

LAS CRISIS DE DEUDAS SOBERANAS EN MEXICO Y EL PAPEL DE LOS ESTADOS UNIDOS, 1945-1995. ¿CUAL ERA EL PRESTAMISTA INTERNACIONAL DE ULTIMA INSTANCIA?

Carlos Marichal (El Colegio de México)

Recibido: 19 de junio de 2012
Aceptado: 2 de noviembre de 2012

Resumen

El rescate mexicano de 1982/83 constituyó un primer y azaroso capítulo en la historia de las finanzas globales contemporáneas que ha estado marcada por numerosas crisis financieras sucesivas hasta nuestros días. Después de ofrecer una síntesis muy breve de la evolución de la deuda externa mexicana en la posguerra, en este ensayo exploramos la importancia creciente del gobierno de los Estados Unidos en las negociaciones y resolución de las crisis de deudas soberanas mexicanas de los años 80 y 90, porque su experiencia estableció el modelo que sirvió casi como prototipo para las demás renegociaciones de las deudas externas de las demás naciones latinoamericanas en esos años. Se analiza a la luz del debate sobre el concepto de "prestamista internacional de última instancia" en el caso de las crisis de deudas soberanas.

Palabras claves: deuda externa, soberanía, crisis financiera, negociaciones financieras, moratorias.

*Sovereign debt crises in Mexico and the role of the United States, 1945-1995: who was the international lender of last resort?,
by Carlos Marichal*

Abstract

The Mexican debt rescue of 1982/83 constituted the first chapter of a series of contemporary global financial crises, which have multiplied over the last decades. After offering a brief summary of Mexican debt history in the postwar era down to the 1970s, this essay explores the increasingly important role of the United States government in the negotiations and resolutions of the Mexican sovereign debt crises in the 1980s and 1990s. This experience was also key in the resolution of many of the other Latin American debt crises and renegotiations during the period and can be explored in the light of the debate on the concept of "international lender of last resort" for sovereign debtors.

Key words: external debt, sovereignty, financial crisis, financial negotiations, defaults.

Claves JEL: F34

1.- Introducción

En América Latina es frecuente considerar que la era moderna de la globalización financiera arrancó a consecuencia del gran auge en los préstamos externos contratados en la década de los 70, seguido por la explosión de las crisis de endeudamiento a partir de 1982. La debacle de las deudas soberanas latinoamericanas en los años ochenta dio pie a un extenso período de negociaciones entre políticos, tecnócratas y banqueros internacionales durante un largo período que luego sería bautizado como “la década perdida”. Pero las crisis financieras en América Latina no sólo socavaron a la mayoría de los Estados del subcontinente sino que además implicaron serias amenazas para un puñado de bancos muy poderosos de los Estados Unidos, Inglaterra y Francia, que habían expandido sus operaciones internacionales y retenían en sus portafolios grandes cantidades de deudas latinoamericanas. Desde el otoño de 1982, dicha situación obligó a la formulación de planes de rescate que en un principio se dirigieron a apuntalar a los países deudores, pero que también y quizá más fundamentalmente tenían como objetivo respaldar a los bancos tenedores de importantes cantidades de bonos de deuda soberana en riesgo.

Los rescates fueron improvisados con rapidez pero resultaron más complejos de lo que se había pensado inicialmente ya que involucraron una multitud de instancias por el lado de los acreedores. En el caso de la crisis mexicana que estalló en agosto de 1982, por ejemplo, se conjuntaron el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Tesoro del gobierno de los Estados Unidos, con apoyos del Banco Mundial y el Banco Internacional de Pagos en un período corto para asegurar fondos al gobierno mexicano con los cuales cubrir el servicio de su deuda externa. A los pocos meses —y de forma complementaria— se organizaron enormes sindicatos de bancos privados acreedores que negociaron con las entidades deudoras mexicanas para cubrir los intereses de los préstamos privados pendientes de pago, partiendo de un esquema de capitalización de los intereses y un aumento adicional de las deudas. El mismo modelo de rescate fue luego aplicado con algunas variantes en la mayoría de los países latinoamericanos que sufrieron problemas con sus deudas durante la década de los ochenta.

Se ha argumentado que la larga crisis de las deudas soberanas latinoamericanas se cerró con la introducción del llamado *Plan Brady* desde 1988 en México y luego en otros países de la región. Lo cierto es que, si bien México experimentó una recuperación financiera importante a principios de los años de 1990, también sufrió una nueva crisis profunda a partir de diciembre de 1994, que fue seguida por un nuevo rescate, en el cual también tuvo una importancia clave el gobierno de los Estados Unidos, el cual movilizó fondos propios y una alianza internacional de bancos multilaterales para evitar la suspensión de pagos por parte del gobierno mexicano. En este sentido, el estudio de los rescates de la deuda soberana mexicana en los años 80 y 90 pueden resultar iluminadores para entender la creciente complejidad de las negociaciones financieras internacionales y la estrecha relación entre política y finanzas.

Consideramos que estos capítulos de la historia financiera internacional constituyen un tema de interés en la actualidad por varias razones pero especialmente porque apuntan a la necesidad de explorar más a fondo el concepto de “prestamista *internacional* de última instancia”, problema que ha cobrado fuerza desde octubre de 2008 hasta la fecha a raíz de los esfuerzos por conte-

ner el colapso financiero internacional experimentado en los últimos años. De hecho, la experiencia de los rescates latinoamericanos de los años de 1980 se convirtió en un antecedente histórico importante para el Tesoro de los Estados Unidos, la Reserva Federal y también para el FMI en el manejo de crisis internacionales, especialmente aquellas vinculadas a deudas soberanas. Los riesgos de suspensión de pagos de deudas soberanas se vinculan no solamente con la posible bancarrota del gobierno deudor, sino más directamente con la posibilidad de que los bancos e inversores acreedores sufran enormes pérdidas y afecten a los mercados financieros internacionales. Para aminorar y/o evitar las posibles quiebras de bancos acreedores, sin embargo, no se trata simplemente de que intervenga un banco central (como único prestamista de última instancia) ya que suelen estar involucradas instituciones de numerosos países. La experiencia en las renegociaciones de las deudas latinoamericanas puede describirse como un proceso de “*learning by doing*”, que permitió acumular una considerable experiencia en la organización de esquemas de acción en cooperación financiera internacional. La importancia del tema ha sido resaltada recientemente en trabajos influyentes de Barry Eichengreen al analizar la historia de la cooperación financiera en distintos escenarios de crisis a lo largo de los últimos decenios y hasta el presente.¹ De todas maneras, es claro que los principales beneficiarios de las negociaciones y rescates internacionales fueron los bancos privados internacionales mientras que los contribuyentes de los países latinoamericanos tuvieron que pagar los costes más importantes. De allí que nuestro repaso de la historia de las deudas externas de México entre 1945 y 1995 sugiere la importancia de analizar la tensión permanente entre soberanía nacional y hegemonía financiera internacional en el análisis de las crisis de deudas públicas externas, en perspectiva histórica.

2.- Deuda externa: los análisis que enlazan economía y ciencia política

Tradicionalmente, muchos economistas han orientado sus estudios sobre la deuda soberana a la revisión de las tendencias financieras o la construcción de modelos analíticos con algún tipo de potencial predictivo. No obstante, en tanto el endeudamiento público constituye un instrumento clave de las estrategias globales de crecimiento de los países latinoamericanos, el análisis político resulta igualmente esencial para evaluar las opciones financieras — pasadas, presentes y futuras— de las que disponen los gobiernos que se endeudan. Dado que la mayor parte de las deudas externas latinoamericanas han sido contratadas por los propios Estados latinoamericanos, se trata de deudas eminentemente políticas, con un fuerte componente fiscal, habiéndose comprometido las finanzas públicas para su pago. Pero paradójicamente, las deudas externas soberanas no son sólo deudas nacionales, ya que cuando se contratan en la forma de bonos externos, pagaderos en moneda extranjera, negociados por bancos extranjeros y comprados y vendidos por inversionistas extranjeros, este proceso convierte los títulos de deuda en un tipo de instrumento financiero (comercializable) sujeto a las prácticas y las regulaciones financieras internacionales. Sin embargo, ello también implica que cuando las renegociaciones de los bonos externos latinoamericanos se llevan a cabo, los gobiernos de los países de los grupos de inversores más importantes, en particular el de

¹ Eichengreen (2011), p. 26, señala: “The manner in which the Mexican crisis was handled is instructive, it provided the model for other crisis interventions subsequently”.

los Estados Unidos, suelen ejercer una marcada influencia sobre dichas negociaciones.

Otro tipo de deuda externa que tiene algunas especificidades diferentes es la de los préstamos proporcionados directamente por organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial o el Banco Interamericano de Desarrollo. Si bien se puede considerar que dichos instrumentos constituyen préstamos públicos internacionales, la cuestión de la soberanía se torna, de nueva cuenta, en un aspecto fundamental. A pesar de que los organismos multilaterales son propiedad de diversos Estados, en la práctica, algunos gobiernos con mayor poder de voto e injerencia —y en particular, los Estados Unidos— tienen una influencia desproporcionada sobre dichos organismos. Por lo tanto, sus estrategias financieras no están diseñadas de forma independiente de los intereses del gobierno de los Estados Unidos, sino que son minuciosamente supervisadas por Washington.

Las políticas de la deuda externa, por consiguiente, tienen un importante componente político y no puede limitarse su análisis exclusivamente al ámbito económico. En el presente trabajo se pretende analizar el papel cada vez más preponderante del gobierno de los Estados Unidos en las estrategias de deuda en América Latina, particularmente en el último cuarto de siglo, mirando a la región en su conjunto, pero prestando una atención especial al caso de México. En este sentido, el objetivo del presente trabajo consiste en contribuir al estudio de lo que Louis Pauly denomina “las bases políticas reales de los mercados de capital, en la actualidad, característica prominente de la economía internacional”². Es más, puede señalarse que en el caso de los estudios sobre las deudas externas de América Latina, existe una larga tradición de estudio en este sentido, y pueden citarse trabajos ya clásicos, como los de investigadores como Cheryl Payer, que fue pionera de esa literatura³. Más recientemente, autores críticos de izquierda, como Oscar Ugarteche y Eric Toussaint, han publicado importantes contribuciones que también enfatizan la complejidad de la relación entre deudas soberanas y geopolítica⁴. Pero el espectro de estudios es más amplio. Por ejemplo, debe tenerse en cuenta que existe un campo de investigaciones importante dedicado al análisis de las negociaciones de las deudas en función de teorías de juegos, como lo ilustran los sofisticados estudios de Vinod Aggarwal⁵. Otra importante vertiente de estudio es aquella que analiza la relación entre políticas de desarrollo y políticas financieras y monetarias de los países endeudados, como puede observarse en los estudios colectivos impulsados por Kahler, Stallings, Griffith Jones y muchos otros investigadores⁶. Por último, debe tenerse presente la literatura que han elaborado los abogados especialistas en los problemas jurídicos en las negociaciones de deuda externa, un terreno también fundamental de análisis de la temática bajo consideración⁷.

