
CAPÍTULO III

LOS TESOBONOS COMO UNA ALTERNATIVA DEL GOBIERNO PARA LA ATRACCIÓN DE CAPITAL EXTRANJERO

En el presente capítulo, se pretende señalar que fue la excesiva colocación de TESOBONOS una de las causas importantes, y no los desequilibrios políticos y sociales, que generara la incertidumbre cambiaria que desembocó en la gran crisis de finales de 1994 y 1995.

El Gobierno Federal y sobre todo en el sexenio de Carlos Salinas de Gortari, ha sustentado la economía nacional en la entrada de capital extranjero, y los TESOBONOS fue una de sus alternativas.

Los TESOBONOS fueron instrumentos de Deuda Pública, que el Gobierno colocaba en el mercado nacional, para obtener financiamiento y al mismo tiempo ofrecía al inversionista cobertura cambiaria, siendo ésta el atractivo de los mismos.

3.1 Antecedentes.

Para los antecedentes, el desarrollo de la investigación será dividido en dos partes, en la primera se dará una breve semblanza del Sistema Financiero Mexicano, para después entrar con la evolución del financiamiento del Gobierno vía instrumentos gubernamentales.

El desenvolvimiento del país en la época post-revolucionaria, exigía el establecimiento de una institución central estatal con poderes para emitir moneda, regular el sistema bancario, crear un



sistema financiero, inexistente en el México de entonces, y ganar la confianza del público en el papel moneda.

Durante el gobierno interino de Adolfo de la Huerta se formó una comisión, integrada por Elías de Lima y Manuel Gómez Morín y Manero, para que elaborara una ley y fundar un banco único de emisión. Esta idea se cristalizaría hasta 1925, cuando era presidente Plutarco Elías Calles.

La Ley del 14 de Agosto de 1924, en la que ya se mencionaba al Banco de México, estableció un procedimiento especial para resolver los problemas derivados de las suspensiones de pagos, su reanudación, los convenios con los acreedores, la quiebra y la rehabilitación de los bancos y establecimientos bancarios.

El contenido de la Ley del 24 de Diciembre de 1924, representó un gran avance en la legislación bancaria, ya que incorporó disposiciones cuya flexibilidad permitió establecer un marco jurídico para otros establecimientos bancarios que no podían cubrir los rígidos cuadros a que se referían leyes anteriores. Para esta nueva ley era esencial la garantía de las operaciones pasivas (emisión de billetes, la de bonos hipotecarios y la de bonos de caja, etcétera).

En un ambiente de turbulencia política y social, de escasez de medios de pago, atesoramiento improductivo, acaparamiento y especulación de metales preciosos, de una gran desconfianza en el billete de banco, penurias presupuestales, de un sistema bancario destruido y un aparato productivo deteriorado, don Alberto Pani se hizo cargo de la Secretaría de Hacienda el 26 de Septiembre de 1923 y logró que en 1925 se tuviera un superávit presupuestal sin precedente, que junto con los activos de la Comisión Monetaria, hicieron posible la suscripción de todas las acciones Serie A y 10% de la Serie B, por lo que se formó la Ley Constitutiva del Banco de México, S.A. el 25 de Agosto de 1925, siendo publicada el



día 28 del mismo mes. El 1º de Septiembre de ese año sería inaugurado el Banco de México.⁷⁴

De aquí parte esta investigación, ya que se considera al año de 1925 el comienzo del Sistema Financiero Mexicano moderno, pues es cuando se empiezan a regular y tomar verdadera importancia las transacciones financieras en nuestro país.

Entonces, sería en 1925 cuando nace el Banco de México para estructurar un sistema bancario nacional por medio de la asociación de los bancos privados comerciales con éste como institución central de emisión y redescuento, administrador de la reserva monetaria y regulador del movimiento integral de los depósitos.

El año de 1932 sería un año importante para el Sistema Financiero Mexicano, ya que a raíz de que surgieron problemas, como por ejemplo: el hecho de que para poder controlar la tasa de interés a través del redescuento de documentos derivados de operaciones mercantiles, los bancos comerciales se tenían que asociar con el Banco de México, pero para entonces eran muy pocos los bancos asociados y fue hasta este año cuando el Banco de México dejó de funcionar como otro banco comercial y comenzó a ejercer funciones de banca central, regulando la actividad de todos los bancos, en el marco legal de operación y también en el control de los múltiples efectos que sobre la economía nacional ejercían.

A mediados de este año se derogaron: la nueva Ley Monetaria, la Ley General de Instituciones de Crédito y la nueva Ley Constitutiva del Banco de México⁷⁵. También se emite la Ley de Títulos de Operaciones de Crédito, impulsando a las emisiones de títulos y bonos, como: los hipotecarios, financieros, Certificados

⁷⁴ Anda Gutiérrez, Cuauthémoc, La nueva Banca Mexicana, México, edit. Cámara de Diputados, Agosto 1992.

⁷⁵ Villajuana Cervantes, Manlio José, Los instrumentos de la deuda en la política económica de México 1988-1994, Tesis de licenciatura, México, Facultad de Economía, U.N.A.M., 1997.



de Depósito y Bonos de Prenda de los Almacenes Generales de Depósito.

Es en ese año también que empezaron a funcionar las Financieras, cuando la ley les otorgó la categoría de Organizaciones Auxiliares de Crédito, estas empresas fueron concebidas como entidades especializadas para promover el desarrollo de la producción y sobre todo el de industrias prioritarias, suponiendo que sus recursos los obtendrían a través de la emisión de títulos y ampliaciones de capital. En 1938 trataron de colocar entre el público obligaciones prendarias, pero no tuvieron gran aceptación. Luego, se les autorizó emitir bonos comerciales y tampoco tuvieron éxito.

El 3 de Mayo de 1941, se reforma la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares para facilitar las funciones del Banco de México como regulador eficaz del volumen de expansión crediticia y para permitir que las Financieras pudieran actuar como bancos de inversión. La ley les fijó la tarea de otorgar el crédito a largo plazo y les encomendó realizar inversiones en bienes de capital para la producción, pero la mayoría de sus créditos los suministraron a corto plazo. En la práctica las Financieras, en vista de que los bonos no tenían gran aceptación pública, captaron principalmente préstamos directos de empresas y particulares, costumbre prohibida pero que se legalizó en una reforma a la Ley de Crédito en el año de 1946.

En 1949 se creó un Bono Financiero con garantía específica, éste fue un instrumento indirecto de colocación de valores industriales entre el público, pero la emisión de este nuevo documento también fracasó.

Las reformas de 1949 a la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, tuvieron como objetivo el impulsar al sistema bancario nacional, para que fuera capaz de



atender, en forma eficaz y completa, la necesidad insatisfecha de crédito, especialmente a mediano y largo plazo.

En el año de 1950, se observaba que el ahorro interno era insuficiente, vale destacar que para esta época ya se conocían además de teorías económicas relacionadas con las grandes ventajas que tenía canalizar crédito a actividades productivas, experiencias concretas que empezaron a vivirse al término de la Segunda Guerra Mundial como el llamado Plan Marshall, el Plan Francés y el Plan Vanoni de Italia.

Fue entonces cuando, ya era evidente la importancia de la intermediación financiera. La reforma bancaria de este año acercó a las Financieras al mercado monetario, ya que quedaron autorizadas para recibir préstamos o aceptar créditos exigibles a un plazo no menor de 90 días, además podían obtener préstamos interbancarios sin ninguna reglamentación en cuanto a plazos, destino, liquidez, etcétera.

De este modo esas empresas se transformaron en bancos comerciales disfrazadas de Financieras, y así fue como empezó el auge de éstas.

De 1960 a 1971, el sistema bancario experimentó tasas aceleradas de crecimiento, aumentando en consecuencia su grado de penetración en la economía, esto se explica por la estabilidad macroeconómica que experimentó la economía durante este periodo, y también por las políticas de tasas de interés establecidas por el Gobierno, relacionadas íntimamente con la estabilidad de precios.

En la década de los setenta, el Gobierno impulsó la creación de la banca múltiple mediante la fusión de instituciones bancarias y las Financieras que hasta entonces llevaban a cabo operaciones especializadas, permitiendo diversificar sus riesgos y propiciar una menor regulación.



En 1975 entró en vigor la nueva Ley del Mercado de Valores y en 1978 salieron a la circulación los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). Ambos acontecimientos fueron decisivos para la constitución de un mercado importante de Deuda Pública, cuya existencia era condición indispensable para la realización del proceso de liberación bancaria. En efecto, antes de que ese mercado se llegara a desarrollar, el crédito interno destinado al Gobierno provenía casi exclusivamente del sistema bancario.

Con la Ley del Mercado de Valores de 1975, se actualizó la estructura de éste y la de los intermediarios bursátiles. Las Casas de Bolsa fueron estructuradas institucionalmente, se fijó para ellas un mínimo de capital y al quedar sus operaciones sujetas a una regulación formal, pudieron acreditarlas y expandirlas rápidamente.

La nueva Ley, representó un avance para el Sistema Financiero Mexicano y se constituyó en factor importante para la creación de un mercado de dinero y capitales en México. Por otro lado, los CETES representaron la base para la futura operación del mercado de dinero y para la creación de un mercado de Deuda Pública.

El 1º de Septiembre de 1982 el titular del Poder Ejecutivo expidió un decreto por medio del cual la banca comercial pasaba a ser propiedad del Gobierno Federal. Así, hubo un cambio en la naturaleza jurídica de las instituciones al pasar de Sociedades Anónimas a Sociedades Nacionales de Crédito de propiedad estatal mayoritaria.

La estatización de la banca trajo como consecuencia, la disolución de grupos financiero-industriales, permitió el desarrollo independiente de las Casas de Bolsa, compañías de seguros, compañías arrendadoras y otros intermediarios no bancarios.



El saneamiento de las Finanzas Públicas y la ampliación de los mercados financieros fueron condiciones necesarias para que la banca se liberara de la tarea de financiar el déficit del Sector Público, y permitió acentuar la desregulación de los bancos y de los otros intermediarios financieros.

En Diciembre de 1989 el Congreso aprobó una serie de iniciativas de reforma a las principales leyes del Sistema Financiero, buscando con ello avanzar en el desarrollo institucional del mismo. Fueron modificadas siguiente leyes⁷⁶:

- Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.
- Ley General de Instituciones de Seguros.
- Ley Federal de Instituciones de Fianzas.
- Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito.
- Ley del Mercado de Valores.
- Ley General de Sociedades de Inversión.

