

## LA POLÍTICA DE DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PÚBLICO

Jorge Fernández Ruiz  
*El Colegio de México*

*Resumen:* Después de repasar las razones teóricas que sustentan el uso del endeudamiento público externo, analizamos las experiencias de América Latina, en especial de México, con base en tales justificaciones. La comparación de teoría y experiencia histórica arroja luz sobre elementos importantes no considerados en el libro de texto y permite evaluar la sensatez del comportamiento gubernamental.

*Abstract:* We review the theoretical grounds on which the usefulness of public external debt rests. We then examine the experiences of Latin America —especially of Mexico— in light of these theoretical grounds. The comparison of theory and historical experience shades light on important elements missing in the textbook case and allows for a better appraisal of the wisdom of government behavior.

### 1. Introducción

En el último cuarto de siglo los mexicanos hemos vivido varias crisis de deuda pública. Un legado importante de éstas es su enseñanza sobre errores que deben evitarse. En el presente trabajo se examina el manejo de la deuda pública, enfatizando el caso del endeudamiento público externo en México. Empezamos con una sección que explica brevemente algunos resultados teóricos. Existe una vasta literatura sobre la teoría de la deuda externa, aquí nos limitaremos a recoger de ella los motivos clásicos que justifican que un gobierno se endeude en el extranjero.

Para adentrarnos en el análisis de este fenómeno, examinaremos primero el entorno internacional y después, más específicamente, el caso mexicano. El punto inicial nos permite apreciar que los mercados

internacionales de capital no son perfectos, y que el paradigma de un gobernante que enfrenta un precio —la tasa de interés— y decide qué cantidad adquirir a ese precio —cuánto endeudarse— puede ser engañoso. En realidad, los mercados internacionales de capital han funcionado como oleadas que arrastran en sus aguas a los países en desarrollo, lo cual es especialmente claro en el caso de América Latina. Respecto al segundo punto, el examen detallado del caso mexicano nos permite ver que los factores internos —la política económica— también han jugado un papel importante en la justificada percepción negativa que se tiene del endeudamiento.

## 2. ¿Existen motivos sensatos para endeudarse?

Aunque la experiencia mexicana lleve a asociar, al menos en la mente de muchos mexicanos, la deuda pública externa con desastres, sufrimiento y penurias económicas, los economistas desde hace tiempo han señalado que el endeudamiento puede ser un instrumento poderoso para incrementar el bienestar de la población. Esto se ha formalizado en modelos que establecen con precisión qué se entiende por bienestar de la población y cuáles son las condiciones que deben cumplirse para que lo anterior suceda. El paradigma clásico enfrenta a un gobernante que puede disponer de crédito externo a tasas de interés determinadas por los mercados internacionales. Si se supone que el gobernante tiene en mente sólo el bienestar de la población ¿le conviene a éste endeudar al gobierno de su país?

Existen varias razones que conducen a una respuesta afirmativa, en una gran variedad de circunstancias.

La primera razón es que la deuda permite aprovechar oportunidades de inversión rentable. Si la economía no puede disponer de recursos externos, cada peso adicional de inversión significa un peso menos disponible para consumo, lo que puede impedir la realización de proyectos rentables. El gobierno puede traer recursos adicionales del exterior, inyectarlos a la economía en oportunidades de inversión que permitan pagarlos y dejar, además, un excedente para el país. Más aún, es posible, en el marco de los modelos de “trampas de pobreza”, que la inversión pública financiada con deuda externa sea la única forma de salir de un círculo vicioso en que la falta de infraestructura y otros

bienes públicos desalientan la inversión privada, pero el financiamiento de esta infraestructura via impuestos la inhibiría.<sup>1</sup>

La segunda razón es que la deuda puede evitar que fluctuaciones imprevisibles e incontrolables en el producto se traduzcan en variaciones en el consumo de la población con esas mismas características. La deuda permite intercambiar consumo presente por consumo futuro y, de esa manera, asegurar a la población un patrón de consumo estable.

La tercera es más sutil, y se refiere a la posibilidad de explotar las diferencias en las preferencias por el consumo presente -vis-a-vis consumo futuro, entre la población y el resto del mundo. Desde luego las "poblaciones" no deciden si los gobiernos se endeudan o no: son sus gobernantes quienes lo hacen en su nombre,<sup>2</sup> por lo que esta razón se convierte, aun suponiendo un uso eficiente de los recursos prestados, en un motivo de preocupación. En efecto, puede ser que el gobernante prefiera *desmedidamente* que la población consuma hoy en lugar de mañana, aunque ella misma no lo haga. Es decir, que el gobernante se interese sólo por lo que ocurra mientras él esté en el poder, en tanto que la población lo haga por sus posibilidades de consumo también cuando el gobernante sea otro, lo que introduce un sesgo hacia un endeudamiento excesivo.

En suma, la deuda pública externa puede aumentar el bienestar de la población; pero existen motivos de fácil comprensión que pueden privarla de su utilidad.

### 3. Los mercados internacionales de capital

La historia de los flujos de capital desde los países desarrollados ha estado llena de oleadas que cesan abruptamente y terminan en incumplimientos generalizados. Esta sucesión de auges y crisis ha influido de manera muy pronunciada sobre las economías de América Latina.<sup>3</sup> Típicamente, la etapa de auge del ciclo ocurre en un momento de prosperidad en los países acreedores y de abundancia de fondos prestables. Parte de

<sup>1</sup> Una exposición de estas ideas mediante un modelo formal se puede encontrar en Burguet y J. Fernández (por aparecer).

<sup>2</sup> Este es un punto que enfatiza Díaz Alejandro por ejemplo en su artículo de 1984.