En síntesis, se parte de la postura de que, pese a que muchos de los estudios sobre la deuda externa latinoamericana prestan mayor atención a los

² Pauly (1997), p. 8. El autor también hace referencia a la literatura sobre la política y las finanzas internacionales, de gran utilidad para el tema que nos ocupa.

³ Payer (1973).

⁴ Toussaint (1998) y Ugarteche (1996) y (2004).

⁵ Aggarwal (1995).

⁶ Kahler (1998), Stallings (1995) y Griffith Jones (1988).

⁷ Un ejemplo, especialmente relevante para el presente ensayo, es Munk (2010); para estudios más tradicionales, ver Shipani (1993) y (1998).

aspectos económicos del fenómeno y a la evolución de los mercados financieros y las expectativas de los banqueros e inversionistas, también es indispensable un enfoque complementario, orientado hacia los estudios políticos y jurídicos del endeudamiento, para contar con una visión más integral del fenómeno. Para ello, sin embargo, es conveniente situar y entender los procesos de endeudamiento en función de su propia historia, ya que la mirada temporal facilita una comprensión de cambios y de continuidades. Esta mirada histórica de larga duración es precisamente la que intentamos presentar en este ensayo.

El presente escrito dirige su atención a este último problema y, más concretamente, en torno al papel de los Estados Unidos en las sucesivas negociaciones y resoluciones de la deuda externa mexicana desde 1945 hasta 1995. Brevemente se comparan la reestructuración de la deuda que tuvo lugar al finalizar la Segunda Guerra Mundial, las renegociaciones de la deuda de los años 80, la naturaleza del Plan Brady de 1988, ensayado por primera vez en México (antes que en los demás países latinoamericanos), y el rescate financiero internacional provocado por la crisis financiera mexicana en 1994/1995.

3.- El papel de los Estados hegemónicos en las finanzas internacionales: perspectivas históricas

De acuerdo con numerosos libros de texto que se refieren a la historia financiera, los gobiernos de las naciones más poderosas por lo general no intervinieron en los mercados financieros internacionales en el siglo XIX o principios del XX. No obstante, gran parte de esta literatura presupone que una de las principales potencias, Gran Bretaña, dominó en finanzas y política hasta 1914 y que su hegemonía contribuyó a la vigencia del patrón oro como eje de la arquitectura financiera internacional de la época. Sin duda, la Primera Guerra Mundial marcó el descalabro del sistema del patrón oro, pero en los años de 1920 se realizaron denodados esfuerzos por retornar a este régimen monetario internacional, pero ahora bajo una especie de hegemonía bicéfala, compartida entre Gran Bretaña y los Estados Unidos hasta el estallido de la Gran Depresión.

Después de la Segunda Guerra Mundial, se instrumentó una nueva arquitectura financiera internacional, con la intención de conciliar los intereses económicos de diversas naciones, en especial aquellas del Atlántico norte. Se propuso una mayor supervisión financiera a escala global y para ello se establecieron algunos lineamientos importantes a partir de la famosa reunión de Bretton Woods (1944) y la creación del FMI, un organismo multilateral aún bastante débil. Sin embargo, es manifiesto que en el mundo de la posguerra, el papel de los Estados Unidos fue claramente hegemónico en el ámbito financiero y monetario, hecho que se reflejaba en el papel clave del dólar como moneda de reserva internacional. En cuanto a las transacciones financieras internacionales, el poder del gobierno de Estados Unidos fue fundamental, por ejemplo, en el financiamiento de una estructura militar y naval a gran escala en el mundo, la transferencia de un volumen enorme, y sostenido, de fondos hacia sus múltiples bases en Europa occidental, Japón, Corea, Filipinas, así como diversos puntos en el Caribe, durante décadas. Complementariamente, la hegemonía benefactora de los Estados Unidos se expresó a través del Plan Marshall, que implicó la transferencia de unos 12.000 millones de dólares a Europa a partir de 1947 para la reconstrucción económica de los países devasta-

dos por la guerra. Cabe señalar que los préstamos otorgados por organismos financieros multilaterales, como el Banco Mundial, se realizaron en dólares, aunque en el caso del FMI comenzaron a emplearse, con cierta frecuencia, instrumentos monetarios más flexibles, basados en los Derechos Especiales de Giro (DEG, *Special Drawing Rights*), en diversas transacciones, especialmente desde fines de los años de 1960.

Pero la historia de la reconstrucción financiera de la posguerra no se limitó a las relaciones entre los Estados Unidos y Europa o Japón, sino que se expresó también a partir de un interesante pero bastante olvidado capítulo de la historia financiera, que fue la renegociación de las deudas externas de América Latina a fines de la Segunda Guerra Mundial. Estas tuvieron lugar en la década de los 40 y revelan los antecedentes históricos de la naturaleza política de la restructuración de dichas deudas externas en la región. La mayor parte de los gobiernos latinoamericanos habían suspendido pagos sobre sus deudas externas entre los años 1931-1933 como resultado de la Gran Depresión. Una amplia gama de rondas de renegociación tuvieron lugar durante la década de los años 1930, pero en general no llevaron a una reanudación del servicio de la deuda. Como resultado, las moratorias sobre las deudas externas en América Latina por lo general continuaron hasta el final de la Segunda Guerra Mundial. En aquel momento, las autoridades de Washington resolvieron adoptar un papel más activo en las negociaciones entre los Estados deudores de América Latina y los acreedores privados, tanto inversores y bancos europeos como norteamericanos. Dadas las circunstancias críticas en la primera etapa de la posguerra, los inversores europeos no tuvieron más opción que aceptar el papel protagónico del gobierno de los Estados Unidos en la renegociación sucesiva de las deudas latinoamericanas, entre fines de la Segunda Guerra Mundial y 1950.

Las primeras negociaciones importantes de deuda externa en mora se realizaron con México durante los años 1942-1946. Los banqueros y los acreedores privados se vieron obligados en este momento a aceptar el consejo del gobierno de Estados Unidos, el cual condicionó las renegociaciones de la deuda y exigió tomar en cuenta otros importantes acuerdos firmados entre ambos países como resultado de la Segunda Guerra Mundial. Al finalizar el conflicto, el gobierno de los Estados Unidos prácticamente obligó a los acreedores a aceptar un gran descuento en sus bonos mexicanos, de modo que la deuda externa pública de México se redujo en un 80% de su valor nominal en 1946. Ello estuvo estrechamente relacionado no sólo con el hecho de que Washington deseaba agradecer a las autoridades mexicanas sus múltiples colaboraciones logísticas en la época de la guerra, sino por el hecho de que deseaba que retornasen a México cerca de dos millones de trabajadores de ese país que habían realizado durante el conflicto bélico labores agrícolas y fabriles que anteriormente cumplían los soldados del ejército norteamericano. A su regreso a los Estados Unidos, era necesario que los soldados recuperasen sus empleos y que los jornaleros mexicanos regresaran a su tierra. La condonación de gran parte de la deuda externa mexicana era, por consiguiente, un *quid pro quo*, pero bajo un esquema claro de hegemonía del país más fuerte.

Algo similar ocurrió con las negociaciones de la deuda con Brasil en 1945, que permitieron una reducción del 50% sobre el valor de sus obligaciones externas, y, en 1948, con Chile, también con una reducción parcial de la deuda externa y las obligaciones correspondientes, aunque las razones por es-

tos descuentos eran distintas de la experiencia mexicana⁸. El caso de Argentina fue muy diferente, dado que se encontraba en desacuerdo con el gobierno de los Estados Unidos. Juan Domingo Perón contaba con enormes reservas en efectivo, las cuales se habían acumulado en el Banco de Inglaterra durante la guerra, en contrapartida de las exportaciones argentinas. En 1947, Perón nacionalizó los ferrocarriles y las compañías telefónicas, de propiedad extranjera, y pagó toda la deuda en oro, al 100% de su valor nominal. Este fue un gran golpe populista, mas una victoria pírrica, ya que acabó con buena parte de las reservas argentinas, las cuales le habían convertido, hasta aquel entonces, en el gobierno más rico de América Latina.

Después de dichas negociaciones, al finalizar la Segunda Guerra Mundial, y durante casi dos décadas, América Latina recibió escasa financiación extranjera, salvo los préstamos del *Ex-Im Bank* de los Estados Unidos, que fueron importantes para la provisión de equipo pesado y maquinaria para un número importante de empresas industriales, de transporte y comunicaciones, en un buen número de países de la región. A partir de 1955, a su vez, el FMI comenzó a ofrecer préstamos puente (relativamente pequeños) a diferentes gobiernos de América Latina, cuando enfrentaban problemas de balanza de pagos. Luego, desde principios de 1960, el Banco Mundial y el recientemente establecido Banco Interamericano de Desarrollo (1959) comenzaron a otorgar préstamos para desarrollo económico. En cambio, fueron relativamente escasos los préstamos de bancos internacionales privados (excepto aquellos otorgados por bancos comerciales de Estados Unidos a empresas en México, en el decenio de los 60)⁹. Igualmente, hubo escasa emisión de bonos gubernamentales de América Latina en los mercados de capitales en el extranjero, hasta finales de esa década.

Esta situación cambió en los años de 1970, a medida que cobraba fuerza un nuevo auge de préstamos externos que ha sido atribuido a varias causas, entre las que destaca el reciclaje de petrodólares. Se argumenta que los banqueros internacionales buscaban nuevos mercados de inversión, a consecuencia de la caída en la demanda internacional de crédito causada por la recesión económica europea, y en menor medida en los Estados Unidos, y que encontraron un terreno fértil para colocar créditos en Latinoamérica.