Los propósitos de las reformas de 1989 o Paquete Financiero, fueron:

- Mejorar la supervisión del sistema en su conjunto;
- Reconocer y regular sin excesos a los nuevos intermediarios e instrumentos;

⁷⁶ Anda Gutiérrez, Cuauthémoc, La nueva Banca Mexicana, México, edit. Cámara de Diputados, Agosto 1992.



- Fomentar la capitalización de los intermediarios y el aprovechamiento de economías a escala; y
- Promover una mayor cobertura de mercados y mejor competencia entre intermediarios.

La modernización financiera fortaleció la supervisión de las instituciones, adoptando medidas como por ejemplo: la división de la Comisión nacional Bancaria y de Seguros en dos organismos independientes: la Comisión Nacional Bancaria⁷⁷ y la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas.

El 2 de Mayo de 1990, el Presidente sometió al H. Congreso de la Unión, una iniciativa de reformas a los artículos 28 y 123 de la Constitución Mexicana. El propósito era ampliar la participación de los sectores privado y social en la propiedad de las instituciones de banca múltiple.

Después de aprobadas las reformas, y una vez que fueron publicadas en el Diario Oficial de la Federación, el Congreso recibió dos nuevas iniciativas de ley: la referente a las Instituciones de Crédito y la de Agrupaciones Financieras, que fueron aprobadas en la Cámara de Diputados el 10 de Julio del mismo año, así como reformas a la Ley del Mercado de Valores.

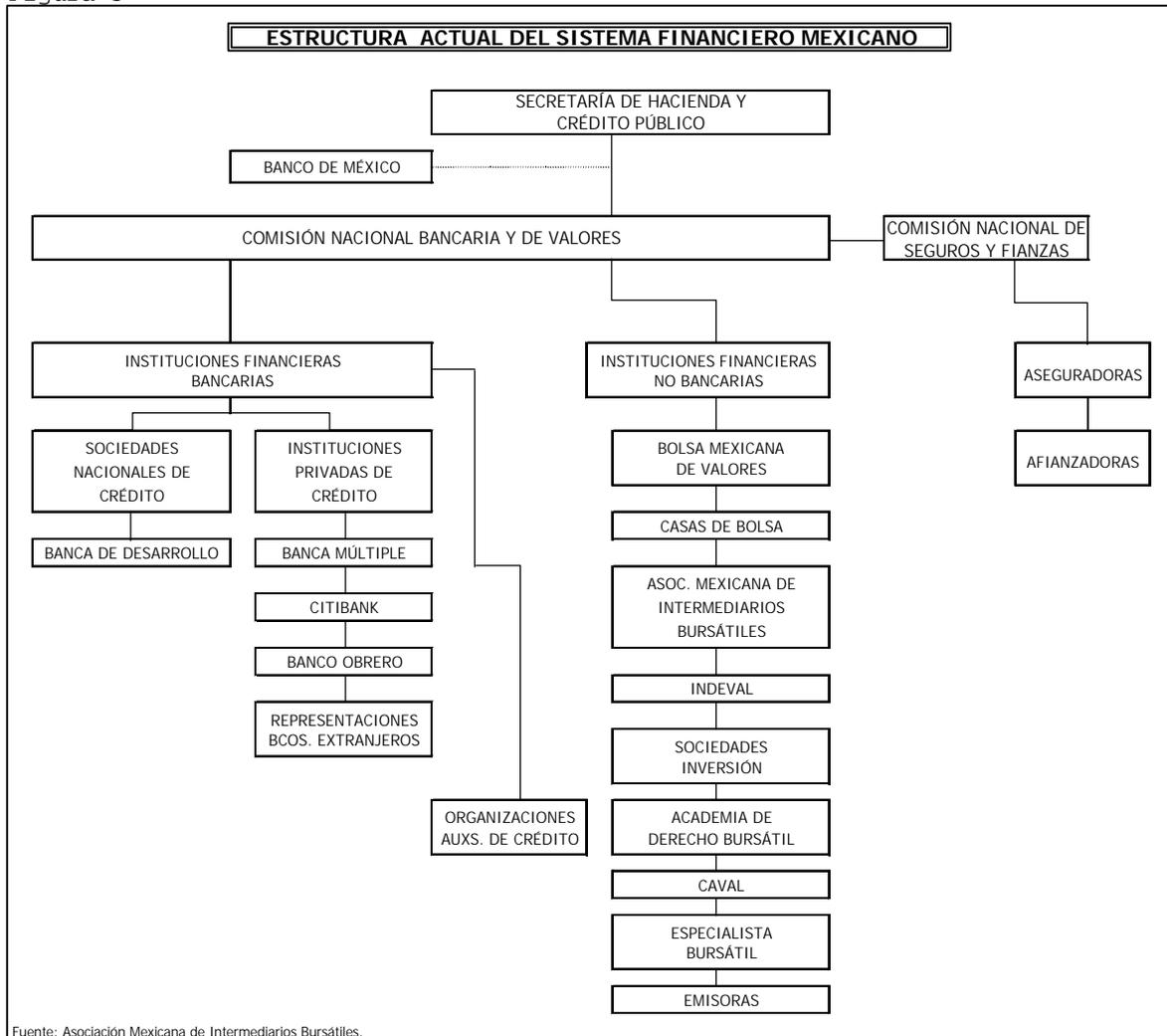
En 1993 se vuelve a reformar el Artículo 28 de la Constitución, esta vez para darle autonomía al Banco de México; también se perfecciona la garantía sobre los Valores por institución de la Caucción Bursátil, se faculta la realización del Arrendamiento a las Instituciones de Crédito, se otorga a las Casas de Bolsa la facultad de realizar Fideicomisos, se permite establecer filiales en territorio nacional a entidades financieras del extranjero que tuvieran Acuerdo Comercial con México y por último se reconoce la figura del Asesor de Inversiones.

⁷⁷ Más tarde se fusionaría con la Comisión Nacional de Valores, denominándose: Comisión Nacional Bancaria y de Valores.



Y en 1995, el Sistema Financiero Mexicano, quedaría estructurado de la siguiente manera (figura 5):

Figura 5



Ahora, por lo que respecta al desarrollo del financiamiento del Gobierno Federal vía colocación de valores en el mercado, partiremos de la época post-revolucionaria, en la cual se colocaron instrumentos principalmente para cubrir sus obligaciones, tanto de orden financiero como social, dentro de estos están los Bonos de Deuda Agraria que colocó en 1926 (tuvo canjes en 1931, 1932, 1934 y 1938) para el pago de las expropiaciones agrarias. Para pagar sus adeudos con el Banco de



México en 1940 colocó los Bonos de Obras Públicas de los Estados Unidos Mexicanos a una tasa nominal de rendimiento del 3%⁷⁸. En ese mismo año y con el fin de pagar a los afectados por la Revolución, colocó los Bonos de Deuda Pública Interior a 40 años.

En el periodo del llamado "desarrollo estabilizador", el Gobierno colocó bonos para financiar el desarrollo de los diferentes sectores de la economía y crear obras de infraestructura, como por ejemplo: los Bonos de Promoción Industrial (1948), los Bonos de Fomento a la Producción Agrícola (1950), los Bonos de Obras Portuarias, Bonos de Caminos y Bonos de Electrificación (1951) y los Bonos de Obras Municipales (1954). Todos estos instrumentos fueron de largo plazo y a tasas de interés nominal de entre 3 y 8%⁷⁹.

Entre 1963 y 1965, la Tesorería de la Federación emitió bonos, los cuales no tuvieron gran aceptación debido a sus inadecuados procedimientos de colocación y a que carecieron de un régimen legal apropiado. Estos serían los antecesores de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES).

Hasta mediados de la década de los setenta, el nivel de la colocación de Valores Gubernamentales en el mercado no había sido significativa por su monto, ni había podido ser usada por el Gobierno para regular el impacto monetario del Déficit Público. Sin embargo, a partir de 1975 y con la necesidad de diversificar el mercado y hacerlo más atractivo, se crea la Ley del Mercado de Valores (ya citada anteriormente), y se empiezan a emitir instrumentos que ofrecían al inversionista una mayor liquidez y cobertura.

En 1977 como consecuencia del auge petrolero y de la necesidad de su sector por desarrollar su infraestructura para

⁷⁸ Peñaloza Herrera, Ma. Guadalupe, *La deuda interna pública como factor de especulación en México 1980-1990*, Tesis de licenciatura, México, E.N.E.P.-ARAGÓN, U.N.A.M., 1993.

⁷⁹ Peñaloza Herrera, Ma. Guadalupe, op. cit.



atender los niveles crecientes de demanda que se venían dando, se realiza la primera emisión de PETROBONOS (ver cuadros 15, 16 y gráfico 5).

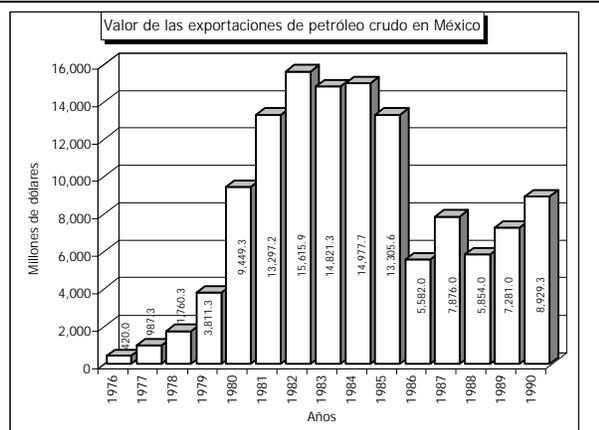
Cuadro 15

VALOR DE LAS EXPORTACIONES DE PETROLEO CRUDO (1976-1990)
(Miles de dólares)

Año	Petróleo crudo
1976	420,000
1977	987,266
1978	1,760,338
1979	3,811,261
1980	9,449,338
1981	13,297,244
1982	15,615,871
1983	14,821,265
1984	14,977,702
1985	13,305,575
1986	5,582,017
1987	7,875,972
1988	5,854,035
1989	7,281,018
1990	8,929,335

Fuente: Elaboración propia en base a cifras de la Sria. Energía, Minas e Industria Paraestatal, en: Presidencia de la República, 4° Informe de Gobierno del Lic. Carlos Salinas de Gortari, México, 1992, anexo estadístico.

Gráfico 5



Fuente: Elaboración propia en base a cifras de la Sria. Energía, Minas e Industria Paraestatal, en: Presidencia de la República, 4° Informe de Gobierno del Lic. Carlos Salinas de Gortari, México, 1992, anexo estadístico.