<sup>3</sup> Un hecho que Díaz Alejandro (1984) y Marichal (1988) han enfatizado y examinado cuidadosamente.

ellos se canalizan a los países más pobres, en un entorno de expectativas favorables para su desarrollo. Estas expectativas generan un crecimiento acelerado de préstamos que no siempre se acompaña de una supervisión cuidadosa de su uso. En la etapa de crisis, en un entorno generalmente de depresión de los países acreedores y del comercio internacional, de términos de intercambio desfavorables y nulas perspectivas de mejoría para los países deudores, cesan los préstamos y comienzan los incumplimientos de pagos.

En América Latina, estos ciclos empezaron en el momento mismo de su nacimiento como naciones independientes, cuando se solicitaron préstamos para, entre otros objetivos, consolidarse militarmente. A continuación repasamos dos experiencias de oleadas crediticias hacia América Latina en este siglo, la de la década de los años veinte y la de los setenta, que son las dos experiencias más recientes para las que contamos con el beneficio de la retrospectiva.

### 3.1. *Los préstamos de los años veinte*

En los años veinte llegó una oleada de recursos hacia América Latina. En esa ocasión, los flujos fueron menores que los préstamos entre los países industrializados derivados de los gastos de reconstrucción y pagos de deudas asociados a la Primera Guerra Mundial. Asimismo, los subsiguientes incumplimientos latinoamericanos en la década de los treinta fueron de menores dimensiones que los de los países europeos, y palidecen comparados con la magnitud de la crisis mundial de 1929.

Jorgensen y Sachs (1989) señalan que a principios de los años veinte, los gobiernos nacionales de los países que se percibían como más sólidos, a saber, Argentina, Brasil, Chile y Cuba, fueron los prestatarios pioneros; pero conforme el auge crediticio fue ganando fuerza en Nueva York —que desplazó a Londres como principal centro financiero internacional después de la primera guerra mundial—<sup>4</sup> países más pequeños, así como gobiernos locales de ámbitos más limitados se fueron sumando al conjunto de prestatarios y los créditos se volvieron cada vez más riesgosos conforme avanzaba el ciclo. La recesión de 1929 cambió drásticamente el entorno del manejo de la deuda.

<sup>4</sup> Aunque esta afirmación debe matizarse, según documenta Marichal (1988).

Entre 1928 y 1932, el nivel de precios en Estados Unidos cayó un 25 %. Los precios de las exportaciones de los deudores siguieron la misma tendencia, el servicio de la deuda en relación con las exportaciones sufrió entonces un impacto enorme. Entre 1926 y 1930 pasó de 10% a 18.2 en Argentina, de 7.3% a 13.5 en Bolivia, de 5.5% a 10 en Chile, de 9.7% a 14 en Colombia y de 2.6% a 9.5 en Perú.<sup>5</sup> Adicionalmente, los mercados internacionales de capital dejaron de ser una fuente de recursos para los países deudores. Los flujos de capital desde Estados Unidos, que habían crecido rápidamente en la década para alcanzar su cima hacia 1927 cayeron en 1929, cuando los activos internos en ese país lograron un máximo y sufrieron después un colapso con la quiebra bursátil. Para 1931 los flujos prácticamente habían desaparecido.

El primer país declarado en incumplimiento fue Bolivia en enero de 1931, Perú le siguió en abril, y pronto se unieron casi todos los países latinoamericanos, así como muchos deudores europeos. En América Latina, Argentina fue el único deudor grande que se mantuvo fiel a sus compromisos financieros.

Eichengreen (1989) analiza en detalle los flujos de recursos desde Estados Unidos hacia el exterior durante la oleada, es decir, tanto hacia América Latina como a Europa Central, las dos regiones receptoras de los préstamos.<sup>6</sup> El patrón de comportamiento de los préstamos es el mismo para ambas regiones. Éstos aumentaron hacia la mitad de la década a tasas muy elevadas y llegaron a su punto máximo muy poco antes de ser suspendidos abruptamente, a lo que siguió una ola de incumplimientos generalizados.

Hay varias cuestiones de interés que recalcar. Primero, en el origen de la oleada un factor de peso fue el descenso en las tasas de interés internacionales, que movió a los ahorradores a buscar alternativas más atractivas. Pero quizás más importante fue la modificación de los factores que sembraban dudas sobre la posibilidad de los países de poder pagar. Por un lado, en Europa Central había deudas de guerra y gastos de reparación pendientes. Por otro, un comercio internacional deprimido significaba que los países no podrían generar exportaciones para

<sup>5</sup> Avramovic (1964), citado por Jorgensen y Sachs (1989), p. 58.

<sup>6</sup> México permaneció ajeno a esta oleada por la gran inestabilidad política que aún vivía después de la Revolución, además de que estaba en incumplimiento de deudas.

pagar. La generación de expectativas de recuperación del comercio internacional contribuiría a promover los flujos de recursos.

La intervención de los gobiernos de Estados Unidos y Gran Bretaña para mejorar las condiciones anteriores fue muy importante, sobre todo mediante los préstamos de la Liga de las Naciones de 1923-1924 a Austria y Hungría, y el Préstamo Dawes de 1924 a Alemania.<sup>7</sup> Los préstamos de la Liga de las Naciones ofrecían un rendimiento de aproximadamente el doble que el de los bonos del gobierno británico.

Más importante que esto fue el nombramiento de un comisionado general con amplios poderes y acceso a la información gubernamental, residente en los países deudores, para que hiciera el seguimiento de las condiciones que aseguraran el pago del préstamo. Por su parte, el préstamo Dawes efectuado en abril de 1924 consistió en bonos emitidos en diversos países: la mitad en Estados Unidos, una cuarta parte en Gran Bretaña y el resto disperso en otros países. También ofrecía una tasa de más del doble que la tasa de descuento de la Reserva Federal de EU, en parte por eso fue sobresuscrito.