4.- El auge en los préstamos a América Latina de los años 70: finanzas y política

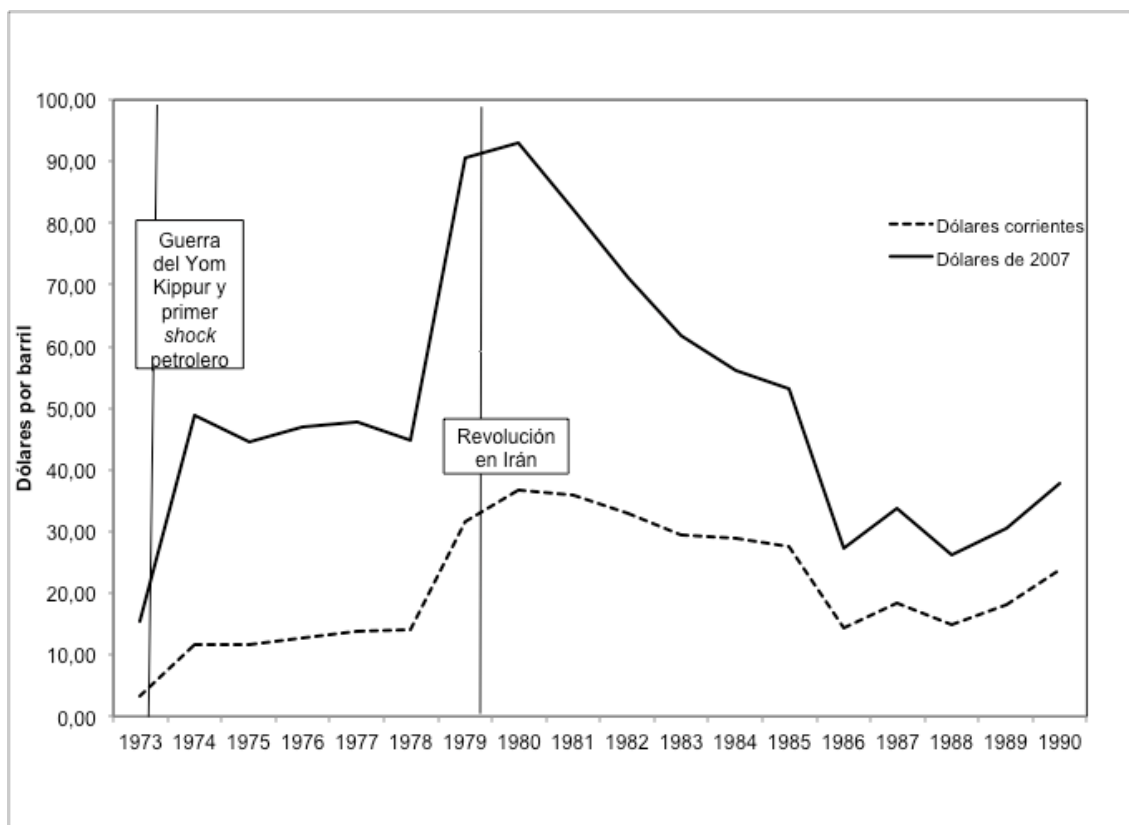
Ninguna otra región del mundo absorbió deudas tan cuantiosas como América Latina en los 70, un hecho que —insistimos— merece mayor reflexión y discusión comparativas. La característica más notable fue que casi todos los gobiernos y grandes empresas públicas de América Latina buscaron créditos internacionales con bajas tasas de interés para sostener sus planes de crecimiento. Robert Devlin, en particular, planteó una explicación del lado de la ofer-

⁸ Para un resumen de las negociaciones de la deuda de los países latinoamericanos en los años 1930 y 1940 véase Marichal (1989), capítulo 8.

⁹ Para mayor detalle sobre los préstamos bancarios comerciales de Estados Unidos a México en la década de los 60 consultar el importante estudio, pero escasamente citado, de Sánchez Aguilar (1973).

ta sobre el auge de préstamos, subrayando que las cantidades excesivas de petrodólares en bancos occidentales estimularon una competencia feroz por obtener clientes que tomaran créditos, especialmente desde mediados de la década de 1970. Ello estaba estrechamente relacionado con el aumento en los precios de petróleo que llenaron las arcas de los países exportadores del oro negro para luego ser reciclados por los bancos internacionales. En este proceso ejerció un papel fundamental el pico del precio de petróleo tras la guerra entre los países árabes e Israel en 1973, y luego en 1979, con la caída del régimen del Shah de Irán (véase Gráfico 1).

Gráfico 1.- Precio internacional del barril de petróleo crudo, 1873-1990
(en dólares corrientes y en dólares de 2007)



Fuente: BP Statistical Review of World Energy. Londres, British Petroleum, 2008.

En México, las razones de la creciente deuda externa estaban estrechamente vinculadas a las prioridades del partido político del Estado, el PRI (Partido Revolucionario Institucional), por reforzar sus estrategias populistas y garantizar a la inmensa burocracia del partido y a sus aliados su posición de monopolio político (ciertamente lejano a una democracia). Uno de los instrumentos clave fue la financiación de empresas estatales, las cuales proporcionaban puestos de trabajo y numerosísimos contratos a proveedores privados. Entre 1975 y 1981, dos empresas públicas monopólicas, Petróleos Mexicanos (PEMEX) y la Comisión Federal de Electricidad (CFE) tomaron el mayor número de préstamos. La deuda externa de PEMEX era de apenas 367 millones de dólares en 1970, pero para 1981 había superado los 11.000 millones, lo que representaba el 27% del total de la deuda pública mexicana a largo plazo. También fue una de las prioridades principales del gobierno de José López

Portillo (1976-1982) el promover la expansión eléctrica, que llevó a las obligaciones externas de la empresa pública de electricidad, la CFE, a aumentar su endeudamiento de 900 millones de dólares en 1970 a más de 8.200 millones de dólares a finales de 1981¹⁰. Por otra parte, debe tenerse en cuenta que el gobierno mexicano consideraba que no tendría dificultades en pagar las deudas por el aumento repentino de las exportaciones petroleras desde el descubrimiento del yacimiento gigante de Cantarel en el Golfo de México en 1977. Así las cosas, los totales de la deuda pública aumentaron de manera formidable, incluyendo las deudas del gobierno federal, empresas estatales y Banco de México, alcanzando un monto de deuda externa pública cercana a los 60.000 millones de dólares en 1982. (Ver **Apéndice** de la deuda externa mexicana al final del artículo).

Una de las facetas más singulares de los préstamos internacionales otorgados en los años de 1970-1982 constituyó el hecho de que fueron otorgados en su mayoría directamente por bancos privados internacionales que, además, guardaron buena parte de estos títulos en sus portafolios. Los bancos norteamericanos fueron inicialmente los más activos gestores de los préstamos para los países en desarrollo y, en particular, para sus empresas paraestatales, lo cual resulta algo paradójico, considerando que estaban impulsando una especie de “*state-led capitalism*”. Sin embargo, debe recordarse que en la mayoría de los casos se trataba de proporcionar apoyos financieros a los proyectos estatistas de dictaduras militares en Argentina, Brasil, Chile, Uruguay, Perú y muchos países pequeños de la región.

En el caso de varios de los principales bancos norteamericanos, los montos de préstamos acumulados en sus carteras hacia 1982 superaban el capital contable de dichos bancos, como fue el caso de *Citibank*, *Bank of America*, *Chase Manhattan Bank* y *Continental Illinois Bank*. Pero fueron acompañados por la banca europea y japonesa en estos negocios. Hacia 1982, de acuerdo con los detallados estudios de William Cline, los mayores bancos británicos tenían comprometidos en préstamos internacionales más de 45.000 millones de dólares de deudas externas en sus portafolios. Sus tenencias de deuda de Brasil alcanzaban al equivalente del 19% de su capital total, 22% en el caso de préstamos para México, 8%, respectivamente, en Venezuela y Corea del Sur, y casi 19% en préstamos para los gobiernos y empresas estatales de países de Europa del Este y de la Unión Soviética¹¹. Por su parte, los bancos franceses adquirieron cerca de 30.000 millones de dólares en bonos y papeles de Brasil, México, Venezuela, Egipto, Polonia y Corea del Sur, en ese orden de importancia¹². Otros bancos que entraron en el escenario del crédito internacional fueron los bancos japoneses que iniciaron sus incursiones internacionales con participación en préstamos a Corea del Sur, Filipinas, Indonesia y Taiwán, pero también se convirtieron en fuertes participantes en la colocación de bonos para gobiernos latinoamericanos, en particular para Brasil, México y Perú. De hecho, fue frecuente que la colocación de gran parte de los mayores empréstitos latinoamericanos de fines del decenio de 1970 se realizara con base a grandes “sindicatos de bancos”, que incluían decenas de bancos de los Estados Unidos, Gran Bretaña, Francia, Japón e, inclusive, algunas instituciones financieras árabes.

¹⁰ Para detalles, ver Marichal (2011), pp. 254-255.

¹¹ Cline (1995), Tabla 2.12, pp.78-79.

¹² *Ibidem*, pp. 80-83.

Lo más llamativo es que los bancos globales retuviesen tanta deuda de países en desarrollo en sus propias carteras, lo cual sugería que tenían confianza de que proporcionaban buenas y seguras ganancias. En este sentido, estas firmas financieras —aproximadamente un total de 500 bancos de los Estados Unidos, Europa occidental y Japón en el caso de los préstamos mexicano— fueron algunos de los primeros agentes de una temprana pero algo peculiar fase de globalización financiera. Pero desde 1979, los banqueros acortaron drásticamente los llamados períodos de gracia de los empréstitos, lo que puso una especial presión sobre el mayor deudor, México. El presidente del poderoso banco *First Boston Corporation*, Pedro Pablo Kuczynski, explicó la multiplicación de los préstamos a corto plazo:

“Tanto los prestamistas como los prestatarios estaban tratando de ganar tiempo con la esperanza de que los tipos de interés bajaran y que revivieran las ganancias por exportaciones, como consecuencia de la muy anunciada y nunca materializada recuperación del ciclo económico en Estados Unidos y Europa occidental. Desgraciadamente, los acreedores no midieron las consecuencias de lo que cada cual por su parte estaba haciendo...”¹³.

Paradójicamente, al tiempo que aumentaban los riesgos, las reservas de los bancos centrales de los distintos países latinoamericanos disminuyeron, especialmente en el caso de México, donde la fuga de capitales se acentuó de manera especialmente veloz entre 1979 y 1981. Esta incapacidad de mantener reservas altas era un juego suicida, pues hacia 1982 el Banco de México sólo contaba con unos 300 millones de dólares, monto que no permitiría sostener el servicio de la deuda pública, que ya rebasaba los 60.000 millones de dólares. Ello revelaba de manera fehaciente la incapacidad del FMI en supervisar e influir en las políticas monetarias y financieras de los países endeudados. Esto ha sido subrayado por el historiador oficial del FMI, James Boughton, con base en la revisión de los informes oficiales y los archivos de esta agencia multilateral¹⁴.

El comité ejecutivo del FMI se reunió a principios de 1979 para anunciar que la situación de las finanzas mexicanas era inmejorable, siendo felicitado por el gerente del FMI y avalado por el director ejecutivo alerno de México, Ariel Buira, quien predijo un crecimiento sostenido debido a los altos ingresos petroleros y, por lo tanto, auguró la estabilidad en la balanza de pagos. Tal era la euforia por las altas cantidades de préstamos obtenidos, que el FMI no volvió a reunirse para revisar el caso mexicano hasta 27 meses más tarde, en 1982. Este lapso fue demasiado largo, pues ya era demasiado tarde para evitar el colapso mexicano: el FMI no había cumplido su mandato como supervisor de los desequilibrios de las balanzas de pagos de los países miembros.