Cuadro 16

COLOCACIÓN DE PETROBONOS POR SECTORES (1977-1990)
(Saldo al final del periodo en millones de nuevos pesos a valor de mercado)

Año	Total	Banca de desarrollo y banca comercial	Sector Público no bancario	Empresas privadas y particulares
1977	2.0	0.2		1.8
1978	3.3	0.7		2.6
1979	8.7	0.6		8.1
1980	13.7	0.4		13.3
1981	11.9	0.1		11.7
1982	20.9	1.2		19.7
1983	31.2	1.2		30.0
1984	70.0		11.5	58.5
1985	433.1	0.6	6.4	426.1
1986	886.6	5.6	22.4	858.6
1987	2,658.0	191.3	214.1	2,252.6
1988	1,257.1	182.3	111.6	963.2
1989	866.6	309.3	43.7	513.6
1990	843.3	0.4	67.4	775.5

Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México, en: Presidencia de la República, 4° Informe de Gobierno del Lic. Carlos Salinas de Gortari, México, 1992, anexo estadístico.

A finales de ese mismo año se dieron los primeros pasos para establecer una nueva estrategia de Política Monetaria con la adopción de instrumentos para el financiamiento interno del Gobierno Federal en los mercados bursátiles, por lo cual el 28 de



Noviembre mediante decreto, se autoriza la emisión de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), que empezaron a circular a partir de Enero de 1978.

Los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), son títulos de crédito al portador colocados a una tasa de descuento, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal a pagar su valor nominal, el cual es de \$10.00, en la fecha de su vencimiento. Su objetivo principal es el de financiar al Gobierno Federal, la regulación monetaria y de las tasas de interés. Sus plazos son de 28, 91, 182 y 364 días; pero ha habido emisiones a 7, 14, 21, 56 y 728 días (ver cuadro 17).

Cuadro 17

CIRCULACIÓN DE LA COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA EN CETES DEL SECTOR PÚBLICO (1978-1993)	
(Saldos al final del periodo en millones de nuevos pesos a valor de mercado)	
Año	Cetes
1978	2.7
1979	24.5
1980	54.3
1981	96.5
1982	319.8
1983	617.8
1984	796.2
1985	2,360.4
1986	8,148.7
1987	28,006.2
1988	41,993.9
1989	53,973.1
1990	72,001.0
1991	72,374.5
1992	59,337.6
1993	81,014.0

Fuente: Elaboración propia, con cifras del Banco de México, en: Presidencia de la República, 4° Informe de Gobierno del Lic. Carlos Salinas de Gortari, México, 1992, anexo estadístico.

Entonces ya con la emisión de los Valores Gubernamentales se buscaron objetivos fiscales y monetarios, entre éstos últimos, los de coadyuvar a la regulación monetaria (como era ya el caso de los CETES) y controlar la inflación.

Su importancia fue en aumento a lo largo de la década de los ochenta, esto porque las tendencias inflacionario-recesivas y la



inestabilidad en los mercados financieros y cambiarios se acrecentaron, y su corrección se constituyó en uno de los objetivos centrales dentro del Programa de ajuste económico que implementó el Gobierno mexicano desde 1982.

Con este Programa de ajuste, se quisieron corregir los desequilibrios macroeconómicos y configurar condiciones de crecimiento y estabilidad. En él, se proponía disminuir y reestructurar el Gasto Público, revisando la Política Fiscal para elevar los ingresos del Gobierno y reducir en el corto plazo su Déficit, así como también la inflación. Es por ello que el endeudamiento interno con Valores Gubernamentales jugó un papel importante.

Es en la década de los ochenta que comienza a diversificarse más el financiamiento interno del Gobierno Federal, con la introducción de nuevos instrumentos, los cuales se enumeran a continuación (ver tabla 1):

Tabla 1

INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO FEDERAL	
INSTRUMENTO	CARACTERÍSTICAS
➤ Bonos de indemnización Bancaria (BIBS).	Títulos de crédito nominativos emitidos por el Gobierno Federal, donde se consignaba la obligación de pagar una suma fija de dinero en una fecha determinada. Se emitieron con el fin de financiarlo a largo plazo, para el pago de la indemnización de ex-accionistas de la banca. Su plazo era de 10 años, y vencían el 31 de Agosto de 1992. Su valor nominal era de \$100.00.
➤ Bonos de Renovación Urbana (BORES).	Títulos de crédito nominativos donde se consignaba la obligación del Gobierno Federal, a través del Departamento de Distrito Federal, de liquidar a la fecha de vencimiento de la emisión una suma fija de dinero al tenedor del documento. Comenzaron a circular el 12 de Octubre de 1985, para indemnizar a los propietarios de inmuebles expropiados por el Gobierno Federal, que resultaron seriamente dañados en los terremotos de 1985. Su plazo era de 10 años, y tenían un valor nominal de \$100.00.
➤ Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES).	Títulos denominados en dólares americanos y pagaderos en moneda nacional a la paridad controlada peso-dólar. Se emitieron por primera vez el 21 de Agosto de 1986, con objeto de ofrecer a los inversionistas mexicanos un instrumento de ahorro con cobertura cambiaria y contrarrestar la demanda de divisas. El nivel de las tasas de interés que ofrecían era superior a las de los instrumentos similares de los Estados



INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO FEDERAL

<ul style="list-style-type: none"> ➤ Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES). ➤ Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS). 	<p>Unidos de América. Su objetivo, fue el de contribuir a eliminar la fuga de capitales al exterior. Su plazo era de 182 días.</p> <p>Títulos de crédito nominativos, negociables, en los cuales se consignaba la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal a liquidar una suma de dinero con cortes periódicos de cupón. Se empezaron a emitir a partir del 22 de Septiembre de 1987, con ellos buscaba financiarse a mediano y largo plazo. Sus plazos son de 364 y 728 días (pagan cupones a 28 días), pero han habido emisiones a 532 días, y en el caso de los Bonos especiales, a plazo de 10 años. Su valor nominal es de \$100.00⁸⁰.</p> <p>Títulos de crédito nominativos, negociables a mediano y largo plazo, denominados en moneda nacional, en los cuales se consignaba la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal a liquidar una suma de dinero que se ajustaba quincenalmente, de acuerdo al Índice Nacional de Precios al Consumidor Quincenal, publicado por el Banco de México. Se comenzaron a emitir en 1989. Su fin era obtener recursos financieros a largo plazo, provenientes del público inversionista. Brindando la opción de ahorro a largo plazo sin merma en los rendimientos reales. Sus plazos eran de 1092 y 1820 días. Tenían un valor nominal de \$100.00⁸¹.</p>
--	--

Para ilustrar la tabla anterior, se presenta el siguiente cuadro (cuadro 18), en el cual se muestra el valor de la circulación de la colocación de estos Valores Gubernamentales.

Cuadro 18

CIRCULACIÓN DE LA COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO A TRAVÉS DE VALORES (1983-1993)					
(Saldos al final del periodo en millones de nuevos pesos a valor de mercado)					
Año	BIBS	BORES	PAGAFES	BONDES	AJUSTABONOS
1983	105.6				
1984	124.5				
1985	127.1				
1986	109.4	7.0	97.0		
1987	91.6	14.9	117.9	358.6	
1988	82.5	17.5	2,289.3	20,185.7	
1989	48.5	18.2	577.3	55,676.6	3,225.1
1990	33.0	20.4	1,529.6	64,513.1	14,311.1
1991	0.4	23.3	48.3	57,952.9	38,988.3
1992	0.6	23.3		36,847.5	36,271.3
1993	0.6	23.3		17,035.8	33,695.3

Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México, en: Presidencia de la República, 4° Informe de Gobierno del Lic. Carlos Salinas de Gortari, México, 1992, anexo estadístico.

⁸⁰ El 23 de octubre de 1997, se comenzaron a emitir Bondes a 3 años, pagando cupones cada 91 días.

⁸¹ Se dejaron de emitir el 5 de enero de 1995, en sus dos plazos, siendo su fecha de amortización el día jueves 30 de diciembre de 1999.



En 1989 se emitieron los Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS), pero de ellos se detallará más adelante.

Como se ha podido ver, a lo largo de la historia del Sistema Financiero Mexicano, el mercado de valores poco a poco fue tomando importancia y esto repercutió en la estructura del financiamiento interno del Gobierno Federal, pues su endeudamiento vía Valores Gubernamentales fue cobrando mayor importancia a partir de la década de los ochenta, manifestándose tanto en la diversificación de sus instrumentos, como en su monto de colocación (ver cuadro 19 y gráfico 6).

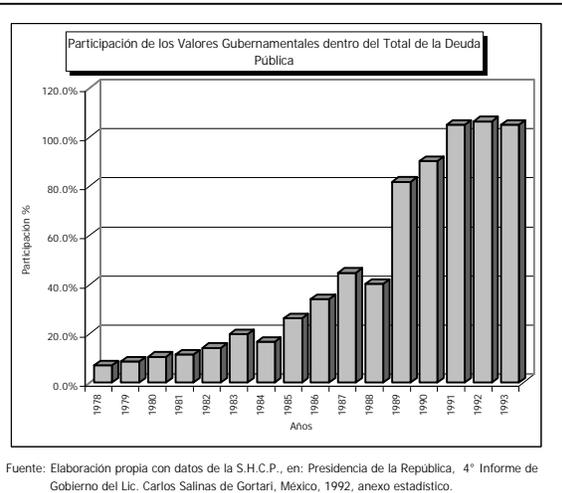
Cuadro 19

PARTICIPACIÓN DE LOS VALORES GUBERNAMENTALES DENTRO DE LA DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL

Año	Total Deuda Interna	Deuda con Valores	Participación (%)
1978	369.9	26.3	7.1%
1979	499.9	43.0	8.6%
1980	678.4	71.5	10.5%
1981	1,041.3	119.4	11.5%
1982	2,767.7	393.5	14.2%
1983	3,718.4	735.0	19.8%
1984	5,600.0	934.3	16.7%
1985	10,530.3	2,762.0	26.2%
1986	23,755.7	8,107.6	34.1%
1987	61,555.5	27,504.1	44.7%
1988	108,947.0	43,821.9	40.2%
1989	137,308.0	112,267.4	81.8%
1990	163,187.9	147,013.4	90.1%
1991	149,600.0	156,885.5	104.9%
1992	123,098.7	130,958.3	106.4%
1993	122,455.3	128,430.6	104.9%

Fuente: Elaboración propia con datos de la S.H.C.P., en: Presidencia de la República, 4° Informe de Gobierno del Lic. Carlos Salinas de Gortari, México, 1992, anexo estadístico.