Aunque no había una garantía escrita de los gobiernos de los países donde se colocaban los bonos, sí se percibía una garantía implícita, pues se hicieron numerosas declaraciones de apoyo a la emisión. Incluso el presidente de Estados Unidos hizo un llamado público para que se compraran los bonos.<sup>8</sup> Estos préstamos fueron catalizadores importantes de la oleada de flujos que siguió. Parte de los flujos tomaron la forma de inversión directa, pero preponderantemente fue inversión en cartera.

En América Latina, los gobiernos contrataban asesores financieros de Estados Unidos<sup>9</sup> para ganarse la confianza de los banqueros e inversionistas de ese país. Estos asesores, acompañados de un grupo de técnicos, llevaban a cabo misiones de control y supervisión de las finanzas públicas de muchos países latinoamericanos y servían, de hecho, para aumentar el control de aquél país sobre dichas finanzas. En particular, los ingresos aduaneros de algunos países eran controlados por Estados Unidos, cuyo Departamento de Estado al autorizar consejeros que supervisarían la marcha de las finanzas públicas, generaba confianza

<sup>7</sup> Véase Eichengreen (1989) para un análisis detallado de estos préstamos.

<sup>8</sup> *Ibid.*

<sup>9</sup> En Marichal (1988) puede encontrarse un análisis minucioso de este punto y de otros aspectos importantes que rodearon la contratación y uso de los préstamos latinoamericanos.

entre los banqueros e inversionistas estadounidenses: "...los asesores se convirtieron en procónsules financieros que utilizaban sus cargos para asegurar que los inversores norteamericanos recuperarían sus inversiones".<sup>10</sup>

Para averiguar el grado de información que adquirieron los inversionistas estadounidenses, Eichengreen examina la sobretasa por encima de LIBOR cobrada por los préstamos a los gobiernos extranjeros, y encuentra que ésta no incorporaba factores que pudieran hacer más arriesgado prestar a unos países que a otros. En particular, tener un endeudamiento mayor (en relación con las exportaciones), un déficit comercial o público más alto, no implicó tener que pagar una sobretasa mayor. Es decir, había variables que era sensato considerar como determinantes del riesgo de incumplimiento y no se consideraron.

Al examinar qué ocurría con el comportamiento de los mercados conforme la crisis se avecinaba, se encuentra que en cierta medida ésta fue anticipada correctamente: en 1931 Brasil y Colombia comenzaron a incumplir sus pagos, y desde 1929 los mercados empezaron a exigir sobretasas más altas. Sin embargo, los mercados no discriminaron entre los diferentes deudores; dieron a todos el mismo tratamiento, exigiendo sobretasas más altas a deudores que no incumplirían sus deudas. Así, Argentina —que sí cumplió sus compromisos financieros— también tuvo que pagar sobretasas más altas. Este efecto de contagio que no discrimina adecuadamente es un factor persistente, e importante, del funcionamiento de los mercados internacionales de capital.

Asimismo, los mercados anticiparon las suspensiones de pagos de Europa del Este y Alemania en 1932, pues desde 1931 aumentaron las primas de riesgo; no obstante, también las aumentaron para los países escandinavos que no incumplieron sus contratos. En suma, los mercados mostraron un comportamiento menos selectivo que el que hubiera implicado una información profunda de los distintos países endeudados.

De la misma manera, cuando la oleada de flujos terminó y se observó en los años treinta, una caída drástica en la inversión privada no directa realizada por Estados Unidos, todos los países se vieron afectados, incluso los mejores pagadores. Así, Cardoso y Dornbusch (1989) enfatizan, al comparar las experiencias de Brasil y Argentina entre los años treinta y sesenta, que recibieron un tratamiento igual por parte de

<sup>10</sup>*ibid.*, p. 217.

Díaz Alejandro sostiene que la retirada de los bancos fue, de hecho, la causa principal de la crisis, pues transformó una recesión manejable en una catástrofe. En lugar de una reducción gradual y moderada de flujos de capital, motivada por el cambio de expectativas del entorno económico mundial, ocurrió una caída drástica y abrupta en el financiamiento a la región, y esa fue una causa central de la crisis.

Una crítica a este enfoque es que asigna un papel muy reducido a los factores internos, más precisamente a las inconsistencias en la política económica de los gobiernos deudores. Este punto lo resalta por ejemplo Sachs(1984),<sup>11</sup> quien destaca el hecho de que las economías de Asia del Este también sufrieron los efectos de la recesión mundial, que se tradujo en un deterioro de sus términos de intercambio de igual magnitud que en América Latina y, sin embargo, no fueron presas de una crisis de deuda. La diferencia crucial parece ser el manejo de la política económica, en particular, evitaron la sobrevaluación de las monedas locales y restringieron flujos de capital, por ello estas economías no sufrieron fuertes fugas de capital.

Para ilustrar lo que ocurrió en América Latina, Sachs cita el ejemplo de Venezuela, que es el caso más agudo de un fenómeno típico de la región. Este país tuvo entre 1974 y 1982 un superávit acumulado de 5 mil millones de dólares en su cuenta corriente y, no obstante, en 1983 estaba renegociando una deuda pública externa de 22 mil millones de dólares. La explicación de esta situación paradójica es que, entre 1980 y 1983 el sector privado venezolano colocó alrededor de 20 mil millones de su riqueza fuera del país, al percibir la política económica del gobierno como insostenible, en particular la política cambiaria que mantenía el bolívar sobrevaluado a pesar de la rápida disminución de las reservas. Esto dió lugar a que finalmente existiera una deuda pública externa de 26 mil millones de dólares, que tenía como contrapartida una riqueza privada en el exterior de alrededor de 20 mil millones de dolares.