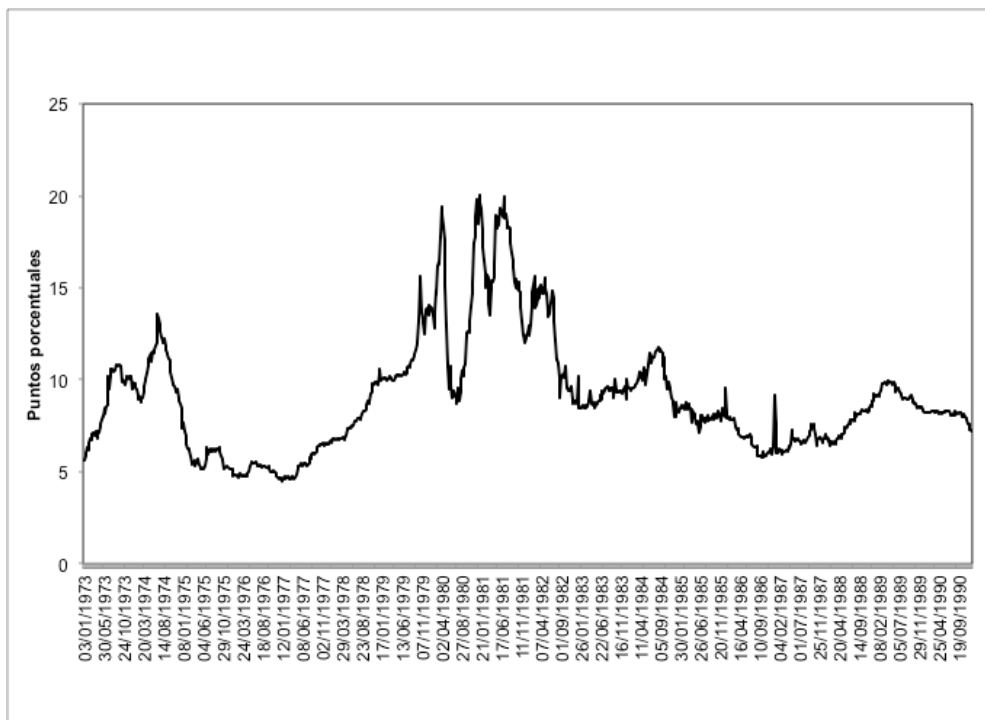
¹³ Sebastián (1988), p. 83.

¹⁴ Boughton (2001), p. 93 dice: “After an initial flourish in 1978–79, the frequency of consultations dropped sharply: in 1982, meetings were held with barely over half the Fund’s 146 member countries. Even more seriously, the backlogged cases included some countries where major debt-servicing difficulties were developing”

5.- Las crisis de los 80 y el creciente papel del gobierno de Estados Unidos en las negociaciones financieras

Las causas inmediatas de la crisis de las deudas externas latinoamericanas hoy son asaz bien conocidas pero en la época no fueron inmediatamente comprendidas. Numerosos estudios económicos apuntan al agotamiento del modelo de industrialización por sustitución de importaciones, caídas de productividad y pérdida de competitividad internacional de las economías de la región. Sin embargo, en la época se enfatizó inicialmente el excesivo déficit asumido por la mayoría de los gobiernos latinoamericanos. En todo caso, el verdadero detonador de las crisis fue el fuerte aumento de las tasas de interés en los Estados Unidos, que tuvo lugar desde fines de 1979 hasta mediados de 1982. Este incremento inesperado hizo disparar los pagos anuales del servicio de sus deudas que las naciones latinoamericanas se veían obligadas a efectuar. Este brusco cambio era resultado de la nueva política monetaria adoptada por el flamante jefe de la Reserva Federal, Paul Volcker, quien —desde el momento que asumió el cargo de gobernador del banco central de los Estados Unidos a fines de 1979— anunció que estaba empeñado en matar al dragón de la inflación. Volcker había resuelto que ya no eran sostenibles las tasas de inflación en los Estados Unidos, las cuales treparon hasta alcanzar a más del 10% anual en 1980, en parte, debido a la acumulación del déficit público y, en parte, al segundo “shock petrolero” de 1979, que tuvo lugar después del derrocamiento del Shah de Irán, tradicional aliado de los Estados Unidos¹⁵. El aumento súbito de las tasas de interés puede observarse en el Gráfico 2.

Gráfico 2.- Tasa de interés efectiva de los títulos de deuda federal de referencia de los Estados Unidos, 1973-1990 (puntos porcentuales)



Fuente: Federal Reserve Board, “Historical Data”, <http://www.federalreserve.gov>

¹⁵ De hecho, las tasas de inflación llegaron en los Estados Unidos a 13,5%, a principios de 1981, para caer luego a 3,3% en 1983.

El 6 de octubre de 1979, Volcker anunció un aumento de las tasas de descuento del banco central por un monto de 12%. A su vez, exigió a los bancos comerciales que aumentaran las provisiones de reservas sobre todos los préstamos domésticos que realizaban con fondos obtenidos del exterior. Los grandes bancos de Nueva York habían aumentado el volumen de crédito en la economía estadounidense por 200.000 millones de dólares en el año de 1979, en buena medida a partir de la acumulación de petrodólares depositados en sus sucursales en Londres. Por otra parte, Volcker ordenó que los bancos colocasen 8% del valor de estos préstamos en cuentas de la Reserva Federal, lo cual indujo una violenta restricción de la oferta crediticia. A su vez, mandó cartas a todos los bancos para reducir sus inversiones especulativas, en oro, en futuros de petróleo y otras operaciones de alto riesgo¹⁶.

Como resultado, se impuso una subida espectacular de las tasas de interés en los Estados Unidos, las que pronto alcanzarían a casi un 20% anual. Las consecuencias internacionales fueron inmediatas, ya que todos los países industriales se vieron obligados a aumentar el precio del dinero para impedir una súbita fuga de capitales hacia los Estados Unidos. Para los países en desarrollo altamente endeudados la situación era insostenible ya que la mayoría de sus deudas estaban emitidas a tasas de interés que se ajustaban a la tasa de referencia internacional Libor (*London Interbank Offered Rate*), que subió como la espuma a raíz de las alzas del coste del dinero en los Estados Unidos. En general, las tasas que se pagaban sobre las deudas externas habían promediado un 6% de intereses anuales sobre el valor nominal en los años setenta, pero subieron a cerca del 20% a principios de 1982, lo que hacía insostenible el mantener el servicio de la deuda, especialmente por la carencia de reservas en moneda fuerte de casi todos los bancos centrales de Latinoamérica.

El 13 de agosto de 1982, el gobierno mexicano anunció al Tesoro de los Estados Unidos que no podría continuar cumpliendo con el servicio de sus deudas externas. Como consecuencia, los principales actores que tenían que tomar acciones —los tecnócratas mexicanos, los banqueros internacionales y los funcionarios del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos— comenzaron a negociar un acuerdo sobre un paquete de rescate que eventualmente alcanzó la suma de 8.000 millones de dólares (aproximadamente la suma que México necesitaba para pagar su deuda en 1982 y principios de 1983): el FMI aportaría 4.500 millones de dólares de su opción de retiro extendido para ayudar a garantizar el pago del servicio de la deuda mexicana, el Banco de Pagos Internacionales (BPI) extendería 1.850 millones de dólares en créditos y el *Exchange Stabilization Fund* (Fondo de Estabilización del Tesoro) de los Estados Unidos proporcionaría 1.600 millones de dólares adicionales en fondos a corto plazo¹⁷.

De especial interés fue el papel del *Exchange Stabilization Fund* (ESF), un organismo que le permitía al secretario del Tesoro flexibilidad para participar directamente en rescates sin requerir la autorización del Congreso. Este organismo tenía sus orígenes en una ley aprobada en 1934 por el presidente Franklin Roosevelt, pero no se había utilizado en forma muy voluminosa hasta el rescate mexicano de 1982. Sin embargo, desde esa fecha y hasta fines del siglo XX, fue utilizado en numerosas ocasiones por el Tesoro de los Estados Unidos, cuando surgían problemas con el pago de deudas de países en desa-

¹⁶ Moffit (1984), pp. 174-175.

¹⁷ Gurría (1993) y SHCP (1988), apéndice final.

rollo. En octubre y noviembre de 1982, por ejemplo, se activó de nuevo para proporcionar al gobierno de Brasil la suma de 1.880 millones de dólares, con objeto de asegurar el servicio de sus deudas externas¹⁸.

En la primavera de 1983 se realizaron negociaciones para reestructurar la mayor parte de la deuda externa en manos de los bancos privados internacionales, abarcando un total de 500 bancos norteamericanos, británicos, franceses y japoneses. Los bancos privados se pusieron de acuerdo para proporcionar un adelanto de 7.000 millones de dólares en créditos a México, con el fin de consolidar los paquetes de rescate de agosto y noviembre y para garantizar los pagos de intereses por el resto de 1983¹⁹. En realidad, sin embargo, con esta medida los bancos simplemente se concedieron una serie de créditos a sí mismos para cubrir ese servicio; a su vez, dichos créditos se capitalizaron y se agregaron a la deuda externa mexicana ya vigente. En el caso de México, el principal promotor de la renegociación de la deuda fue Walter Rhodes, del *Citibank*, quien encabezó el Comité Directivo de Banqueros (*Bankers' Steering Committee*), que representaba al conjunto de los bancos internacionales que tenían intereses en la deuda mexicana. Esta iniciativa fue repetida en las demás negociaciones con la mayoría de los países latinoamericanos en cuatro sucesivas rondas de negociaciones entre 1982 y 1988. Y en casi todos los casos, fue de nuevo el ejecutivo Walter Rhodes, del *Citibank*, el responsable de coordinar el respectivo comité de los bancos acreedores.

Una cuestión importante de carácter institucional consiste en determinar si estos instrumentos *diversos* de rescate financiero multilateral pueden considerarse como la expresión de la aparición de una especie de prestamista internacional de última instancia. En uno de los estudios colectivos más detallados de las negociaciones de las deudas latinoamericanas de los años ochenta, los economistas Robert Devlin y Oscar Altimir adelantaron un argumento que nos parece que hay que recuperar. Decían:

“el período se caracterizó por una gran novedad: el surgimiento de un mecanismo de préstamos de última instancia (MIPUI) que sirvió para aplazar muchos incumplimientos y moratorias formales, permitiendo con ello que los acreedores evadieran las pérdidas desestabilizadoras que suelen acompañar a las crisis sistémicas”²⁰.