Gráfico 6





3.2 Características.

Los Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS), comenzaron a emitirse en 1989, como una necesidad del Gobierno por atraer y mantener dentro del país capital extranjero, por lo que tenía que ofrecer en sus instrumentos, a parte de un atractivo rendimiento real una cobertura cambiaria.

Por ello, los objetivos principales de los TESOBONOS, fueron:

- Captar recursos financieros provenientes del público inversionista, especialmente en periodos de incertidumbre cambiaria.
- Utilizarlos como herramienta para la ejecución de la Política Monetaria.
- Conformar una opción de ahorro con cobertura contra el riesgo cambiario con rendimiento fijo y alta liquidez.

Los TESOBONOS, eran títulos de crédito al portador, denominados en dólares americanos, en los cuales se consignaba la obligación del Gobierno Federal de liquidar al tenedor, en una sola exhibición el día del vencimiento (en el caso de que fuera día inhábil bancario, lo haría el día hábil inmediato anterior), el equivalente en moneda nacional por el tipo de cambio publicado en el Diario Oficial de la Federación en esa fecha.

El tipo de cambio que se utilizaba para calcular el equivalente del pago en moneda nacional de los intereses y el principal, era el que se determinaba de conformidad con la Resolución sobre el Tipo de Cambio aplicable a los TESOBONOS denominados en moneda extranjera (dólares americanos) y pagaderos



en moneda nacional, publicada en el Diario Oficial de la Federación el 10 de Noviembre de 1991. En el evento de que no se pudiera calcular el tipo de cambio conforme al procedimiento señalado en dicha Resolución, el tipo de cambio aplicable sería el que publicara el Banco de México en el mencionado Diario Oficial el día hábil bancario inmediato anterior a aquél en que se hiciera el pago, de conformidad con el punto 3.1 de la propia Resolución.

Eran emitidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, como representante del Gobierno Federal, a través del Banco de México.

La Secretaría de Hacienda a través del sector financiero y Banco de México efectuaban reuniones los martes, miércoles, jueves y viernes de cada semana, para determinar el monto de las emisiones de los Valores Gubernamentales (CETES, BONDES, AJUSTABONOS Y TESOBONOS). Cada reunión tenía los fines que se describen a continuación:

REUNIÓN DEL MARTES:

Se informaba al C. Secretario de Hacienda, al C. Tesorero de la Federación y al Subtesorero de Control e Informática, los resultados preliminares de la Subasta de Valores Gubernamentales, así como las tasas aceptadas por el mercado.

REUNIÓN DEL MIÉRCOLES:

Se proporcionaba al grupo de trabajo interno de la Tesorería de la Federación abocado a la programación financiera, la estimación de la semana siguiente de los Ingresos y Gastos del Gobierno Federal, así como las amortizaciones de Deuda, con el objeto de determinar las necesidades de Financiamiento de la semana analizada, lo cual permitía prever el Saldo de la Cuenta Corriente y de dólares de la Tesorería en el Banco de México.



REUNIÓN DEL JUEVES:

Participaban conjuntamente la Secretaría de Hacienda con Banco de México en el proceso para determinar los montos y plazos más adecuados de la emisión de Valores Gubernamentales (CETES, BONDES, AJUSTABONOS Y TESOBONOS) que saldrían al mercado (propuesta), a fin de cubrir las necesidades de Financiamiento del Gobierno Federal.

Los representantes del Banco de México informaban, sobre el comportamiento del mercado de dinero y variables monetarias durante la semana, así como las expectativas de la siguiente.

El grupo financiero de la Secretaría de Hacienda, presentaba su propuesta y en caso de que hubiera diferencias con el Banco de México, se establecía un acuerdo para no afectar las tasas, ni al mercado de dinero.

REUNIÓN DEL VIERNES:

Se llevaba a cabo en oficinas del Banco de México, en la cual se determinaban los lineamientos de la convocatoria de emisión (montos y posibles tasas) de Valores Gubernamentales (CETES, BONDES, AJUSTABONOS Y TESOBONOS), a fin de confirmar o corregir la propuesta del jueves.

El grupo que participaba, se enlista a continuación:

- ⇒ Secretaría de Hacienda y Crédito Público:
 - ⇒ Tesorería de la Federación.
 - ⇒ Subsecretario del Ramo.
 - ⇒ Dirección General de Crédito Público.
 - ⇒ Dirección General de Planeación Hacendaria.
 - ⇒ Dirección General de Política Presupuestal.



⇒ Dirección General de Evaluación y Planeación de la Subsecretaría de Ingresos.

⇒ Banco de México:

⇒ Subgobernador.

⇒ Dirección General de Operaciones de Banca Central.

⇒ Director de Operaciones.

⇒ Director de Intermediación Financiera Privada.

⇒ Director de Organismos y Acuerdos Internacionales.

⇒ Tesorero del Banco de México.

⇒ Gerente de Mercado de dinero.

El marco jurídico para la emisión de Valores Gubernamentales (CETES, BONDES, AJUSTABONOS, TESOBONOS), es la siguiente:

BASE LEGAL.

⇒ Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Diario Oficial (D.O.) 5-Febrero-1917 y sus reformas.

LEYES.

⇒ Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

D.O. 27-Agosto-1932 y sus reformas.

⇒ Ley del Mercado de Valores.

D.O. 2-Enero-1972 y sus reformas.

⇒ Ley Orgánica de la Administración Pública Federal.

D.O. 29-Diciembre-1976 y sus reformas.

⇒ Ley General de Deuda Pública.

D.O. 31-Diciembre-1976 y sus reformas.



⇒ Ley del Banco de México.

D.O. 23-Diciembre-1993.

⇒ Ley de Sociedades de Inversión.

D.O. 14-Enero-1985 y sus reformas.

⇒ Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal del año en curso.

⇒ Ley de Servicio de la Tesorería de la Federación.

REGLAMENTOS.

⇒ Reglamento de la Ley del Servicio de la Tesorería de la Federación.

D.O. 3-October-1964 y sus reformas.

⇒ Reglas Administrativas en materia de Tesorería.

D.O. 18-Noviembre-1994.

⇒ Reglamento del Registro Nacional de Inversiones Extranjeras.

D.O. 28-Diciembre-1973 y sus reformas.

⇒ Reglamento de las Bolsas de Valores.

D.O. 19-Junio-1974.

⇒ Reglamento de la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros en materia de inspección, vigilancia y contabilidad.

D.O. 24-Noviembre-1988.

DECRETOS

⇒ Decreto del Presupuesto de Egresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal del año en curso.



RESOLUCIONES

⇒ Resolución sobre el tipo de cambio aplicable para calcular el equivalente en moneda nacional del principal y los intereses de los Bonos de la Tesorería de la Federación.

D.O. 10-Noviembre-1991.

Las emisiones de los TESOBONOS, eran colocadas semanalmente en el mercado de dinero mexicano, mediante el sistema de "subasta", asegurando con esto que la tasa de rendimiento de estos representara fielmente a las fuerzas del mercado, convirtiéndola en una tasa significativa.

Sus posibles adquirientes en mercado primario, eran personas morales nacionales o extranjeras, como Casas de Bolsa, Sociedades Nacionales de Crédito*, Instituciones de Seguros y Fianzas, así como Sociedades de Inversión. En mercado secundario, podían ser adquiridos por personas físicas o morales nacionales o extranjeros.

Las emisiones adquiridas por casas de Bolsa eran vendidas al público inversionista, obteniendo por esta operación un diferencial. En el caso de las Sociedades Nacionales de Crédito, podían acudir a las subastas semanales por cuenta propia y de sus clientes, pudiendo cobrar a éstos una comisión por dicha operación.

Fueron emitidos a plazos de 28, 91, 182 y 364 días.

Su custodia estaba a cargo del Instituto Nacional de Depósitos de Valores (INDEVAL).

* Lo que después de la reprivatización, fueran Grupos Financieros o Banca Comercial.



El valor nominal de cada TESOBONO era de 1,000 USD, mismo valor al que tendría que ser amortizado.

Su colocación, al igual que los CETES, era "bajo par", es decir, se colocaban a una tasa de descuento. Teniendo entonces una ganancia de capital, que era la diferencia que existía entre el monto que se pagaba al momento de la compra y el que se pagaba a su vencimiento.

La mecánica para conocer el Descuento (D) en pesos o en dólares y la tasa de descuento (d) de los TESOBONOS, era muy similar a la que se aplica en la mayoría de los instrumentos del mercado de dinero.

La tasa de descuento (d), se define como un porcentaje que al aplicarse al valor nominal, indicaba la cantidad de dólares o pesos (según el cálculo) que se debía descontar a los TESOBONOS para conocer su precio, y así saber la suma de dinero que se ganaría si se conservaba hasta su vencimiento.

El descuento era determinado por el mercado, principalmente en función de los rendimientos de otros instrumentos de inversión, de la oferta y demanda existentes y de las expectativas que es tuvieran con respecto al mercado cambiario.

La fórmula para calcularlo era:

$$\begin{array}{rclcl} \text{Descuento} & = & \text{tasa de descuento} & * & \text{Valor Nominal} \\ (D) & = & (d) & * & (VN) \end{array}$$

Ahora bien, las tasas de descuento se expresaban en porcentaje anual, por lo tanto, para calcular el precio (P) de un TESOBONO, se debía aplicar la siguiente fórmula, estimando la parte proporcional de la tasa de descuento aplicable al periodo (T) de inversión:

$$P = VN (VN * d * T/360) = VN * D$$



Para obtener la tasa de rendimiento (r) era necesario relacionar la ganancia derivada de los instrumentos con la inversión original. Esta inversión original era el precio que se pagaba por cada TESOBONO al momento de su compra. La fórmula a aplicar es la siguiente, misma que se expresa en porcentaje anual:

$$r = ((VN * P) / P) * (360 / T)$$

Para efectos prácticos, el valor nominal (VN) se debe entender como la cantidad de pesos que se obtendrían a la fecha de vencimiento del TESOBONO; para lo cual, se debía considerar la expectativa del comportamiento del tipo de cambio durante dicho periodo.

Su régimen fiscal era el siguiente:

- Personas Físicas.

De acuerdo a lo previsto en el Decreto Presidencial publicado en el Diario Oficial de la Federación el 28 de Junio de 1989 que autorizó la emisión de TESOBONOS, los intereses, los ingresos derivados de la enajenación, así como la ganancia cambiaria, incluyendo la correspondiente al principal que obtuvieran la Personas Físicas tenedoras de los mismos, estaban exentos del pago del Impuesto Sobre la Renta.

En caso de que ocurriera una pérdida en la enajenación de este instrumento, la misma no sería deducible para efectos del Impuesto Sobre la Renta, de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 137, fracción XII de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.



- Personas Morales.