En los países de Asia del Este nunca se permitieron grandes sobrevaluaciones y, adicionalmente, existieron controles a los movimientos de capital. Sachs reconoce que las inconsistencias de política económica son sólo una parte de la explicación de la crisis, y que los factores externos también son indispensables para dar cuenta de ella. Quizás el punto que muestra esto con más claridad es hacer notar que Brasil logró evitar

<sup>11</sup> Comentarios al artículo de Díaz Alejandro (1984).



fugas de capital en gran escala, pues su manejo de política cambiaria y de control de cambios fue mucho más cercano al de los países asiáticos que al de Venezuela en esos años y, sin embargo, fue excluido de los mercados internacionales de crédito y cayó presa de la crisis de la deuda.

Esto nos indica, nuevamente, el funcionamiento imperfecto de los mercados internacionales de capital: Brasil recibió el mismo tratamiento que Venezuela, la suspensión de nuevos préstamos, a pesar de evitar las fugas de capital. Tal como sucedió en los años treinta, la oleada de préstamos cesó de una manera poco selectiva.

#### **4. La experiencia mexicana**

A continuación repasamos la experiencia mexicana desde mediados de los años cincuenta, fecha en la que se inició en la economía una etapa de desarrollo bien definida conocida como el desarrollo estabilizador, hasta la crisis de 1994-1995. La etapa de desarrollo estabilizador coincide con una sequía en los flujos de capital hacia América Latina y, en este sentido, el reducido endeudamiento del periodo no es atípico en la región. Asimismo, el endeudamiento de periodos posteriores tiene su contraparte en una mayor disposición de los mercados internacionales de capital a invertir en América Latina.

##### *4.1. El desarrollo estabilizador*

Desde mediados de los cincuenta hasta principios de los setenta, México vivió un periodo de estabilidad y crecimiento económicos. El PIB creció a una tasa media de 6.7% anual y de 3 a 4% en términos per cápita. Por su parte, los salarios reales, tanto urbanos como rurales, aumentaron a más de 6% anual, al mismo tiempo que se mantenía un crecimiento muy reducido de los precios, es decir, a una media anual de 3.8% y nunca superior al 6%.

En comparación con la evolución posterior de la economía mexicana, y con muchos países de América Latina donde la inflación era crónica desde los años cincuenta, estas variables indican un desempeño muy exitoso.

Un elemento central de la política económica fue la limitada participación del Estado en la economía. En efecto, el gasto, los ingresos y el

déficit públicos se mantuvieron a niveles muy bajos. La existencia de déficit públicos reducidos implicó que el nivel de la deuda pública también fuera limitado. Parte de esta deuda era con el Banco de México, que obtenía préstamos “forzosos” de los bancos privados a través del encaje legal. Dicho mecanismo proveía de financiamiento confiable al gobierno, porque un entorno de inflación reducida, estabilidad cambiaria y tasas de interés reales consistentemente positivas, favoreció el desarrollo del sector financiero.

El ahorro financiero creció a una tasa sostenida, por lo que los recursos provenientes del encaje legal proporcionaban un financiamiento estable al gobierno. Así, todo el esquema era compatible con un endeudamiento externo muy limitado. Como consecuencia, la deuda pública externa se mantuvo en un nivel bajo y estable.

#### 4.2. *El desarrollo compartido*

El desarrollo estabilizador<sup>12</sup> pese a sus éxitos, no mejoró la distribución del ingreso, existía la sensación de que desatendía muchas demandas sociales y que era necesaria una participación más activa del Estado en la economía para afrontarlas. Había que aumentar el gasto en educación, salud y vivienda. Se tenía que elevar la inversión gubernamental para atender áreas que no eran rentables desde un punto de vista estrictamente privado. Este pensamiento se tradujo en hechos concretos, hacia 1972, año en que el gasto público aumentó en 21.2% en términos reales.

Tan importante como el embarcarse en la empresa de asignar al Estado más responsabilidades, fue el no llevar a cabo una modificación de similares dimensiones respecto a los recursos que éste se pudiera allegar. La asunción de responsabilidades no llevó aparejada una importante reforma fiscal, lo que pronto se tradujo en un incremento del déficit público. Si durante el desarrollo estabilizador alcanzó un valor medio del 2.5%, para 1972 fue de casi 5%, para seguir creciendo año con año hasta llegar a un máximo de 10% en 1975. Este crecimiento en el déficit público fue financiado parcialmente con deuda pública externa y otra parte con emisión monetaria. Esto originó que la inflación interna

<sup>12</sup> Bazdresch y Levy (1992) analizan cuidadosamente el periodo 1970-1982. Los datos de esta sección y la siguiente proceden, salvo especificación en contrario, de esta fuente.

sobrepasara cada año a la de los socios comerciales de México, es decir, dada la política de tipo de cambio fijo, una revaluación constante del valor real del peso.

El déficit de cuenta corriente también aumentó cada año, pasando de 0.2% en 1971 a un máximo de 4.2% en 1975. Si al principio del programa de expansión la deuda gubernamental servía para financiar el déficit público y el déficit en cuenta corriente, una vez que las expectativas privadas de una maxidevaluación se fortalecieron, el endeudamiento gubernamental sirvió, además, para financiar fugas de capital. Es decir, los recursos que el gobierno recibía del exterior servían en parte para que los particulares nacionales prestaran de manera privada a instituciones del exterior. Este fenómeno se repetiría de manera más pronunciada seis años después.