De acuerdo con Altimir y Devlin, el mecanismo utilizado puede definirse “como una alianza informal, descentralizada entre los gobiernos del Grupo de los siete, algunos de sus grandes bancos comerciales y los principales prestamistas multilaterales, sobre todo el Fondo Monetario Internacional”. Pero, además, agregan, citando a Wellons: “El eje del movimiento, si bien descentralizado, está constituido por los gobiernos del Grupo de los Siete, y ese liderazgo suele delegarse al país con los lazos políticos y comerciales más estrechos con el país o región en crisis”²¹. En el caso de México, no había duda que ese rol protagónico recayó en el gobierno de los Estados Unidos y en particular en el Departamento del Tesoro que coordinaba a los demás actores, como lo de-

¹⁸ Munk (2010), pp.15-19.

¹⁹ *Ibidem*. En marzo, los principales bancos comerciales de los Estados Unidos aportaron 5 mil millones de dólares para México y, en junio, los bancos agrupados en el Club de París aportaron otros 2 mil millones, en forma de créditos comerciales.

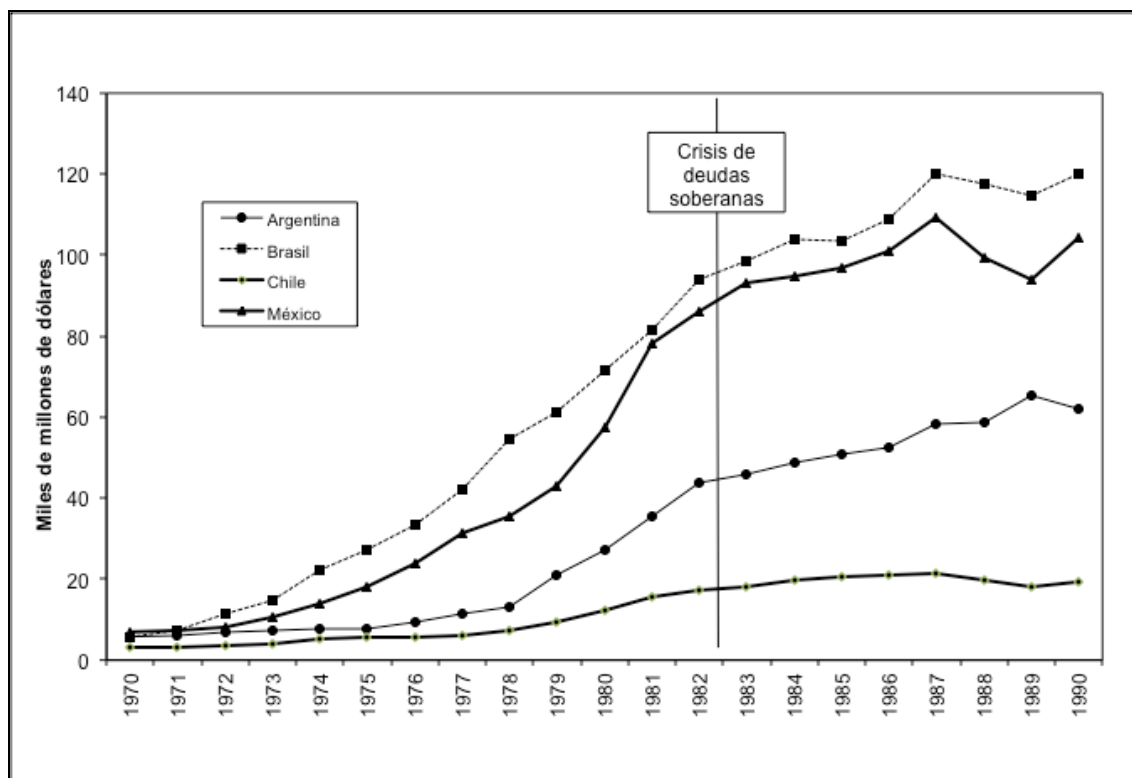
²⁰ Altimir y Devlin (1994), p. 13.

²¹ *Ibidem*, p.14, quienes a su vez citan a Wellons (1987).

muestran la mayor parte de los análisis testimoniales de las negociaciones latinoamericanas en los años de 1980²².

A pesar del éxito relativo de este mecanismo multilateral, tras cuatro rondas de renegociación de las deudas de los distintos países latinoamericanos entre 1982 y 1986, los montos nominales de las mismas no habían disminuido, pese a que el valor de los títulos en los mercados de capitales se había reducido sustancialmente. En este sentido, resultaba evidente que si no se reducía el valor nominal de las deudas externas, la crisis, ya crónica y muy costosa para todos los países latinoamericanos, seguiría vigente. (Véase Gráfico 3)

Gráfico 3.- Deuda externa total de Argentina, Brasil, Chile y México, 1970-1990 (miles de millones de dólares)



Fuente: World Bank, *Global Development Finance*, varios años.

6.- El plan Brady y las conversiones de las deudas externas a fines del decenio de 1980

Para resolver el desequilibrio entre valor nominal y valor real de los bonos de las deudas externas latinoamericanas y con objeto de reducir el peso de las títulos de deudas en los portafolios de los bancos internacionales y de facilitar su colocación en mercados financieros en forma de nuevos títulos, se hicieron varias propuestas de reforma desde el año de 1986, empezando con una primera propuesta de conversión de deudas, adelantada por el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, James Baker. Un año más tarde se formuló otra

²² *Ibidem*, contiene siete excelentes ensayos sobre el tema, pero también puede verse Kraft (1984).

propuesta similar, pero algo más sofisticada, por su sucesor, Nicolás Brady. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que no había un consenso general en los Estados Unidos con respecto a esta medida. Por una parte, numerosos grupos de inversores y banqueros manifestaron su preocupación de que fueran a perder parte del valor de sus inversiones por las ligeras reducciones al valor de los bonos mexicanos que se proponían. Más tarde, la oposición al concepto de rescates para los gobiernos latinoamericanos se expresó por Ross Perot, candidato a las elecciones presidenciales norteamericanas de 1992.

En todo caso, a partir de 1988, tras la elección disputada de Carlos Salinas de Gortari a la presidencia del gobierno mexicano, se puso en marcha el establecimiento del Plan Brady, que estuvo diseñado en primera instancia para aplicarse en México. De nuevo, se puso en evidencia que el Departamento del Tesoro de Estados Unidos estaba asumiendo un rol todavía más activo en la resolución de la crisis de la deuda con el fin de estabilizar los mercados financieros mundiales y asegurar a los bancos la recuperación del equilibrio en sus carteras. Una vez pactados los nuevos acuerdos de reestructuración con los bancos comerciales internacionales, las propuestas sirvieron de base para una solución de largo plazo a la prolongada crisis de la deuda mexicana en los años de 1988 y 1989. El acuerdo básico consistió en el intercambio de bonos anteriores en posesión de los bancos e inversores, por nuevos, llamados bonos Brady, que eran instrumentos de deuda mexicana a largo plazo, pero con garantías por parte del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos.

El Plan Brady representó una opción atractiva para el gobierno mexicano, así como para las otras administraciones latinoamericanas, ya que era extremadamente oneroso seguir pagando los intereses y negociando reestructuraciones del capital total de las deudas sin obtener ninguna rebaja del valor nominal de las mismas (que seguían creciendo por la capitalización de pagos atrasados). La idea central detrás del Plan Brady consistía en efectuar un canje de los viejos bonos de la deuda externa por nuevos que contarían con un respaldo del Tesoro de los Estados Unidos con base a la emisión de los llamados *bonos cupón cero*, que servirían como fondo de garantía del servicio futuro de la deuda respectiva. Este fondo se integraría con aportes del FMI, Banco Mundial, el gobierno del Japón y el propio gobierno de México. De esta manera, los inversores podrían contar con la seguridad de que sus bonos no tendrían problema en amortizarse. Para ello era indispensable montar un gran grupo concertado de entidades públicas financieras y de bancos privados que colaborasen en lograr este objetivo. Pero, para arrancar, fue clave la participación del ESF del Tesoro de los Estados Unidos, que en esta ocasión participó con montos aún mayores que en ocasiones anteriores para garantizar el éxito de la operación: en septiembre de 1989, el ESF proporcionó 4.135 millones de dólares para el gobierno mexicano, esencialmente para facilitar la conversión de los títulos de la vieja deuda externa a los nuevos títulos llamados "*Brady bonds*"²³.

De nuevo se plantea el problema de saber cuál era la naturaleza de este mecanismo de negociación, coordinación y rescate financiero internacional. Sin duda, la intervención internacional no era parecida a la de un banco central que puede operar como un prestamista de última instancia en un país determinado. Tampoco es factible atribuir al FMI estos poderes, pues no sólo no era un banco central, como tal, ni era el único actor involucrado en las reestructuraciones.

²³ Musk (2010), p. 18.

Pero, al mismo tiempo, es claro que la operación financiera sí cumplía las funciones esenciales de un prestamista internacional. La ventaja para el gobierno mexicano consistía en que la conversión de los bonos viejos por bonos nuevos (denominados en adelante bonos Brady) se haría con base a un descuento de su precio, que se supondría redundaría en ahorros importantes para la Secretaría de Hacienda y, por tanto, debían beneficiar al contribuyente mexicano. En la práctica, sin embargo, los beneficios fueron reducidos, debido al descenso de las tasas de interés a nivel internacional desde 1989 y, por lo tanto, las ganancias para los gobiernos deudores fueron escasas, mientras que los bancos acreedores se vieron altamente beneficiados con el canje. En todo caso, el lanzamiento de los bonos Brady permitió a la administración de Carlos Salinas tomar la delantera sobre el resto de los países endeudados del Tercer Mundo y posicionarse favorablemente en los mercados internacionales y en sus futuras negociaciones comerciales internacionales²⁴.

El Plan Brady, puesto en operación para México en 1989, sirvió como modelo básico para posteriores acuerdos financieros en la mayoría de las naciones de América Latina²⁵. Al mismo tiempo, se siguió con el viejo sistema de renegociaciones que habían caracterizado los años ochenta. El informe anual del Banco de México de 1989 ofreció un resumen en el que señalaba que, en ese año, el FMI y el Banco Mundial volvieron a definir las políticas y lineamientos operativos para respaldar las operaciones de reducción de la deuda y su servicio. En este marco, la banca comercial llegó a acuerdos con Costa Rica, Filipinas y México. Por su parte, Chile recibió apoyo financiero de los organismos multilaterales para continuar con su programa de recompra de deuda. Marruecos y Venezuela también iniciaron negociaciones dentro del contexto de la iniciativa Brady y entre enero y septiembre de 1989 se formalizaron 18 acuerdos con el Club de París (comité de bancos privados internacionales) por un total de 16.000 millones de dólares, lo cual representaba un monto de 40.000 millones de dólares. El resultado neto fue un limitado descuento del capital total de la deuda a los bancos, así como una disminución en los pagos del servicio de la deuda²⁶.