Debido a que los TESOBONOS estaban documentados en moneda extranjera, la utilidad o pérdida cambiaria devengadas asimilaban intereses, y por lo tanto se debían reconocer en los términos del Artículo 7-A de la Ley del Impuesto Sobre la Renta.

El producto que se obtuviera como titular de los TESOBONOS por un determinado periodo se integraba por ganancia de capital, por utilidad en cambios y en su caso por intereses, por lo que cada concepto recibía un tratamiento fiscal distinto.

En caso de que ocurriera pérdida en la venta de los títulos, esta podía deducirse exclusivamente contra la ganancia, que en su caso, se obtuviera en la enajenación de acciones, partes sociales, obligaciones y otros valores mobiliarios en el mismo ejercicio o en los tres siguientes (Artículo 25, Fracción XVIII, de la Ley del Impuesto Sobre la Renta).

- Residentes en el extranjero.

En la Circular 10/123 de fecha 5 de Julio de 1989 expedida conjuntamente por la Comisión Nacional de Valores y por el Banco de México, se estableció en la regla décima que las Casas de Bolsa podrían proporcionar el servicio de guardar y administrar los TESOBONOS a personas residentes en el extranjero, por lo que estas últimas, estaban facultadas para invertir en TESOBONOS.

Estaban exentos, del pago de Impuesto Sobre la Renta.



3.3 El auge de los TESOBONOS como consecuencia de la incertidumbre cambiaria.

Cuando toma el poder Carlos Salinas de Gortari, en vez de revisar la política cambiaria para disminuir las presiones sobre el sector externo y las Reservas Internacionales, procede a vender las grandes empresas públicas y a liberalizar más la economía, buscando con ello generar las condiciones de confianza necesarias para que el capital fluyese a la economía, y financiar el déficit externo y la política cambiaria antiinflacionaria.

Toda la política se refuncionalizó para crear condiciones de rentabilidad y estabilidad monetaria. No por nada el gobierno de Salinas nunca devaluaría, sería lo último que haría, debido a que ello desvalorizaría el capital ubicado en el país.

En la medida en que las políticas neoliberales en nuestro país descansaran en la entrada de capitales, no se podía proceder a desvalorizarlos, pues se generaría una crisis de confianza que llevaría a dichos capitales a salir y a dejar de fluir al país, causando con ello una crisis de vastas dimensiones, como la vivida desde finales de 1994.

Salinas no se preocupó por devaluar para ajustar el déficit externo, ya que había suficiente entrada de capitales para su financiamiento, su atención se centró meramente en mantener la estabilidad monetaria-cambiaria para que el capital siguiera llegando y mantener la paridad cambiaria sobrevaluada.

A pesar de la reducción de la inflación durante los años de Salinas, prosiguieron los depósitos de corto plazo, debido al creciente déficit externo derivado de la política cambiaria sobrevaluada y de la economía abierta y, que al mantener el riesgo cambiario, impedía depósitos de largo plazo y por lo tanto la flexibilización del crédito interno; para que éstos se pudieran



incrementar se requerían condiciones de rentabilidad y crecimiento de la esfera productiva, así como estabilidad monetaria de largo plazo, situación que no aconteció en el país en los dos últimos sexenios.

Los elementos que habían hecho posible la entrada de capitales para financiar el déficit externo y el tipo de cambio antiinflacionario, se agotaron. Se agotó el proceso de privatización de empresas públicas permitidas por la Constitución del país; por otra parte, gran entrada de capitales se dio a raíz de las expectativas de rentabilidad y crecimiento derivadas del Tratado de Libre Comercio; sin embargo, a pesar de la economía abierta y el ingreso de México a este Tratado, no se dio una dinámica industrial, ni un crecimiento económico significativo, ni se aseguró la rentabilidad esperada, por lo que se redujo la entrada de capitales a nuestro país.

Con esto se revertía el proceso que había hecho posible la gran entrada de capitales especulativos, por lo que se comprometía el financiamiento del sector externo y así la estabilidad monetaria-cambiaría.

Los límites del modelo neoliberal ya se venían manifestando desde 1993; en ese año el P.I.B. solo creció en 0.4% y la producción manufacturera decreció en 1.4% con un déficit comercial manufacturero de 28,000 millones de dólares.⁸²

Una economía que no crece y presenta déficit en cuenta corriente crecientes, así como altos niveles de endeudamiento externo, deja de ofrecer atractivos de inversión, ya que no garantiza condiciones de pago, además de presentar un riesgo cambiario creciente comprometiendo la rentabilidad real de la inversión, frenando así la entrada de capitales.

⁸² Huerta González, Arturo, "La crisis del neoliberalismo mexicano". Problemas del desarrollo, vol. 26, núm. 101, México, Instituto de Investigaciones Económicas, U.N.A.M., abril-junio 1995.



Al frenarse la entrada de capitales, se vieron afectadas las ganancias especulativas que ofrecía el sector financiero, orillando a los inversionistas a buscar mercados más seguros y rentables, afectando los niveles de la reserva internacional.

La liberalización del sistema financiero funcionó, tanto para atraer capitales como para facilitar su salida. No obstante, ejerció presiones sobre las tasas de interés así como en una cobertura cambiaria en los Valores Gubernamentales.

Los tenedores de Valores Gubernamentales empezaron a demandar valores indizados en dólares, obligando al Gobierno a incrementar los montos de colocación de TESOBONOS, con los que se cubriría el riesgo cambiario existente, constituyéndose así una bomba de tiempo (ver cuadro 20 y gráfico 7).

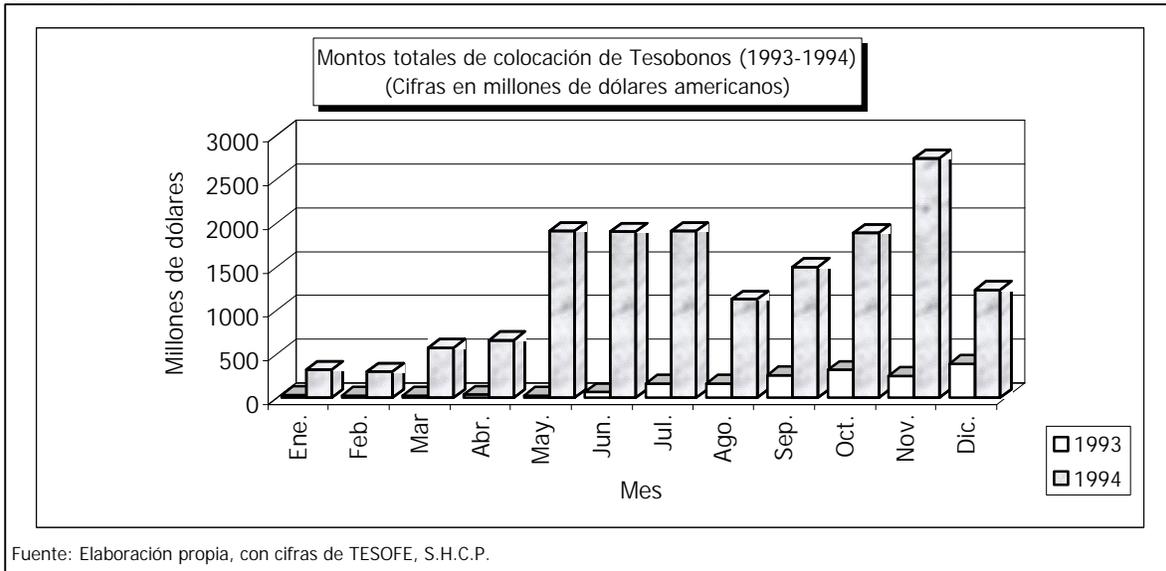
Cuadro 20

MONTOS DE COLOCACIÓN DE TESOBONOS DEL GOBIERNO FEDERAL (1993-1994) 1_/					
(Cifras en dólares americanos)					
Mes	Montos de colocación por plazo				Total de la colocación
	28 días	91 días	182 días	364 días	
1993					
Enero	32,880,000.0	0.0	0.0	0.0	32,880,000.0
Febrero	27,220,000.0	0.0	0.0	0.0	27,220,000.0
Marzo	27,690,000.0	0.0	0.0	0.0	27,690,000.0
Abril	37,140,000.0	0.0	0.0	0.0	37,140,000.0
Mayo	26,190,000.0	0.0	0.0	0.0	26,190,000.0
Junio	16,540,000.0	48,620,000.0	0.0	0.0	65,160,000.0
Julio	15,000,000.0	130,000,000.0	20,000,000.0	0.0	165,000,000.0
Agosto	0.0	120,000,000.0	45,000,000.0	0.0	165,000,000.0
Septiembre	0.0	120,000,000.0	140,000,000.0	0.0	260,000,000.0
Octubre	0.0	120,000,000.0	200,000,000.0	0.0	320,000,000.0
Noviembre	0.0	103,550,000.0	148,000,000.0	0.0	251,550,000.0
Diciembre	0.0	150,000,000.0	240,000,000.0	0.0	390,000,000.0
Total 1993	182,660,000.0	792,170,000.0	793,000,000.0	0.0	1,767,830,000.0
1994					
Enero	0.0	120,000,000.0	200,000,000.0	0.0	320,000,000.0
Febrero	0.0	99,250,000.0	200,000,000.0	0.0	299,250,000.0
Marzo	0.0	300,000,000.0	272,000,000.0	0.0	572,000,000.0
Abril	280,000.0	299,330,000.0	360,000,000.0	0.0	659,610,000.0
Mayo	0.0	787,940,000.0	741,500,000.0	382,310,000.0	1,911,750,000.0
Junio	0.0	778,200,000.0	672,570,000.0	454,060,000.0	1,904,830,000.0
Julio	0.0	670,660,000.0	635,930,000.0	601,290,000.0	1,907,880,000.0
Agosto	0.0	533,580,000.0	242,790,000.0	350,000,000.0	1,126,370,000.0
Septiembre	0.0	500,000,000.0	500,000,000.0	500,000,000.0	1,500,000,000.0
Octubre	0.0	651,800,000.0	603,870,000.0	630,880,000.0	1,886,550,000.0
Noviembre	0.0	1,025,000,000.0	940,520,000.0	773,080,000.0	2,738,600,000.0
Diciembre	0.0	474,600,000.0	483,000,000.0	281,350,000.0	1,238,950,000.0
Total 1994	280,000.0	6,240,360,000.0	5,852,180,000.0	3,972,970,000.0	16,065,790,000.0

1_/Los montos corresponden al tramo de Financiamiento Interno.

Fuente: Elaboración propia, con cifras de TESOFE, S.H.C.P.