Existía la percepción de que la política económica, en particular el tipo de cambio, dados los niveles de gasto y recaudación, era insostenible. Una estrategia adecuada, desde el punto de vista privado, era guardar el dinero fuera del país y esperar un cambio de rumbo. El endeudamiento gubernamental permitió sostener un poco más la misma política económica; pero no mucho más. La deuda externa gubernamental, que era de menos de 7 000 millones de dólares en 1972, creció en más de 4 000 millones de dólares en 1975 y en más de 5 000 en 1976; pero finalmente el peso fue devaluado en agosto de 1976 un 59%.

#### 4.3. *El auge petrolero*

En 1977, de acuerdo con un programa del FMI, se redujo el déficit público en más de 3 puntos porcentuales del PIB. Sin embargo, los descubrimientos de grandes yacimientos de petróleo en 1978 y la subida de los precios internacionales del petróleo en 1979 cambiaron las perspectivas de la política económica. Se concibió entonces la tarea gubernamental como la administración de la abundancia. Se crearon grandes proyectos de infraestructura, educación, salud y promoción de autosuficiencia alimentaria.

Aunque los ingresos petroleros aumentaron en términos reales, en 30%, 35.6% y 47.7% en 1978, 1979 y 1980, respectivamente, el déficit público se mantuvo irreducible, y de hecho subió de 6.7% en 1978 a cerca de 7.5% del PIB en 1979 y 1980. La entrada de recursos masivos del exterior incrementó la base monetaria y la inflación, produciéndose una apreciación real del peso. El déficit en cuenta corriente, como

proporción del PIB, subió de 2% en 1977 a 5% en 1980. Este déficit era financiado con deuda pública externa, que aumentó de 36.4% del PIB en 1978 a 41.2% en 1979 y a 49.0% en 1980. Pero estos incrementos palidecen comparados con lo que se avecinaba.

En 1981 se debilitó el mercado petrolero internacional. Las restricciones que enfrentaba el gobierno eran ahora distintas y, sin embargo, se siguió esencialmente el mismo curso de acción. El gasto público continuó creciendo en términos reales. La tasa de deslizamiento del peso se movió de manera insuficiente. Se trató de controlar el déficit en cuenta corriente imponiendo restricciones a las importaciones; pero éste alcanzó el record histórico de 6% del PIB en 1981. Los agentes privados percibían que este curso de acción era insostenible y se produjo una fuga de capitales masiva.

Nuevamente, la deuda pública externa permitió prolongar el curso de acción por algunos meses. Esta deuda, que era de 49 000 millones de dólares en 1980, creció a 74 000 en 1981 y a 92 000 en 1982. Igual que en el sexenio anterior, en los dos últimos años del mandato se produjo un crecimiento acelerado de la deuda pública externa que otra vez sirvió, en gran medida, para posponer lo inevitable.

Desde el punto de vista del país en su conjunto, la absorción de recursos externos fue menor que lo que indica el crecimiento de la deuda, ya que ésta sirvió en parte para financiar a agentes privados que colocaban su riqueza en el exterior.

Finalmente, los bancos extranjeros también percibieron la situación como insostenible y, entonces, el colapso fue inevitable.

#### 4.4. *La estabilización*

Los años que siguieron a 1982<sup>13</sup> se vivieron bajo el peso de la deuda, de una continua desconfianza del sector privado hacia el gobierno, y de un entorno económico mundial desfavorable. En lo que respecta al entorno, se vivió una sequía en el flujo de recursos del exterior. Los mercados de capital desaparecieron para México, y sólo existían préstamos concertados que en esencia posponían el pago de la deuda. Varios intentos de estabilización fracasaron ante condiciones tan adversas.

<sup>13</sup> Los datos de esta sección proceden de Lustig (1994). En Gollás (1994) también se encuentra una revisión detallada hasta 1994.

Después de los años 1979-1981, cuando la deuda era un recurso del que disponía el gobierno para financiar el desarrollo, ésta se transformó en un lastre para la economía. En lugar de ser un aporte complementario a los recursos propios, había que buscar recursos para refinanciarla, o bien pagarla con recursos propios.

Igual que seis años antes, a fines de 1982 se puso en marcha un programa avalado por el FMI, ésta vez con el nombre de Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE). Este permitía que México dispusiera de aproximadamente 3 700 millones de dólares entre 1983 y 1985<sup>14</sup>, y tenía como elementos centrales la reducción del déficit fiscal y la depreciación del peso en términos reales.

Con respecto a la deuda heredada, en 1983 se vivió la primera ronda de renegociaciones, en ella se reestructuró el vencimiento del principal. Más concretamente, los pagos de 23 150 mdd que vencían entre agosto de 1982 y diciembre de 1984 se espaciaron a lo largo de ocho años. Además, se contrataron nuevos préstamos que se destinaron en su mayoría al pago de intereses.

Sin embargo, el programa no redujo la inflación con la velocidad esperada. Adicionalmente, el gobierno relajó su política fiscal. La consecuente apreciación del peso junto con la relajación fiscal provocaron en 1985 una crisis de balanza de pagos que obligó al gobierno a devaluar nuevamente el peso y a reforzar la disciplina fiscal.

El programa de estabilización de 1985 requirió de una segunda reestructuración de deuda, ya que la primera había reducido la acumulación de vencimientos entre 1983 y 1985, pero exigía demasiados financiamientos entre 1985 y 1990. En esta segunda reestructuración se hicieron más uniformes los vencimientos del capital, reduciéndose los pagos entre 1985 y 1990.