La reestructuración de las deudas reflejó el éxito de la alianza entre el FMI, el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y los bancos privados internacionales para asegurar que se pudieran convertir los títulos de las viejas deudas en nuevos títulos que pudieran colocarse entre nuevos inversores y así aliviar a los bancos que querían desprenderse de estos valores y limpiar sus balances. Al mismo tiempo, estos acuerdos ayudaron a impulsar una dramática reestructuración del sector público mexicano que incluía la privatización de empresas estatales y la liberalización del comercio exterior. Este conjunto de políticas, que fueron en buena medida resultado de la crisis de las deudas externas, llegaron a ser conocidas como el *Consenso de Washington*²⁷. Una vez que dicha estrategia fue adoptada por la mayoría de las elites políticas y finan-

²⁴ La reestructuración de la deuda en 1989 y el Plan Brady son reseñados en Green (1998), pp. 327-345, y más ampliamente por Cline (1995).

²⁵ Una vez más, la fuente principal aquí es Cline (1995).

²⁶ Un análisis más detallado sobre los orígenes y la implementación de los bonos Brady se puede encontrar en Sachs (1989). Un relato periodístico de las rondas de negociaciones de 1987/88 entre el equipo mexicano de negociación, dirigido por Ángel Gurría, y los banqueros comerciales de Estados Unidos y funcionarios gubernamentales se encuentra en Fernández Sotelo (1994).

²⁷ Una crítica interesante del *Consenso de Washington* se puede encontrar en Krugman (1995).

cieras de América Latina, se inició una nueva era de globalización financiera en la región, con renovados flujos de capitales. Las consecuencias fueron inicialmente positivas, en tanto alentaron al crecimiento económico, pero pronto comenzaron a aparecer las señales de nuevas burbujas bancarias y de deudas soberanas, las que acabarían produciendo nuevas crisis financieras desde mediados de los años noventa.

7.- Las crisis financieras de la década de los 90: los rescates y la conexión entre las élites de México y Washington

Sin duda, el éxito del plan Brady fue instrumental en el lanzamiento de una nueva era de financiación, basado en los flujos de capital privado de fondos de inversión —“*equity finance*”— provenientes de los principales centros financieros de Norteamérica y Europa. Gran parte del dinero que comenzó a llegar a México a principios de los años noventa se originó en inversiones de fondos de pensiones y “*money funds*”, los cuales se volcaron en lo que ahora se denominaban los “mercados emergentes”. Pero también debe tenerse en cuenta que simultáneamente se produjo un retorno a México de miles de millones de dólares de ricos inversores mexicanos que habían colocado sus fondos en los Estados Unidos o en cuentas bancarias en el extranjero. Una gran atracción para el regreso de dichos fondos fue la privatización de numerosas empresas estatales y la subasta del conjunto de los bancos comerciales que habían sido nacionalizados en 1982²⁸.

De acuerdo con el FMI, entre 1990 y 1993, México recibió 90.000 millones dólares, o “aproximadamente una quinta parte de todas las entradas netas de capitales a los países en desarrollo”²⁹. De esta suma, las inversiones de cartera ascendieron a 61.000 millones de dólares, mientras que la inversión extranjera directa fue de tan sólo 16.600 millones. La burbuja en la Bolsa Mexicana de Valores atrajo dinero de los Estados Unidos, como resultado de la estabilidad por el tipo de cambio fijo, cuidadosamente cultivada por el Banco de México. No obstante, dicha aparente estabilidad no se basaba en fundamentos económicos sólidos, ya que para mediados de los años noventa, México había acumulado un déficit de la balanza comercial de más de 100.000 millones de dólares, como consecuencia de la adopción del Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT) y la posterior negociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, ratificado en noviembre de 1993. Los déficits comerciales fueron cubiertos principalmente por la entrada de flujos de capital de inversión de corto plazo. No obstante, el dinero podía salir tan fácilmente como había ingresado. Tal inestabilidad no tardaría en contribuir a la crisis financiera más grave en la historia reciente de México.

El curso de los acontecimientos de 1994 en México presenta un excelente estudio de caso sobre cómo la política puede acentuar el curso de los desarrollos financieros. Pero no todos los sucesos políticos tienen el mismo impacto. Por ejemplo, el propio Banco de México sostuvo en un informe anual que el comienzo de la rebelión de los zapatistas en Chiapas, el 1 de enero de 1994, tuvo un gran impacto en los mercados financieros mexicanos, pero su análisis resultó equivocado, ya que la Bolsa mexicana siguió su curso ascendente en

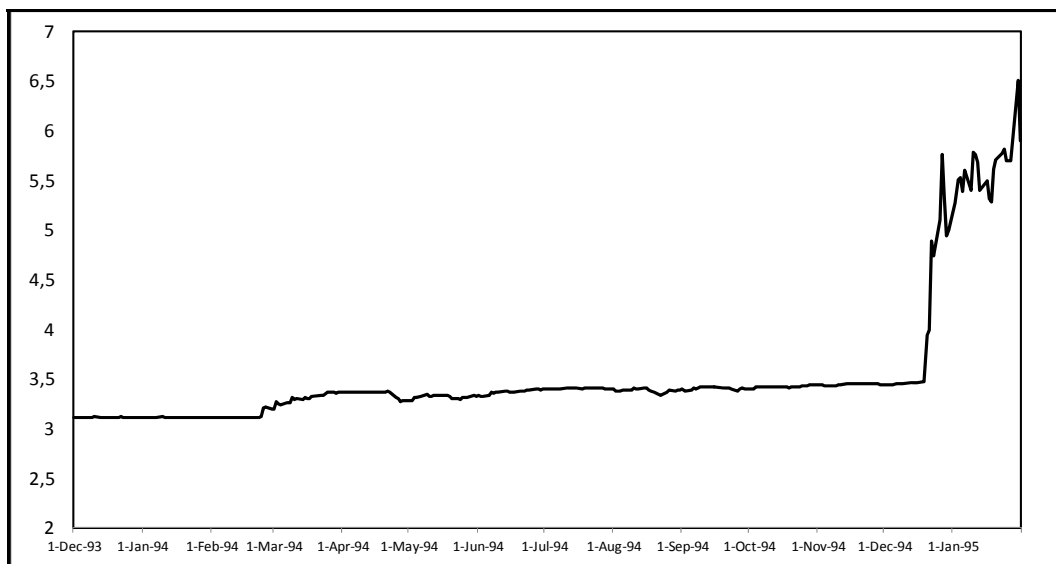
²⁸ Sobre la nacionalización, ver detalles en Cárdenas (2010).

²⁹ Fondo Monetario Internacional (1995), p. 53.

los meses de enero y febrero. Fue más bien el asesinato, a mediados de marzo del candidato presidencial Luis Donald Colosio, lo que provocó el pánico entre los inversionistas mexicanos y extranjeros, quienes sacaron del país más de 10.000 millones de dólares en unas cuantas semanas. Este fue claramente el mejor momento para llevar a cabo una devaluación pero, al parecer, el presidente Carlos Salinas y el secretario de Hacienda, Pedro Aspe, no querían admitir la gravedad del problema en buena medida porque consideraban que un cambio en el tipo de cambio ahuyentaría a mayor número de inversionistas nacionales e internacionales y forzar una fuga de capitales imparable. Además estaban empeñados en transmitir una imagen de estabilidad monetaria como forma de apuntalar al Tratado de Libre Comercio, recientemente firmado con los Estados Unidos y Canadá.

Salinas y Aspe decidieron estirar la decisión de una posible devaluación hasta el final de su gobierno, en una especie de ruleta rusa financiera. Para contrarrestar la venta creciente por inversores de los bonos mexicanos denominados en pesos, comenzaron a emitir nuevos instrumentos financieros, conocidos como *tesobonos*, pagaderos en pesos pero indexados al dólar. Sin embargo, la incertidumbre se intensificó en el otoño de 1994 y la fuga de capitales aumentó. Después del cambio de gobierno, el 1 de diciembre, ya no quedaba margen para la nueva administración del flamante presidente, Ernesto Zedillo, que procedió a una devaluación a partir del 20 de diciembre de 1994 (ver gráfico 4). Ello produjo un colapso del sistema bancario mexicano y el posterior derrumbe de la economía nacional en 1995, cuando miles de empresas quebraron y un millón de personas perdieron sus empleos. A su vez, todo el sistema bancario mexicano pronto entró en un escenario de quiebra técnica, para lo cual hubo que poner en marcha un rescate doméstico complicado y prolongado.

Gráfico 4.- Tipo de cambio nominal peso/dólar US (01/12/1993 a 01/02/1995)



Fuente: Banco de México.

El resultado de la quiebra financiera del gobierno mexicano en diciembre de 1995 no sólo dio lugar a una crisis económica doméstica, sino que amenazó la estabilidad general de los mercados financieros internacionales, debido al

volumen de títulos de deuda mexicana (pública y privada) emitido. Los banqueros e inversores internacionales entraron en estado de pánico ante la posibilidad de una fuga de capitales generalizada de América Latina de regreso a Europa, Japón y Estados Unidos. Como resultado, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Robert Rubin (exbanquero de la poderosa firma *Citibank*) convenció al presidente de Estados Unidos, Bill Clinton, de la urgente necesidad de un programa de rescate para México. Hoy en día resulta casi un cliché histórico decir que el plan de rescate de febrero de 1995, que inicialmente implicaba una garantía de casi 40.000 millones de dólares para México, fue el primero de los grandes rescates de la década de los 90, representando una las más grandes operaciones de préstamo otorgadas a un solo país.

El plan de emergencia para México ofreció reunir el dinero mediante la participación combinada de tesorerías de gobierno, bancos centrales, bancos multilaterales y banca privada de Estados Unidos, Canadá, Europa y Japón. Sus componentes más importantes eran, en principio, un préstamo por 17.000 millones de dólares por el FMI y un acuerdo “*swap*” entre el Tesoro de los Estados Unidos y la Secretaría de Hacienda de México por otros 20.000 millones de dólares (en efecto, otro gran préstamo) para contribuir a resolver la crisis monetaria y financiera mexicana. A partir de la firma de este paquete financiero para México, el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos — representado por Robert Rubin— y el Fondo Monetario Internacional —en la persona de su titular Michel Camdessus— fueron contundentes al informar a los inversionistas y banqueros de todo el mundo que no debían salir de México, ya que la estabilidad era preferible a una prolongada crisis financiera internacional. Camdessus calificó el cataclismo de México como la primera de las crisis financieras del siglo XXI, y ciertamente no se equivocó, dado que muchas otras le siguieron al corto plazo.