Gráfico 7



Los TESOBONOS, como una alternativa del Gobierno para financiarse, así como para retener el capital extranjero en nuestro país, se derivó de las inconsistencias y fragilidades generadas por las políticas neoliberales seguidas en México, a pesar de que las autoridades siguen afirmando que los problemas económicos fueron a causa de los acontecimientos políticos nacionales. El problema es que los fuertes rezagos productivos, competitivos y financieros de la economía mexicana, llevaron a que cualquier conflicto político acentuara las expectativas negativas de la economía nacional, propiciara la salida de capitales y frenara su entrada.

A pesar del superávit fiscal que se logró durante el periodo de Salinas, la Deuda Pública interna volvió a crecer, y de ahí la importancia de los Cetes, pero sobre todo de los TESOBONOS. Durante 1994 la masa de los TESOBONOS en circulación aumentó, afectando con ello el nivel de la deuda interna, pues de Marzo a Junio se elevó de 6,021 a 26,082 millones de pesos, volviendo a aumentar a 48,730 m.d.p. en Septiembre y a 94,679 en Diciembre (ver cuadro 21 y gráfico 8).



Cuadro 21

COLOCACIÓN DE LA DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO A TRAVÉS DE TESOBONOS DURANTE 1993 Y 1994

CIRCULACIÓN TOTAL Y TENENCIA POR SECTORES

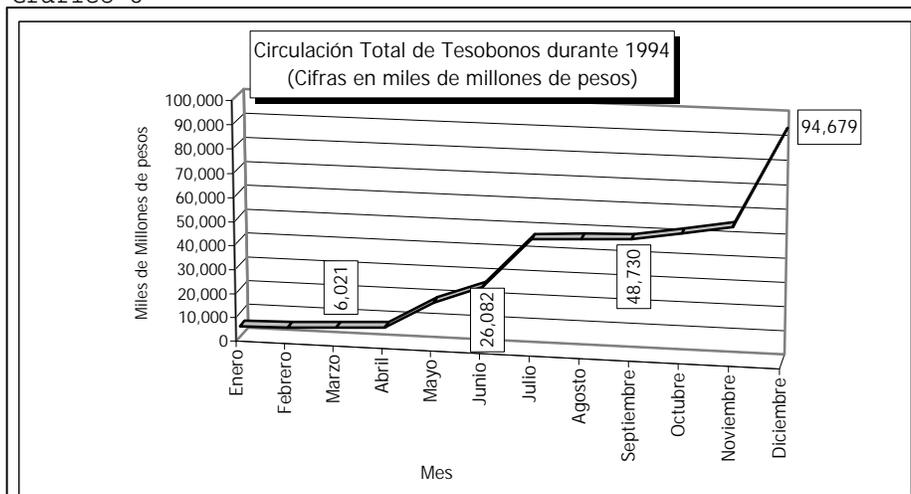
(Saldos corrientes en miles de millones de pesos, valor de mercado)

SALDOS AL FINAL DE:	TOTAL	Sistema Bancario			Otros Intermediarios Financieros	Sector Público No Bancario	Empresas Privadas y Particulares
		Banco de México	Banca de Desarrollo	Banca Comercial			
1993							
Enero	778.00	-1,378.00	0.00	0.00	1,224.00	0.00	933.00
Febrero	151.00	-1,260.00	0.00	0.00	1,227.00	0.00	184.00
Marzo	94.00	-1,810.00	0.00	0.00	1,199.00	0.00	704.00
Abril	89.00	-1,210.00	0.00	0.00	1,205.00	0.00	94.00
Mayo	87.00	-1,221.00	0.00	0.00	1,218.00	0.00	90.00
Junio	213.00	-1,273.00	0.00	0.00	1,223.00	0.00	262.00
Julio	671.00	-1,316.00	0.00	0.00	1,229.00	0.00	758.00
Agosto	1,170.00	-1,295.00	0.00	0.00	1,232.00	0.00	1,232.00
Septiembre	1,949.00	-1,386.00	0.00	0.00	1,239.00	10.00	2,087.00
Octubre	2,608.00	-1,791.00	0.00	0.00	1,244.00	0.00	3,155.00
Noviembre	3,064.00	-4,185.00	0.00	935.00	1,247.00	274.00	4,794.00
Diciembre	3,842.00	-2,291.00	0.00	404.00	1,231.00	21.00	4,476.00
1994							
Enero	4,512.00	-3,030.00	0.00	344.00	1,237.00	324.00	5,637.00
Febrero	5,081.00	-3,160.00	0.00	78.00	1,283.00	97.00	6,784.00
Marzo	6,021.00	-7,739.00	0.00	611.00	1,348.00	2.00	11,800.00
Abril	7,049.00	-26,098.00	127.00	1,900.00	1,319.00	61.00	29,739.00
Mayo	18,578.00	-21,002.00	259.00	1,422.00	1,350.00	441.00	36,107.00
Junio	26,082.00	-17,964.00	697.00	631.00	1,390.00	699.00	40,630.00
Julio	46,895.00	-8,889.00	600.00	2,210.00	1,401.00	309.00	51,263.00
Agosto	47,858.00	-17,930.00	770.00	911.00	1,399.00	359.00	62,349.00
Septiembre	48,730.00	-14,906.00	656.00	127.00	1,419.00	1,576.00	59,857.00
Octubre	51,922.00	-8,266.00	547.00	40.00	0.00	1,688.00	57,913.00
Noviembre	55,574.00	-8,645.00	215.00	369.00	0.00	1,648.00	61,987.00
Diciembre	94,679.00	-20,074.00	1,615.00	3,626.00	0.00	3,098.00	106,414.00

Nota: Los totales podrán no coincidir, debido al redondeo de las cifras.

Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México, Indicadores Económicos, Abril 1995, I-28

Gráfico 8



Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México.



La Deuda Pública interna se había reducido previamente a raíz del proceso de privatización de las empresas públicas, cuyo producto se canalizó a su pago, contribuyendo a generar el superávit fiscal. Pero, ante la entrada creciente de capitales al país, el Gobierno tuvo que emitir valores para contrarrestar el impacto inflacionario que esta generaba; y con una mayor Deuda Pública interna indizada en dólares, es decir, colocada en TESOBONOS, se contribuía a financiar el déficit del sector externo, a pesar de que se estuvieran rebasando los límites de endeudamiento externo autorizados por la Cámara de Diputados; pero el Gobierno argumentaba, que a pesar de que esta deuda estuviera indizada en dólares, no dejaba de ser interna, pues ésta sería pagada en pesos (ver cuadros 22 y 23).

Cuadro 22

ENDEUDAMIENTO NETO DEL GOBIERNO FEDERAL A TRAVÉS DE TESOBONOS			
DURANTE 1994 1_/			
(Cifras en dólares americanos)			
Mes	Monto Nominal de Colocación (a)	Monto Nominal de Amortización (b)	Endeudamiento Neto (a - b)
Enero	320,000,000.00	140,000,000.00	180,000,000.00
Febrero	299,250,000.00	148,550,000.00	150,700,000.00
Marzo	572,000,000.00	290,000,000.00	282,000,000.00
Abril	659,610,000.00	320,000,000.00	339,610,000.00
Mayo	1,911,750,000.00	247,530,000.00	1,664,220,000.00
Junio	1,904,830,000.00	540,000,000.00	1,364,830,000.00
Julio	1,907,880,000.00	499,330,000.00	1,408,550,000.00
Agosto	1,126,370,000.00	987,940,000.00	138,430,000.00
Septiembre	1,500,000,000.00	1,050,200,000.00	449,800,000.00
Octubre	1,886,550,000.00	1,030,660,000.00	855,890,000.00
Noviembre	2,738,600,000.00	1,436,130,000.00	1,302,470,000.00
Diciembre	1,238,950,000.00	1,011,520,000.00	227,430,000.00
Total Anual	16,065,790,000.00	7,701,860,000.00	8,363,930,000.00

1_/Los montos corresponden al tramo de Financiamiento Interno.
Fuente: Elaboración propia, con cifras de TESOFE, S.H.C.P.



Cuadro 23

ENDEUDAMIENTO NETO DEL GOBIERNO FEDERAL EN TESOBONOS POR PERIODO (1994) ^{1/}					
Periodo	Monto Nominal de Colocación (cifras en USD)	Monto Nominal de Amortización (cifras en USD)	Endeudamiento Neto (cifras en USD)	Tipo de Cambio ^{2/}	Endeudamiento Neto (cifras en pesos)
Enero-Marzo	1,191,250,000.0	578,550,000.0	612,700,000.0	3.2841	2,012,168,070.00
Abril-Junio	4,476,190,000.0	1,107,530,000.0	3,368,660,000.0	3.3607	11,321,055,662.00
Julio-Septiembre	4,534,250,000.0	2,537,470,000.0	1,996,780,000.0	3.3998	6,788,652,644.00
Octubre-Diciembre	5,864,100,000.0	3,478,310,000.0	2,385,790,000.0	3.9308	9,378,063,332.00
Total Anual	16,065,790,000.0	7,701,860,000.0	8,363,930,000.0		29,499,939,708.00

1_/Los montos corresponden al tramo de Financiamiento Interno.
2_/Tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera y pago de Tesobonos, el cual comenzó a operar en noviembre de 1991.
Nota: El tipo de cambio utilizado, corresponde al promedio mensual del último mes de cada período.
Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México y TESOFE, S.H.C.P.

Los TESOBONOS fueron utilizados por el Gobierno, como "ancla", para no dejar salir los capitales invertidos en nuestro país, pues como se ha venido señalando a lo largo de este trabajo, la economía se ha sustentado en la entrada y permanencia de estos. Los TESOBONOS fueron la gran esperanza por sostener una economía ficticia, eran solamente una forma de financiar algo que no existía.

3.3.1 Transferencia de capitales invertidos en CETES a TESOBONOS.

Febrero de 1994, comienza la cuenta regresiva. Es en este mes, en que el nivel de las Reservas Internacionales llegó a la cifra máxima de 30,055 millones de dólares⁸³. Las entradas de capital en ese bimestre fueron cuantiosas, pues la incertidumbre que el Gobierno vinculó con el levantamiento de Chiapas, se vio compensada con el impacto favorable de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio. En este momento se debió replantear la política cambiaria del país.

Pero cambios importantes en la Política Monetaria de Estados Unidos, como por ejemplo el alza en sus tasas de interés, y las ineficiencias en el aparato productivo mexicano, coincidieron con acontecimientos políticos dramáticos e imprevistos en México,

⁸³ Cifras de Banco de México en: <http://www.banxico.org.mx/cgi-bin/wibamex>. México 1999.



disminuyendo notoriamente el atractivo de invertir que ejercía el país para los inversionistas extranjeros y nacionales.