El plan de estabilización de 1985 se enfrentó con una caída drástica en los precios del petróleo, de un promedio de 25.5 dólares por barril en 1985 a 12 dólares en 1986. Esta caída equivalía a 6.7% del PIB, 48% de las exportaciones y 26.2% de los ingresos del sector público. Esta sacudida exógena en un entorno de exclusión del mercado internacional de capitales, tuvo que ser absorbida de inmediato. En 1986, cuando el

<sup>14</sup> El acuerdo se suspendió en septiembre de 1985 porque México no pudo cumplir con algunas condiciones del contrato.

PIB cayó 3.9%, el gobierno consideró la posibilidad de declarar una moratoria unilateral de los pagos de deuda externa.<sup>15</sup>

Conviene recalcar que en esos momentos era muy razonable contar con un financiamiento que pudiera amortiguar los efectos de la sacudida, distribuyéndolos a lo largo del tiempo. Pero esta posibilidad no existió. La política económica se centró entonces en evitar la pérdida total de reservas; se procedió a aumentar la tasa de depreciación del peso y a reducir el gasto público. Respecto al perfil de la deuda, la sacudida de 1986 hizo obsoleto el que se había negociado un año antes.

En un nuevo proceso de negociaciones, en el que existía la amenaza de una moratoria unilateral mexicana, se reestructuraron por tercera vez los pagos de la deuda y, en el primer caso de lo que se conocería como Plan Baker, los bancos prestaron 6 mil millones de dólares "frescos". Esta vez 83% de los 52 200 millones de dólares del principal se reestructuraron a un plazo de 20 años, con 7 de gracia. Asimismo, se consiguió una reducción de la sobretasa por encima de LIBOR, en comparación con la renegociación anterior.

Además de estas reestructuraciones, en ese año se obtuvo financiamiento del FMI que incorporaba elementos novedosos:

i) Si el precio del petróleo caía por debajo de cierto límite (9 dólares por barril) México podría obtener fondos adicionales (720 millones de dólares).

ii) Los compromisos fiscales asumidos por el gobierno también tenían una cláusula de contingencia: estos serían relajados si no se alcanzaba el crecimiento programado en la economía.

Los dos elementos son notables porque marcan un cambio cualitativo en lo que hasta ese momento había aceptado el FMI, acercando el funcionamiento de los mercados internacionales de capital a las características que permiten que se eleve el bienestar. No obstante, esta reestructuración aún se encuadraba dentro de la idea de que los países eventualmente pagarían la deuda contraída antes de 1982.

#### 4.5. *La reducción de la deuda*

Después de seis años<sup>16</sup> de la irrupción de la crisis de la deuda, no había visos de salir de ella. La tosudez de la crisis no era exclusiva de

<sup>15</sup> Gurría (1988).

<sup>16</sup> Los datos de esta sección proceden de Cline (1995).

México. Los retrasos en los pagos de intereses de los países de América Latina en su conjunto habían estado creciendo de manera importante. De 3 700 millones de dólares en 1986 a 8 600 en 1987 y a 9 000 en 1989.

Las economías de América Latina no mostraban signos de recuperar el crecimiento. Cada vez era más difícil, debido a intereses divergentes de los bancos, movilizar préstamos concertados. Los precios de la deuda en el mercado secundario habían caído entre 30 y 40 centavos por dólar. Finalmente, los argumentos a favor de un cambio de rumbo terminaron por imponerse.

Con la estrategia en curso, se percibía que las economías bajo la carga de la deuda no crecerían y que sí lo harían, en cambio, los retrasos en sus pagos. Adicionalmente, y sobre todo, se percibía que los bancos privados iban disminuyendo su exposición en los países endeudados, a costa de los prestamistas oficiales, FMI y Banco Mundial. Esto se traduciría a la larga, en una situación en la que los deudores no saldrían del atolladero, pero el problema estaría en manos de los prestamistas oficiales y no de los bancos. Los fondos oficiales, después de todo, habrían salvado a los bancos sin solucionar el problema.

La sublevación en febrero de 1989 en Caracas, motivada por el plan de austeridad del régimen de Carlos Andrés Pérez, reforzó la idea de que era necesario un cambio de estrategia.

En marzo de 1989 el Secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas J. Brady, anunció un nuevo plan. Este cambiaría el enfoque del tratamiento del problema, al abandonar la idea de buscar nuevos préstamos concertados que permitieran el pago eventual de toda la deuda, a favor de buscar, en cambio, su reducción.

En julio de 1989 se anunció un principio de acuerdo con México que, como en otras ocasiones, se convertiría en el primer país donde se aplicaría la nueva estrategia y serviría como punto de referencia para su aplicación en otros países. El acuerdo cubrió la deuda de largo plazo por 48 500 millones de dólares con los bancos privados y les ofreció tres opciones. La primera, consistía en una reducción de 35% del principal, conservando el remanente una tasa de interés igual a LIBOR, más 13/16 de punto.

La segunda, implicaba bajar la tasa de interés a 6.25 fijo, en lugar de la tasa prevaleciente para la primera opción, que en aquél entonces rondaba el 10%. Finalmente, los bancos podían optar por una tercera

posibilidad, que consistía en aportar préstamos adicionales, equivalentes al 95% de su exposición, a lo largo de tres años.<sup>17</sup>

En la primera opción, la deuda fue intercambiada por bonos con maduración de 30 años, respaldados con bonos cupón-cero del Tesoro de Estados Unidos como garantía del principal y de seis meses de intereses. El financiamiento de la operación fue provisto por el Banco Mundial (2 000 millones de dólares), el Fondo Monetario Internacional (1 300 millones), el EXIM Bank de Japón (1 400 millones), un crédito puente de los bancos (1 100 millones) y 1 400 millones de dólares de reservas mexicanas.

Las opciones preferidas por los bancos fueron las que implicaban reducción de deuda. En efecto, el 41% eligió la primera, el 47% la segunda y sólo el 12% la tercera (ponderando por el valor de la deuda de cada banco).