El desembolso total real durante los años 1995 y 1996 se realizó en primera instancia a través del Tesoro de los Estados Unidos por medio del Fondo de Estabilización Monetaria, que se comprometió inicialmente a aportar la gigantesca cantidad de 20.000 millones de dólares para asegurar la estabilidad de las finanzas públicas mexicanas. Dada la complejidad del plan financiero en su totalidad, no es posible analizar aquí cada una de sus partes, pero vale la pena referir algunas de las características jurídicas de los cuatro acuerdos firmados entre los gobiernos de México y los Estados Unidos el 21 de febrero de 1995. Esto es especialmente relevante porque, al convertirse en el mayor acreedor individual de México, el gobierno de los Estados Unidos planteó una serie de exigencias financiero/políticas que sin duda representaban una amenaza para la soberanía de la república mexicana³⁰. Por otra parte, debe señalarse que, si bien una buena parte de la deuda con el Tesoro fue pagada por el gobierno mexicano antes de finales de 1996, se realizó en parte con base a la emisión de nuevos bonos en mercados financieros internacionales, que se apoyaron en las garantías del paquete de acuerdos firmados a fines de febrero de 1995.

El primero y más global de los documentos mencionados fue el “Acuerdo marco entre los Estados Unidos de América y México para la estabilización de la economía mexicana”, firmado el 21 de febrero de 1995, seguido por otros tres documentos/acuerdos, que cubrían los compromisos monetarios, financie-

³⁰ Para un excelente análisis del marco jurídico de la deuda antes de la crisis, ver Moyano Bonilla (1994).

ros y petroleros. Sin entrar en el detalle de cada uno de ellos, es conveniente comentar en primer término una de las condiciones más lesivas de los mismos. En todos los acuerdos que firmaron los responsables de ambos gobiernos, se establecía de manera irrevocable que el gobierno de México se sometía a la jurisdicción exclusiva de la Corte del Distrito de los Estados Unidos, localizado en el Distrito de Manhattan, Nueva York, renunciando a cualquier otro tribunal. Por si ello fuera poco, se obligaba a México a renunciar a cláusulas claves respecto a la inmunidad del embargo precautorio incluidas en el Código de los Estados Unidos³¹.

Igualmente lesivo e indicativo del papel de “contrayente débil” del gobierno mexicano fue el “Acuerdo sobre el esquema de ingresos petroleros”. Este documento establecía las condiciones referentes al uso de los recursos del gobierno mexicano provenientes de las exportaciones de petróleo crudo y derivados, su principal fuente de divisas fuertes. Por el mismo se establecía que la empresa estatal PEMEX estaba obligada a entregar el 96% de dichos fondos en cuenta del *Federal Reserve Bank of New York* durante el tiempo necesario para liquidar las deudas pendientes con el Tesoro norteamericano. Una vez entregados dichos fondos, el gobierno de México autorizaba “irrevocablemente” al *Federal Reserve Bank* a disponer de ellos para repagar cualquier cantidad que se adeudara bajo los Acuerdos Financieros. Finalmente, se establecía una amplia gama de penalidades, así como exigencias respecto a la necesidad de que el gobierno mexicano se comprometiera a proporcionar información actualizada de las ventas y recursos de la empresa PEMEX con objeto de mantener un estricto control sobre sus finanzas por las autoridades del Tesoro de los Estados Unidos.

Al final del día, la suma total del dinero adelantado por el Tesoro de los Estados Unidos fue de 13.500 millones de dólares, a lo cual luego se sumaron poco más de 17.000 millones de dólares desembolsados por el FMI y 4.000 millones del Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, así como algunas cantidades menores a cargo de bancos comerciales³².

El objetivo del paquete de rescate, sin embargo, no fue simplemente ayudar al gobierno a enfrentar la crisis financiera desatada por la devaluación. El objetivo inmediato fue, llanamente, el de rescatar a los inversionistas nacionales y extranjeros que habían comprado un gran volumen de tesobonos (certificados del gobierno mexicano de deuda pública a corto plazo) en 1994 por un monto total de 30.000 millones de dólares, pagaderos en 270 días. Estos títulos de muy corto plazo estaban indexados al dólar y en su mayoría fueron adquiridos por inversionistas norteamericanos y mexicanos ricos, ya que cada tesobono valía cien mil dólares; es decir, no eran valores para pequeños inversionistas. Gracias al rescate, el gobierno mexicano reembolsó a los compradores de los tesobonos, los cuales obtuvieron enormes ganancias por haber comprado dichos títulos a una tasa de cambio de 3,3 pesos por dólar en las semanas previas a la devaluación; posteriormente, en cambio, recibieron el doble de lo que habían invertido, debido al hecho de que el valor de estos instrumentos se había duplicado en pesos. En efecto, el paquete de rescate financiero del Tesoro de los Estados Unidos y el FMI permitió una enorme transferencia de fondos

³¹ En cada uno de los acuerdos México “renuncia a su inmunidad sobre un embargo precautorio, para todos los efectos del Título 28 del Código de los Estados Unidos, Secciones 1610 y 1611 respecto de las obligaciones bajo arreglos financieros.”

³² Un análisis detallado del paquete de rescate, en Marichal (1995).

a México y a las autoridades financieras del gobierno de México para que pudieran pagar cada una de las amortizaciones mensuales sucesivas durante el año de 1995 hasta cubrir el monto total de 30.000 millones de dólares. El costo de este gigantesco rescate podría haberse reducido de manera dramática si se hubiera podido negociar una reestructuración de este enorme volumen de deuda a muy corto plazo con una oferta de pagar en un plazo, por ejemplo, de cinco o diez años. Sin embargo, ni Zedillo, ni Rubin querían provocar el enojo de la comunidad de inversionistas. La cuenta del pago del rescate pasó a manos de los contribuyentes mexicanos y, sobre todo, a la compañía petrolera estatal, PEMEX. Estas políticas claramente figuran como las más incompetentes adoptadas en la historia financiera moderna de México pero, paradójicamente, los hombres directamente responsables por generar las condiciones que condujeron a este enorme debacle en el cierre de 1994, Miguel Mancera, director del Banco de México y el Secretario de Hacienda de México, Pedro Aspe, no sufrieron ni un sólo juicio ni una investigación oficial.

El costo de los pagos a los acreedores fue enorme. Durante 1995 y 1996, México pagó más de 14.000 millones de dólares al Tesoro de los Estados Unidos, para liquidar los préstamos de emergencia de 1995 y unos intereses de 500 millones de dólares sobre los mismos. Así, la administración de Ernesto Zedillo se ganó el aplauso de la administración Clinton por haber cumplido con sus obligaciones financieras, inclusive antes de lo previsto. El reembolso de la enorme suma de 17.000 millones de dólares al FMI también fue cubierta por el gobierno de México en el período 1996-1998, utilizando la mayor parte de los ingresos del petróleo para este propósito.

8.- Conclusión

Cuando uno compara los mecanismos utilizados para lidiar con la crisis de la deuda en 1982 con el colapso financiero de 1995, queda claro que hubo varios paralelos significativos con respecto a las respuestas adoptadas, especialmente en relación con lo que podríamos denominar una especie de mecanismo internacional de prestamista de última instancia. Los actores involucrados en la organización de los planes de rescate financiero de México en noviembre de 1982 fueron básicamente los mismos que en febrero de 1995, entre los que se encontraban los altos funcionarios mexicanos, altos directivos del Departamento del Tesoro de Estados Unidos, de la Reserva Federal de Nueva York, del FMI, del Banco Mundial y representantes de bancos privados internacionales. Todos participaron activamente, en buena medida, debido a la importancia de México en el panorama financiero y político internacional. Sin embargo, fue sobre todo el gobierno de Estados Unidos el interesado en encabezar estas operaciones financieras, y por ello aumentó sus compromisos a través del Tesoro con cantidades cada vez mayores entre 1982 y 1995.

El FMI también tuvo que aumentar su ayuda de emergencia por un amplio margen, lo cual ayuda a explicar su decisión de duplicar el fondo de los derechos especiales de giro que estarían disponibles para hacer frente a crisis financieras en el futuro, las cuales no tardaron en hacer su aparición en Asia en el año de 1997. De hecho, en las crisis subsiguientes, el FMI prácticamente agotó sus recursos, al organizar rescates similares para hacer frente a los colapsos financieros posteriores en Indonesia, Corea, Rusia, Brasil y Turquía.

En todo caso, lo que nos interesa especialmente poner de relieve es el papel asumido por el gobierno de Estados Unidos, en particular de los titulares del Departamento del Tesoro, en encabezar operaciones financieras que pueden calificarse como próximas a un prestamista internacional de último recurso. De hecho, lo que pone de manifiesto la revisión de la crisis mexicana de 1995 es que, en la medida que los mercados financieros se han vuelto más complejos e integrados en las últimas décadas, el papel de los gobiernos en coyunturas de desequilibrio también se torna cada vez más crucial. En este sentido, está claro que el gobierno de Estados Unidos, en alianza con el FMI, desempeñó un papel cada vez más decisivo en los rescates financieros internacionales en los años de 1980 y 1990, sobre todo en lo que se refiere a las crisis de deudas soberanas. No obstante, puede recordarse que en la época de los años de 1990 se sostenía que los gobiernos y bancos centrales no debían interferir cuando los mercados financieros y la especulación estaban al alza. Es evidente, por la experiencia histórica reciente, que, cuando los mercados caen, resulta imperativo que los gobiernos —y más concretamente el Departamento del Tesoro de los Estados Unidos— acudan al rescate en alianza con otros poderosos actores internacionales. La operación de rescate financiero organizada en México en febrero de 1995, por el entonces secretario del Tesoro, Robert Rubin, constituye un ejemplo puntual de dicho fenómeno.