El Gobierno hizo creer que fue el asesinato de Luis Donaldo Colosio, lo que precipitó en forma directa la salida masiva de capitales y la disminución espectacular de las Reservas Internacionales, las cuales cayeron en casi 11,000 millones de dólares⁸⁴ entre el 23 de Marzo y el 21 de Abril de 1994. Pero como se ha venido señalando en esta investigación, no fueron los acontecimientos políticos, sino los problemas del déficit creciente de cuenta corriente, la menor entrada de capitales, el mayor endeudamiento externo de corto plazo, así como las magras condiciones de rentabilidad y crecimiento que ofrecía la economía nacional (ver cuadro 24, 25 y gráficos 9 y 10).

Cuadro 24

Mes	1993			1994		
	Millones de pesos	Tipo de cambio 1 /	Millones de USD	Millones de pesos	Tipo de cambio 1 /	Millones de USD
Enero	64,373.54	3.1100	20,698.89	81,612.75	3.1075	26,263.15
Febrero	66,293.64	3.0989	21,392.64	93,515.63	3.1115	30,054.84
Marzo	64,791.88	3.1083	20,844.80	82,815.71	3.2841	25,217.17
Abril	74,222.93	3.0955	23,977.69	56,513.84	3.3536	16,851.69
Mayo	72,639.94	3.1227	23,261.90	56,818.15	3.3120	17,155.24
Junio	69,518.18	3.1213	22,272.19	54,263.71	3.3607	16,146.55
Julio	70,236.38	3.1236	22,485.72	54,982.87	3.4009	16,167.15
Agosto	70,378.98	3.1126	22,610.99	55,490.09	3.3821	16,406.99
Septiembre	71,284.13	3.1127	22,901.06	54,939.54	3.3998	16,159.64
Octubre	71,759.05	3.1142	23,042.53	59,140.75	3.4158	17,313.88
Noviembre	58,172.31	3.1553	18,436.38	43,022.11	3.4426	12,496.98
Diciembre	76,211.02	3.1077	24,523.29	32,739.20	3.9308	8,328.89

1_/Tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera, venta, cotización promedio del mes, en pesos por dólar.
Fuente: Elaboración propia, en base a cifras de Banco de México, dirección en internet: www.banxico.org.mx

⁸⁴ Griffith-Jones, Stephany, "La crisis del peso mexicano", *Revista de la CEPAL*, n°60, diciembre 1996.



Cuadro 25

SALDOS EN CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS 1993-1994										
(Millones de dólares)										
Concepto	1993	1994	Por trimestres							
			1993				1994			
			I	II	III	IV	I	II	III	IV
Saldo de la cuenta corriente	-23,399.2	-28,785.5	-5,661.1	-5,742.1	-6,569.1	-5,426.9	-6,695.9	-7,120.4	-7,651.4	-7,317.7
Ingresos	67,752.1	78,102.7	15,628.3	16,854.8	16,780.3	18,488.6	17,979.8	19,366.1	19,393.5	21,363.3
Exportaciones de mercancías 1/	51,886.0	60,882.2	11,769.3	12,949.5	12,915.3	14,251.9	13,775.9	15,067.7	15,064.2	16,974.4
Servicios no factoriales	9,419.2	9,737.3	2,393.9	2,245.2	2,191.3	2,588.9	2,570.4	2,342.0	2,300.4	2,524.4
Servicios factoriales	2,790.0	3,452.3	684.8	680.5	698.0	726.7	766.8	835.2	892.9	957.4
Transferencias	3,656.9	4,030.9	780.4	979.6	975.8	921.1	866.6	1,121.2	1,136.0	907.1
Egresos	91,151.3	106,888.2	21,289.4	22,596.9	23,349.4	23,915.5	24,675.7	26,486.5	27,044.9	28,681.0
Importaciones de mercancías 1/	65,366.5	79,345.9	15,384.6	16,319.5	16,326.2	17,336.2	18,073.1	19,618.0	19,858.5	21,796.3
Servicios no factoriales	11,549.1	11,909.8	2,605.5	2,750.5	2,985.2	3,208.0	2,816.7	2,886.0	3,022.5	3,184.6
Servicios factoriales	14,219.1	15,615.4	3,298.3	3,522.7	4,031.9	3,366.3	3,784.9	3,978.2	4,157.6	3,694.8
Transferencias	16.5	17.1	1.0	4.3	6.1	5.1	1.0	4.3	6.3	5.4

Nota: Los totales no pueden coincidir, debido al redondeo de las cifras.
Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México, *Indicadores Económicos*, Abril 1995, IV-1

Gráfico 9

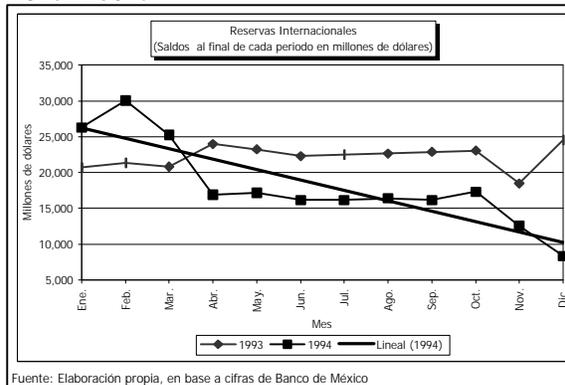
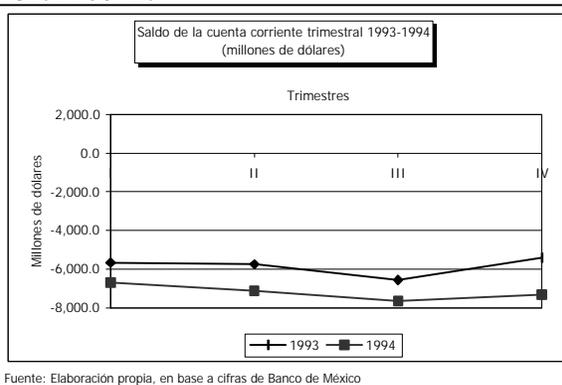


Gráfico 10



De hecho, durante todo 1994, fue la combinación simultánea de las mayores rentabilidades estadounidenses, la falta de crecimiento económico nacional, y la mayor percepción de la inestabilidad política en México, lo que desalentó la entrada del flujo de capitales, y en efecto provocó su salida.

Ante el cambio de percepciones tanto de los inversionistas nacionales como extranjeros, las autoridades mexicanas pudieron elegir entre dos opciones. La primera habría consistido en hacer mucho más estricta la Política Monetaria y aumentar la paridad móvil o ampliar la banda cambiara, lo cual hubiera tenido un efecto positivo sobre el gran déficit en cuenta corriente y hubiera vuelto más atractivo a México para invertir en comparación con Estados Unidos.



La segunda, que fue la que siguieron las autoridades mexicanas, consistió en hacer un pequeño ajuste a la Política Monetaria y no modificar la paridad cambiaria.

Aunque después del 23 de Marzo de 1994 la Política Monetaria se volvió un poco más restrictiva y las tasas de interés de los Cetes aumentaron de 10.1% a 17.8% un mes más tarde, posteriormente ya no hubieron más restricciones, de hecho estas tasas fluctuaron entre 16% y 18%, comenzando a declinar en Agosto y para fines de Noviembre alcanzaron niveles de entre 13% y 15%⁸⁵. Lo que las autoridades monetarias mexicanas hicieron, fue "esterilizar" el impacto monetario de la salida de las Reservas Internacionales, tratando de expandir el crédito interno; así, la base monetaria aumentó, a pesar de que las reservas caían vertiginosamente (ver cuadro 26 y gráficos 11 y 12).

Cuadro 26

TASAS DE RENDIMIENTO DE CETES EN MERCADO PRIMARIO DURANTE 1994					
(Promedios mensuales)					
Mes	28 días	91 días	182 días	364 días	728 días
Enero	10.52%	10.75%	10.77%	10.72%	10.90%
Febrero	9.45%	9.80%	10.29%	10.53%	10.68%
Marzo	9.73%	10.31%	11.29%	11.37%	11.30%
Abril	15.79%	15.92%	15.62%	15.16%	14.36%
Mayo	16.36%	17.44%	16.40%	16.41%	n.c.
Junio	16.18%	16.74%	15.82%	15.57%	15.26%
Julio	17.07%	17.38%	17.01%	16.33%	15.98%
Agosto	14.46%	14.76%	14.06%	13.41%	13.70%
Septiembre	13.76%	14.15%	13.81%	13.39%	13.77%
Octubre	13.60%	13.98%	14.03%	13.63%	14.23%
Noviembre	13.74%	14.54%	14.50%	14.28%	14.20%
Diciembre	18.51%	19.62%	15.24%	15.12%	15.20%

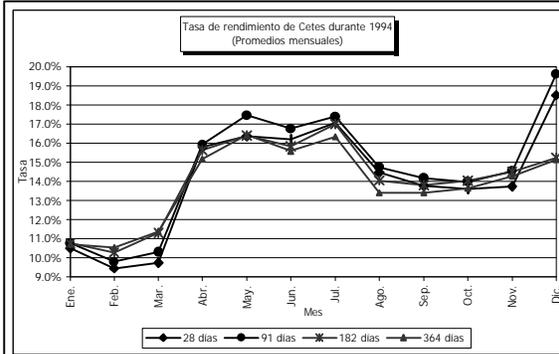
n.c. : No hubo colocación

Fuente: Elaboración propia, con cifras de TESOFE, S.H.C.P.

⁸⁵ Para el caso de los Cetes a plazo de 91 días.

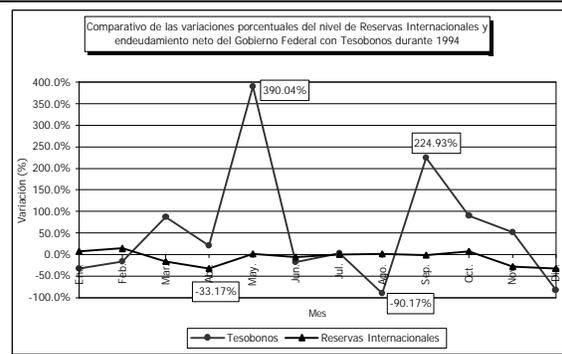


Gráfico 11



Fuente: Elaboración propia, con cifras de TESOFE, S.H.C.P.

Gráfico 12



Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México y TESOFE, S.H.C.P.

