variable importante dentro de las políticas de estabilidad: El Producto Interno Bruto. Cómo se ha observado, en México el Producto Interno Bruto tiene una alta correlación con la evolución de la economía estadounidense ya que las tasas presentadas durante el periodo

2000-2008 se debieron a la supuesta bonanza de la economía vecina, la cual termino siendo una enorme burbuja inmobiliaria. La estrepitosa caída del PIB en 2009 se debió principalmente a la caída en la demanda privada estadounidense en general, la cual terminó por fastidiar a los productos mexicanos. Esto sugiere que México tiene una enorme vulnerabilidad frente a shocks externos lo cual hace endeble las políticas de estabilidad macroeconómica.

En sintonía con el PIB, las políticas de austeridad traen consigo un efecto negativo en la economía debido a que estas constriñen la demanda agregada lo cual hace doblemente endeble a la economía mexicana debido a que bajo el supuesto de una disminución en la demanda privada nacional consecuencia de una caída en la demanda externa (como ya ha sucedido) el sector privado no tiene manera de tirar del carro o la economía, lo cual debería incentivar a un Gobierno a ocupar dicho puesto, ya que sin lugar a dudas es el único agente capaz de realizar tal gasto y mantener la demanda de las familias en niveles que mantengan en movimiento la economía. Pero en un escenario de Gasto gubernamental restringido la economía ni tiene otra salida más que caer en picada. Esta caída y pérdida de ingresos se traduce en problemas latentes para el endeudamiento debido a que a una menor recta presupuestaría por parte de los agentes privados se traduce en menores niveles de recaudación por parte del Gobierno los cuales tienden a incrementar la deuda no para incrementar el gasto sino para mantener en funcionamiento al Gobierno como tal. Para muestra se encuentran los PIIGS, economías que han implementado políticas de austeridad, y han terminado con problemas de sobreendeudamiento debido a una caída gradual en los ingresos por parte del Gobierno. Pero dicha crisis se ha agravado debido a que se sigue buscando que la austeridad por parte del Gobierno sea la respuesta sin darse cuenta que estas mismas políticas han recrudecido el problema económico creando una crisis económica y de sobreendeudamiento. Es importante destacar que la austeridad es benéfica y es recomendable implementar en momento en los cuales la actividad económica es muy dinámica y corre el riesgo de sobrecalentamiento, es justamente en estos momento cuando la austeridad puede dar estabilidad a una economía más no en un escenario de ciclo económico a la baja.

Es por esto motivos que las políticas económica económicas de estabilidad económica son endebles.

Bibliografía.

BOLVINIK, J., STAY R. J., GUEVARA L. R. Y LORRETTA O. A., 2004, DEUDA EXTERNA MEXICANA: ÉTICA, TEORÍA, LEGISLACIÓN E IMPACTO SOCIAL, MÉXICO, PLAZA Y VALDEZ.

CAMPOS, RICARDO, 2006, EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL Y LA DEUDA EXTERNA, MÉXICO, PLAZA Y VALDEZ.

CHOWDHURY, A., HOSSAIM A., 2005, OPEN-ECONOMY MACROECONOMICS FOR DEVELOPING COUNTRIES, EE UU, EE.

FÉLIX, DAVID, 2003, DEBT AND TRANSFIGURATION? : PROSPECT FOR LATIN AMERICA'S ECONOMIC REVIVAL, EE UU,

GAVITO, M., J., Y REYES, P., 2007, DEUDA EXTERNA Y CRECIMIENTO ECONÓMICO: LA EXPERIENCIA RECIENTE DE MÉXICO, MÉXICO, MEP.

GRAEME, WHEELER, 2006, SOUND PRACTICE IN GOVERNMENT DEBT MANAGMENT, EE UU, THE WORLD BANK.

GREEN, ROSARIO, 2000, LECCIONES DE LA DEUDA EXTERNA DE MÉXICO, MÉXICO, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA.

JIMÉNEZ, L. Y PÉREZ, J. A., 2003, DEUDA EXTERNA Y SEGURIDAD NACIONAL: GEOPOLÍTICA DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO MEXICANO, MÉXICO, IMEIDE A. C.

LARRAIN, EDWARDS, 2005, DEBT, ADJUSMENT AND RECOVERY, CHILE, PONTIFICIA UNIVERSIDAD DE CHILE

LUDLOV, LEONOR, 2005, DEVELOPING THE DOMESTIC GOVERNMENT DEBT MARKET: FROM DIAGNOSTIC TO REFORM IMPLEMENTATION, EE UU, THE WORLD BANK.

MACEWAN, ARTHUR, 2006, DEUDA Y DESORDEN: INESTABILIDAD ECONÓMICA INTERNACIONAL Y OCASO DEL IMPERIO ESTADOUNIDENSE, MÉXICO, SIGLO VEINTIUNO EDITORES.

MEJÍA, L. Y ALATORRE, R., 2004, DEUDA Y DESARROLLO, MÉXICO, UAM.

MOAZZAMI, B. Y GUPTA, K., 2006, INTEREST RATES AND BUDGET DEFICITS: A STUDY OF THE ADVANCED ECONOMIES, EE UU, ROUTLEDGE.

NUÑEZ, HORACIO, 2003, FINANZAS PÚBLICAS, MÉXICO, MACCHI.

QUINTERO, MARÍA, 2001, LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y DÉFICIT PÚBLICO, MÉXICO, H. CÁMARA DE DIPUTADOS LIX LEGISLATURA.

RODRÍGUEZ, JAIME, 2002, PASADO Y PRESENTE DE LA DEUDA EXTERNA DE MÉXICO, MÉXICO, SOCIEDAD COOPERATIVA PUBLICACIONES MEXICANAS

SHCP, 2006, DEUDA EXTERNA PÚBLICA MEXICANA, MÉXICO, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA.

TANZI, VITO, 2005, PUBLIC FINANCE IN DEVELOPING COUNTRIES, EE UU, EE.

ZAHLER, R. Y MASSAD, C., 2000, DEUDA EXTERNA MEXICANA Y EL NUEVO ORDEN ECONÓMICO, MÉXICO, MACCHI.

ZOGHBI, ADAM, 2002, PUBLIC FINANCE FOR POVERTY REDUCTION, CONCEPTS AND CASE STUIDES FROM AFRICA TO LATIN AMERICA, EE UU, THE WORLD BANK.