Bibliografía

- ABUD, Jairo (1997): “La deuda externa mexicana y el Plan Brady: resultado y retórica”, *Investigación económica*, vol. LVII, n° 222, pp.17-46.
- AGGARWAL, Vinod K. (1996): *Debt Games: Strategic Interaction in International Debt Rescheduling*, Cambridge University Press, Cambridge.
- AGLIETTA, Michel y BOISSEAU, Christian (1999): “Le prêteur international en dernier ressort”, *Architecture financière internationale*, La Documentation française, Paris, pp. 97-127.
- ALTIMIR, Oscar y DEVLIN, Robert (1994): *Moratoria de la deuda en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.
- ALVATER, Elmar (1991): *The Poverty of Nations: A Guide to the Debt Crisis: from Argentina to Zaire*, Zed Books, Atlantic Highlands, New York.
- ARROYO COUTURIER, Gabriela (1990): “La membresía de México en el régimen internacional de deuda externa, 1982-1988”, Tesis de licenciatura en Relaciones Internacionales, El Colegio de México, México.
- ATIENZA AZCONA, Jaime, (2002): *La deuda externa del mundo en desarrollo: teoría, realidad y alternativas*, Akal, Madrid.
- BAZANT, Jan (1968): *Historia de la deuda externa de México, 1823-1946*, El Colegio de México, México.
- BONELLI, Marcelo (2004): *Un país en deuda: la Argentina y su imposible relación con el FMI*, Ed. Planeta, Buenos Aires.
- BOUGHTON, James (2001): *A Silent Revolution: The International Monetary Fund, 1979-1989*, IMF, Washington D.C.
- BRUNO, Eugenio Andrea (2004): *El default y la restructuración de la deuda*, Ed. Nueva Mayoría, Buenos Aires.

- CÁRDENAS SÁNCHEZ, Enrique (ed.) (2010): *La nacionalización bancaria, 25 años después: la historia contada por sus protagonistas*, (3 vols.), Centro de Estudios Espinosa Iglesias, México, 2ª ed.
- CLINE, William (1995): *International Debt Reexamined*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- DEVLIN, Robert (1989): *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- DRAKE, Paul (ed.) (1997): *Money Doctors, Foreign Debts and Economic Reforms in Latin America from the 1890s to the Present*, Rowman & Littlefield Publishers, Nueva York.
- EICHENGREEN, Barry and FISHLOW, Albert (1998): "Contending with Capital Flows: What is Different about the 1990s?", en KAHLER, M. (ed.) (1998): *Capital Flows and Financial Crises. Council of Foreign Relations*, Cornell University Press, New York, pp. 23-68.
- EICHENGREEN, Barry and FISHLOW, Albert (2011): "International Policy Coordination: the Long View", *National Bureau of Economic Research*, Working Paper 17665, <http://www.nber.org/papers/w17665> (consultado en 15 junio, 2012).
- FERNÁNDEZ SOTELO, Antonio Diego (1994): "El último rescate", Tesis en Ciencias y Técnicas de la Información, Universidad Iberoamericana, México.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (1995): *International Capital Markets*, (agosto), FMI, Washington D.C.
- GIRÓN, Alicia (1995): *Fin de siglo y deuda externa: Historia sin fin, Argentina, Brasil y México*, Universidad Nacional Autónoma de México/Cambio XXI, México.
- GREEN, Rosario (1998): *Lecciones de la deuda externa de México, de 1973 a 1997: de abundancias y escaseces*, Fondo de Cultura Económica, México.
- GRIFFITH-JONES, Stephanie (comp.) (1988): *Deuda externa, renegociación y ajuste en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.
- GUAJARDO CANTU, Gerardo et alli (1989): *Impacto de la renegociación de la deuda externa en la estructura financiera de los bancos: el punto de vista del acreedor*, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, México.
- GURRÍA, Angel, (1993): *La Política de la Deuda externa*, Fondo de Cultura Económica, México.
- IBAÑEZ AGUIRRE, José Antonio (coord.) (1997): *México: ciclos de deuda y crisis del sector externo*, Universidad Iberoamericana/Plaza y Valdés, México.
- JULIÁ, Carlos et alli (2002): *La memoria de la deuda*, Ed. Biblios, Buenos Aires.
- KAHLER, Miles (ed.) (1998): *Capital Flows and Financial Crises, Council of Foreign Relations*, Cornell University Press, New York.
- KALETSKY, Anatole (1987): *Los costos de la moratoria. Un ensayo de la Twentieth Century Fund*, Ed. Grijalbo, México.
- KRAFT, Joseph (1984): *The Mexican Rescue*, Group of Thirty, Nueva York.
- KRASNER, Stephen D. (1999): *Sovereignty, Organized Hypocrisy*, Princeton University Press, Princeton.
- KRUGMAN, Paul, (1995): "Dutch Tulips and Emerging Markets", *Foreign Affairs*, (julio-agosto), vol. 74, nº 4, pp. 28-44.

- MARICHAL, Carlos (1989): *A Century of Debt Crises in Latin America, From Independence to the Great Depression*, Princeton University Press, Princeton.
- MARICHAL, Carlos (1995): "La devaluación y la nueva crisis de la deuda externa mexicana: reflexiones y recomendaciones", *Este País*, (junio, n° 51), México, pp. 33-47
- MARICHAL, Carlos (2010): *Nueva historia de las grandes crisis financieras: una perspectiva global*, Editorial Debate, Buenos Aires, Madrid y México.
- MARICHAL, Carlos (2011): "Auge y decadencia de las empresas estatales en México, 1930-2000" en DABAT, A. (ed.): *Estado y desarrollo*, Universidad Nacional Autónoma de México, México, pp. 233-266.
- MOFFIT, Michael (1984): *The World's Money: International Banking from Bretton Woods to the Brink of Insolvency*, Simon & Shuster, Nueva York.
- MORENO, María de los Angeles y CABALLERO, Romeo Flores (1995): *Evolución de la deuda pública externa de México, 1950-1993*, Editorial Castillo, Monterrey.
- MOYANO BONILLA, César y ORTIZ AHLF, Loretta (1994): *La deuda externa y la responsabilidad internacional del Estado*, UNAM, México.
- MUNK, Russell (2010): "Exchange Stabilization Fund Loans to Sovereign Borrowers, 1982-2010", *Law and Contemporary Problems*, vol. 73, pp. 215-239.
- PAULY, Louis W. (1997): *Who Elected the Bankers: Surveillance and Control in the World Economy*, Cornell University Press, Cornell.
- PAYER, Cheryl (1973): *The Debt Trap: The International Monetary Fund and the Third World*, Monthly Review Press, New York.
- REINHART, Carmen y ROGOFF, Kenneth S. (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- ROGOFF, Kenneth y ZETTELMEYER, Jeromin (2002): *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001*, IMF Staff Papers, vol. 49, n°3, pp.470-507, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/2002/03/pdf/rogoff.pdf>
- SACHS, Jeffrey (1989): "New Approaches to the Latin American Debt Crisis", *Essays in International Finance*, n° 174, Princeton University Press, Princeton.
- SÁNCHEZ AGUILAR, Enrique (1973): "The International Activities of U.S. Commercial Banks. A case Study: México", Tesis Doctoral, Universidad de Harvard.
- SCHIPANI, Sandro (coord.) (1993): *Debito internazionale: principi generali del diritto*, Libreria Editrice Vaticana, Roma.
- SCHIPANI, Sandro y GUTIERREZ, Domingo Andrés (eds.) (1998): *Il debito internazionale, Atti del II Convegno, 25-27 maggio 1995*, Pontificia Università Lateranense-Mursia, Milano.
- SEBASTIÁN, Luis (1988): *La crisis de América Latina y la deuda externa*, Alianza, Madrid.
- SHCP (Secretaría de Hacienda y Crédito Público) (1988): *Deuda externa pública mexicana*, Fondo de Cultura Económica, México.
- STALLINGS, Barbara (1987): *Banker to the Third World: U.S. Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, University of California Press, Los Angeles.

- STALLINGS, Barbara (ed.) (1995): *Global Change, Regional Response: The New International Context of Development*, Cambridge University Press, Cambridge.
- TOUSSAINT, Eric (1998): *Deuda externa en El Tercer Mundo: Las finanzas contra los pueblos*, Editorial Nueva Sociedad, Caracas.
- UGARTECHE, Oscar (1996): *El Falso dilema: América Latina en la economía global*, Fundación Friedrich Ebert, Lima.
- UGARTECHE, Oscar (2004): *Adiós Estado, Bienvenido Mercado*, Fundación Friedrich Ebert, Lima.
- UGARTECHE, Oscar (2009): *Historia crítica del FMI*, UNAM/Instituto de Investigaciones Económicas, México.
- URZUA, Carlos M. (2000): *Medio siglo de relaciones entre el Banco Mundial y México: una reseña desde el trópico*, El Colegio de México. México.
- WATKINS, Alfred J. (1986): *Till Debt do us Part: Who Wins, Who loses and who pays for the International Debt Crisis*, University Press of America, Washington D.C.
- WELLONS, Philip (1987): *Passing the Buck: Banks, Governments and Third World Debt*, Harvard Business School Press, Boston.

Apéndice

ESTIMADO DE LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA TOTAL
1971-1996
(millones de dólares)

Año	Deuda Pública Global				
	Deuda Pública Bruta	Deuda Pública Neta	Banco de México	Deuda Pública Global Neta	Deuda Pública Global Bruta
1971	4,545.80	4,545.80	-	4,545.80	4,545.80
1972	5,064.60	5,064.60	-	5,064.60	5,064.60
1973	7,070.40	7,070.40	-	7,070.40	7,070.40
1974	9,975.00	9,975.00	-	9,975.00	9,975.00
1975	14,449.00	14,449.00	-	14,449.00	14,449.00
1976	19,600.20	19,600.20	-	19,600.20	19,600.20
1977	22,912.10	22,912.10	1,200.00	24,112.10	24,112.10
1978	26,264.30	26,264.30	1,200.00	27,464.30	27,464.30
1979	29,757.20	29,757.20	-	29,757.20	29,757.20
1980	33,812.80	33,812.80	-	33,812.80	33,812.80
1981	52,960.60	52,960.60	-	52,960.60	52,960.60
1982	58,874.20	58,874.20	240.00	59,114.20	59,114.20
1983	62,556.20	62,556.20	1,204.00	63,760.20	63,760.20
1984	69,377.90	69,377.90	2,433.00	71,810.90	71,810.90
1985	72,080.10	72,080.10	2,943.00	75,023.10	75,023.10
1986	75,350.90	75,350.90	4,028.00	79,378.90	79,378.90
1987	81,406.80	81,406.80	5,119.00	86,525.80	86,525.80
1988	81,003.20	81,003.20	4,786.00	85,789.20	85,789.20
1989	76,059.00	75,492.00	5,126.00	80,618.00	81,185.00
1990	77,770.30	70,843.30	6,508.00	77,351.30	84,278.30
1991	79,987.80	68,006.60	6,759.00	74,765.60	86,746.80
1992	75,755.20	68,060.30	5,957.00	74,017.30	81,712.20
1993	78,747.40	69,362.10	4,795.00	74,157.10	83,542.40
1994	85,435.80	76,889.90	3,850.00	80,739.90	89,285.80
1995	100,933.70	90,316.10	15,828.00	106,144.10	116,761.70
1996	98,284.50	89,746.20	13,278.00	103,024.20	111,562.50

Fuente: José Antonio Ibáñez Aguirre, *et al.*, (1997)