La repatriación de capitales y la caída en las tasas de interés que ocurrieron posteriormente, sugiere que el acuerdo logró un cambio de expectativas notable. Esta conjetura es confirmada de manera más rigurosa por Claessens, Oks y van Wijnbergen (1993), quienes encuentran que la causa del éxito no reside tanto en la reducción de los flujos que se tenían que pagar, pues ésta fue de 4 000 millones de dólares anuales, menos de 2% del PIB, sino en eliminar la incertidumbre sobre la posibilidad de cumplir con los pagos de los préstamos. Según ellos, esta incertidumbre se traducía en inseguridad sobre el tipo de cambio y, por consiguiente, en tasas de interés internas muy elevadas, hasta de 50% en términos reales antes del acuerdo.

Los autores proporcionan sustento econométrico a un modelo construido con este espíritu. Utilizan como una medida de la incertidumbre la varianza de la transferencia programada a los acreedores externos. La incertidumbre así medida, fue disminuida a la mitad por el acuerdo de reducción de deuda de 1989. Las regresiones muestran que esta variable, la incertidumbre, es el factor más importante al explicar la caída en las tasas de interés, la repatriación de capitales y el aumento en la inversión, en el periodo 1989-1991.

<sup>17</sup> Esta opción se dejó abierta para evitar la oposición de quienes aún se mostraban reticentes a la reducción de deuda. En este grupo había miembros de la Reserva Federal (Cline, 1995).



#### 4.6. *La crisis de deuda de 1994-1995*

A pesar del éxito del acuerdo de 1989 y de la evolución favorable de la economía en los años posteriores, en diciembre de 1994 y enero de 1995 se vivió una crisis más de deuda. En estos meses el gobierno mexicano fue incapaz de refinanciar su deuda de corto plazo, fundamentalmente los llamados Tesobonos (indizados en dólares). Esto desató un pánico financiero que culminó en un paquete de ayuda de 52 000 millones de dólares por parte del gobierno de Estados Unidos y el FMI. La economía mexicana fue sometida a severas condiciones de austeridad y el PIB registró una caída de 7.1% en 1995.

Las causas de esta crisis involucran muchos aspectos que aquí no abordamos. Nos limitamos a analizar el papel de la deuda pública. Un primer punto a notar es que con la introducción de reformas que permitían, entre otras cosas, que los extranjeros compraran deuda pública emitida en México, se obscureció el concepto de deuda pública externa. El resultado es que se puede abrir una gran brecha, como de hecho ocurrió, entre la deuda que el gobierno tiene con extranjeros y la que emite en el extranjero. Las estadísticas oficiales se decantan por definir deuda pública externa de esta última forma.

Consideremos la deuda pública total. A diferencia de crisis de deuda anteriores, en esta ocasión ni su nivel ni su tasa de crecimiento parecen ser responsables del problema. En efecto, el cociente de deuda pública a PIB mostraba una tendencia decreciente, y era pequeño en relación al pasado reciente y en términos internacionales.

Asimismo, antes de diciembre de 1994 existía preocupación sobre la sustentabilidad del régimen cambiario,<sup>18</sup> pero en enero la devaluación del peso había eliminado cualquier duda sobre su posible sobrevaluación y, pese a ello, ocurrió la crisis.

El aspecto crítico es que el gobierno se encontraba en una situación muy vulnerable porque las decisiones de los meses anteriores lo habían llevado a la iliquidez. Había substituido deuda pública de corto plazo denominada en pesos, Cetes, por otra también de corto plazo, indizada en dólares, Tesobonos. Asimismo, las reservas habían disminuido drás-

<sup>18</sup> Un artículo representativo de esta preocupación es el de Dornbusch y Werner (1994).

ticamente desde su máximo histórico de marzo de 1994. A partir de septiembre de 1994 los tesobonos superaban a las reservas. Más aún, como señalan Cole y Kehoe (1996), las reservas que había después de la devaluación del 22 de diciembre (5 881 millones de dólares) eran superadas ampliamente por los vencimientos de tesobonos en el primer trimestre de 1995 (9 874 millones de dólares).

Si por cualquier circunstancia, los inversionistas conjeturaran que el gobierno no cumpliría con sus obligaciones financieras, y actuaran conforme a esa creencia, sus acciones validarían sus expectativas. En caso de que no le prestaran, no podría pagar. Si se temiera que el gobierno no fuera a pagar, no le prestarían y, efectivamente, no podría pagar.

La crisis de 1994-1995 nos indica que no sólo el tamaño de la deuda es importante. También lo es su estructura de vencimientos. En particular, una misma magnitud de deuda puede implicar distintos grados de vulnerabilidad, dependiendo de su estructura de vencimientos. Como casos extremos, si cada día vence toda la deuda y se refinancia con deuda que vence al día siguiente, el país será muy vulnerable. Cualquier variación de expectativas se validará de inmediato. En cambio, si se alarga la maduración de la deuda y se distribuye uniformemente a lo largo de varios años, el temor de que el gobierno no pague no será validado.

Aun si no le prestaran al gobierno en un periodo concreto, éste podría hacer un sacrificio en sus finanzas y enfrentar exitosamente el vencimiento en ese periodo concreto, evitando los costos del incumplimiento. Este hecho —que aunque no logre refinanciar su deuda, el gobierno seguirá pagando— es conocido por los inversionistas. A su vez, esto hace que los inversionistas sí estén dispuestos a financiar al gobierno, de manera que el temor se disipa y nunca suspenden los préstamos. No hay posibilidad de que una deuda de dimensiones moderadas y con vencimientos distribuidos uniformemente a lo largo de varios años, desemboque en una crisis.

En diciembre de 1994, aunque la deuda pública era baja, se tenía una deuda “doméstica” con una maduración promedio muy corta, de 200 días. Cole y Kehoe (1996) sugieren que, si la madurez media hubiera sido aproximadamente del doble, la crisis no hubiera ocurrido.

## 5. Conclusiones y recomendaciones

La deuda pública externa es un instrumento útil para aumentar el bienestar de la población. Pero también es muy peligroso. Esto es así, en parte, porque los mercados internacionales de capital han mostrado un comportamiento cíclico que ha arrastrado a los países en desarrollo, en particular a América Latina, a reproducir tales ciclos.

En el uso de la deuda externa y, más generalmente, en la aceptación de recursos financieros del exterior, debe contemplarse la posibilidad de reversiones de flujos por causas imprevisibles e incontrolables por los gobiernos receptores de recursos.

La experiencia mexicana de las últimas décadas, muestra periodos de crecimiento con estabilidad en los que se ha recurrido poco al endeudamiento externo y periodos de endeudamiento vertiginoso que preceden a las crisis. En México, con frecuencia la deuda no ha estado asociada a incrementos de la tasa de crecimiento y patrones de consumo más estables, sino justamente a lo contrario, lo cual es un indicio claro de que su contratación ha respondido a motivos distintos de aquellos que justifican su existencia.

Es importante resaltar la existencia de periodos breves en los que la deuda ha crecido muy rápidamente. Con el beneficio de la retrospectiva, podemos decir que estos crecimientos acelerados en el endeudamiento no han estado fundamentados en las razones que hacen de la deuda un instrumento que incrementa el bienestar de la población. Más bien, en gran medida, han servido para posponer cambios de rumbo en la política económica. Más generalmente, la experiencia mexicana se caracteriza por utilizar variables financieras para postergar cambios que a la postre se muestran inevitables.

Una señal que antecede a las crisis de deuda es una modificación drástica de los pasivos gubernamentales que pone al gobierno en una situación crítica en muy poco tiempo.

Un primer factor a vigilar es, sin duda, el volumen de la deuda en términos absolutos y relativos, según los distintos indicadores de endeudamiento publicados, por ejemplo, por el Banco Mundial. Existen abundantes razones y experiencias pasadas que justifican que la vigilancia se centre más en evitar el endeudamiento excesivo, que en desaprovechar endeudamiento útil. La vigilancia debe seguir con gran celeridad el curso de los acontecimientos, porque la experiencia mexicana es que se

puede incurrir en grandes sobreendeudamientos en periodos espectacularmente breves.

Así, deben existir mecanismos que aseguren una transmisión rápida y oportuna de toda la información relevante a los órganos de vigilancia.

No sólo el volumen de deuda es importante. La experiencia histórica también nos muestra que el riesgo financiero está asociado a la estructura de los pasivos gubernamentales. En particular, la existencia de cantidades considerables de deuda a corto plazo y la concentración de amortizaciones en periodos breves, colocan al gobierno y a la economía en una situación muy vulnerable.

En general, debe vigilarse qué tan sensible es el esquema de financiamiento a los cambios en el entorno internacional, como son las variaciones en las tasas de interés y en los flujos de recursos privados. La deuda pública debería ser capaz de estabilizar el patrón de consumo de la población, no ser una de las principales fuentes de inestabilidad.

### Bibliografía

- Aspe, P. (1993). *El camino mexicano de la transformación económica*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Avramovicz, D. (1964). *Economic Growth and External Debt*, John Hopkins Press, Baltimore.
- Bazdresch, C. y S. Levy (1992). "Populismo y política económica en México, 1970-1982", en R. Dornbusch y S. Edwards (comps), *La macroeconomía del populismo en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Burguet, R. y J. Fernández Ruíz. "Growth through taxes or borrowing?", *European Journal of Political Economy* (en prensa).
- Cardoso, E. y R. Dornbusch (1989). "Brazilian Debt Crises. Past and Present", en B. Eichengreen y P. Lindert (comps.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, The MIT Press, Cambridge.
- Claessens, Stijn, Daniel Oks, y Sweder van Wijnbergen (1993). *Interest Rates, Growth, and External Debt: The Macroeconomic Impact of Mexico's Brady Deal*, Washington, World Bank, World Bank Policy Research Working Papers 1147.
- Cline, W. (1995). *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington.
- Cole, H. y T. Kehoe (1996). "A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis", *Journal of International Economics*, núm. 41.
- Díaz Alejandro, C. (1984). "Latin-American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington.

- Dornbusch, R. y A. Werner (1994). "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington.
- Eichengreen, B. (1989). "The U.S. Capital Market and Foreign Lending, 1920-1955", en J. Sachs (comp.), *Developing Country Debt and Economic Performance*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Gollás, M. (1994). *México: una economía sin inflación, sin igualdad y sin crecimiento*, CEE, El Colegio de México (DT XI-94), México.
- Gurría, A., (1988). "Debt Restructuring: Mexico as a Case Study", en S. Griffith Jones, *Managing World Debt*, St. Martin Press, Londres.
- Jorgensen, E. y J. Sachs (1989). "Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interwar Period", en B. Eichengreen y P. Lindert, *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, The MIT Press, Cambridge.
- Lustig, Nora (1994). *México, hacia la reconstrucción de una economía*, El Colegio de México/FCE, México.
- Marichal, Carlos (1988). *Historia de la deuda externa de América Latina*, Alianza Editorial, Madrid.
- Sachs, J. (1984). "Comments on Diaz-Alejandro", *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington.
- , A. Tornell y A. Velasco (1996). "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?", *Economic Policy*.