Como se señaló anteriormente, la política cambiaria no se modificó, aunque hubo cierta devaluación real dado que el peso se movió desde fines de Marzo casi hasta el límite de la banda, y se mantuvo ahí hasta Diciembre.

El contexto de incertidumbre generado por el riesgo cambiario, comprometía las condiciones de rentabilidad de los tenedores de Valores Gubernamentales y de acciones, así como de las empresas endeudadas en dólares, aumentando con esto la demanda de efectivo para su reconversión a dicha moneda. Los agentes financieros obligaron al Gobierno a pagar más por la emisión de su deuda, con el fin de mantener su capital en el país, por lo que comenzaron a demandar que fueran indizados al dólar los Valores Gubernamentales, y así protegerse de los daños que la devaluación originara.

Ante los reclamos de mayor seguridad en las inversiones financieras, las autoridades mexicanas optaron por que los tenedores no residentes en el país trasladaran sus capitales invertidos en Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes) denominados en pesos, a Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS) denominados en dólares, generando con esto una disminución en el nivel de las reservas.

A pesar de los aumentos en las tasas de interés en 1994 para desestimular la demanda de dólares que pudiese comprometer las



reservas y la estabilidad monetaria, el grueso de los inversionistas siguieron trasladando sus capitales de Cetes a TESOBONOS. Esto constituyó una bomba de tiempo, ya que los pasivos en moneda extranjera de corto plazo, crecían en mayor proporción que las Reservas Internacionales.

Como consecuencia se modificó significativamente la estructura de los Valores Gubernamentales a favor de los TESOBONOS. Así, el Gobierno transfería su deuda interna de pesos a dólares, para evitar la eminente salida de capitales y buscar su entrada para financiar el déficit externo (ver cuadros 27 y 28, gráficos 13 y 14).

Cuadro 27

MONTOS DE COLOCACIÓN DE VALORES GUBERNAMENTALES EN MERCADO PRIMARIO POR INSTRUMENTO DURANTE 1993 1_/							
Mes	CETES (pesos)	TESOBONOS			BONDES (pesos)	AJUSTABONOS (pesos)	Total Mensual (pesos)
		(Dólares americanos)	Tipo de cambio 2_/	(pesos)			
Enero	12,727,280,000.0	32,880,000.0	3.1100	102,256,800.0	1,500,000,000.0	0.0	14,329,536,800.0
Febrero	8,054,300,000.0	27,220,000.0	3.0989	84,352,058.0	2,000,000,000.0	0.0	10,138,652,058.0
Marzo	9,470,000,000.0	27,690,000.0	3.1083	86,068,827.0	450,000,000.0	0.0	10,006,068,827.0
Abril	12,745,880,000.0	37,140,000.0	3.0955	114,966,870.0	0.0	0.0	12,860,846,870.0
Mayo	5,990,000,000.0	26,190,000.0	3.1227	81,783,513.0	500,000,000.0	0.0	6,571,783,513.0
Junio	6,170,905,000.0	65,160,000.0	3.1213	203,383,908.0	800,000,000.0	0.0	7,174,288,908.0
Julio	11,197,830,000.0	165,000,000.0	3.1236	515,394,000.0	1,400,000,000.0	0.0	13,113,224,000.0
Agosto	9,180,000,000.0	165,000,000.0	3.1126	513,579,000.0	450,000,000.0	300,000,000.0	10,443,579,000.0
Septiembre	9,786,240,000.0	260,000,000.0	3.1127	809,302,000.0	0.0	1,100,000,000.0	11,695,542,000.0
Octubre	12,898,525,000.0	320,000,000.0	3.1142	996,544,000.0	600,000,000.0	1,000,000,000.0	15,495,069,000.0
Noviembre	11,974,490,000.0	251,550,000.0	3.1553	793,715,715.0	600,000,000.0	1,200,000,000.0	14,568,205,715.0
Diciembre	14,700,000,000.0	390,000,000.0	3.1077	1,212,003,000.0	900,000,000.0	1,200,000,000.0	18,012,003,000.0
Total Anual	124,895,450,000.0	1,767,830,000.0		5,513,349,691.00	9,200,000,000.00	4,800,000,000.00	144,408,799,691.00

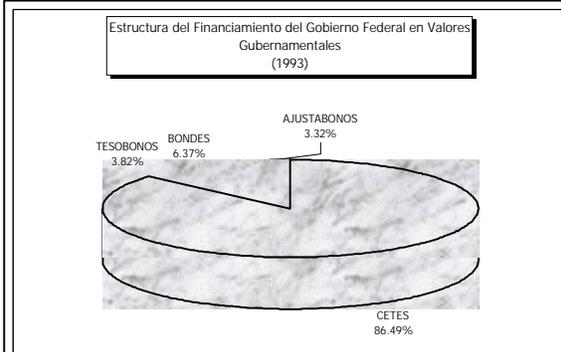
1_/Los montos corresponden al tramo de Financiamiento Interno.
2_/Tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera.
Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México y TESOFE, S.H.C.P.

Cuadro 28

MONTOS DE COLOCACIÓN DE VALORES GUBERNAMENTALES EN MERCADO PRIMARIO POR INSTRUMENTO DURANTE 1994 1_/							
Mes	CETES (pesos)	TESOBONOS			BONDES (pesos)	AJUSTABONOS (pesos)	Total Mensual (pesos)
		(Dólares americanos)	Tipo de cambio 2_/	(pesos)			
Enero	13,700,000,000.0	320,000,000.0	3.1075	994,400,000.0	600,000,000.0	1,200,000,000.0	16,494,400,000.0
Febrero	12,750,000,000.0	299,250,000.0	3.1115	931,116,375.0	600,000,000.0	1,300,000,000.0	15,581,116,375.0
Marzo	15,750,000,000.0	572,000,000.0	3.2841	1,878,505,200.0	900,000,000.0	1,200,000,000.0	19,728,505,200.0
Abril	10,038,830,000.0	659,610,000.0	3.3536	2,212,068,096.0	0.0	1,115,500,000.0	13,366,398,096.0
Mayo	5,850,110,000.0	1,911,750,000.0	3.3120	6,331,716,000.0	600,000,000.0	500,000,000.0	13,281,826,000.0
Junio	9,667,130,000.0	1,904,830,000.0	3.3607	6,401,562,181.0	0.0	900,000,000.0	16,968,692,181.0
Julio	6,458,100,000.0	1,907,880,000.0	3.4009	6,488,509,092.0	400,000,000.0	500,000,000.0	13,846,609,092.0
Agosto	5,998,000,000.0	1,126,370,000.0	3.3821	3,809,495,977.0	200,000,000.0	0.0	10,007,495,977.0
Septiembre	8,100,320,000.0	1,500,000,000.0	3.3998	5,099,700,000.0	0.0	300,000,000.0	13,500,020,000.0
Octubre	5,220,000,000.0	1,886,550,000.0	3.4158	6,444,077,490.0	0.0	300,000,000.0	11,964,077,490.0
Noviembre	5,935,072,000.0	2,738,600,000.0	3.4426	9,427,904,360.0	0.0	800,000,000.0	16,162,976,360.0
Diciembre	3,924,360,000.0	1,238,950,000.0	3.9308	4,870,064,660.0	0.0	0.0	8,794,424,660.0
Total Anual	103,391,922,000.0			54,889,119,431.0	3,300,000,000.0	8,115,500,000.0	169,696,541,431.0

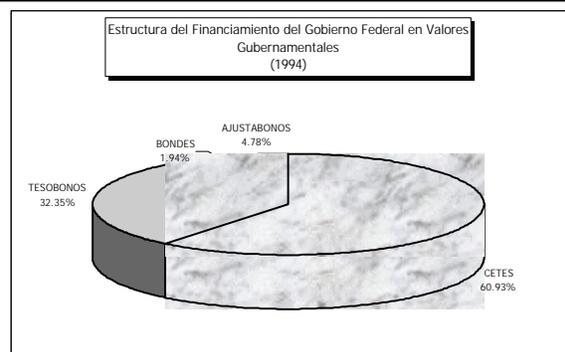
1_/Los montos corresponden al tramo de Financiamiento Interno.
2_/Tipo de cambio para solventar obligaciones en moneda extranjera.
Fuente: Elaboración propia, con cifras de Banco de México y TESOFE, S.H.C.P.

Gráfico 13



Fuente: Elaboración propia, con cifras de TESOFE, S.H.C.P.

Gráfico 14



Fuente: Elaboración propia, con cifras de TESOFE, S.H.C.P.

Se decía que quienes trasladaban sus inversiones de Cetes a TESOBONOS, eran instituciones como los fondos mutuos estadounidenses, pero también parecía que si el capital mexicano se sentía nervioso tendía a dejar al país en vez de pasarse a TESOBONOS.⁸⁶

Esta transferencia espectacular reflejó los temores de los inversionistas de que el tipo de cambio no fuera sostenible, y por lo tanto sólo estuvieron dispuestos a quedarse en México en papeles denominados en dólares; en realidad esto significó que esos inversionistas ya habían salido "a medias" del país. Las autoridades mexicanas los persuadieron a quedarse asumiendo el riesgo cambiario. A mediados de 1994 los TESOBONOS poseían varias características inquietantes (su gran magnitud, su tenencia por no residentes cada vez más nerviosos, su denominación en dólares y su vencimiento a muy corto plazo) que los convertían, como ya se señaló y se vuelve a recalcar, en una potencial "bomba de tiempo" en las manos de las autoridades mexicanas.

Cuando a mediados de 1994 la masa de TESOBONOS sobrepasó las Reservas Internacionales y la brecha entre éstos seguía creciendo, la situación se tornó especialmente delicada, sobre todo porque

⁸⁶ Griffith-Jones, Stephany, op. cit.



estos títulos eran a muy corto plazo. Además, el hecho de que la deuda estuviera denominada en dólares implicaba que las autoridades mexicanas no podían deflactar su valor en caso de devaluación ni tampoco emitir dinero para servirla. Tampoco podían servirla recurriendo a las Reservas Internacionales, en el caso de que los inversionistas no quisieran refinanciarse con TESOBONOS.

Con esto se puede resumir que la transferencia de Cetes a TESOBONOS, combinada con el nivel decreciente de las Reservas Internacionales, fue un factor muy peligroso y decisivo para la formación de la gran crisis que se viviría a finales de 1994 y todo 1995.



3.4 Repercusiones dentro de la economía mexicana.

Retomando las fallas de las políticas neoliberales implantadas en México, se tiene que el peso sobrevaluado por la entrada masiva de capitales especulativos, combinado con la excesiva apertura comercial, llevaron a la economía mexicana a una "adicción" de todo tipo de importaciones, aumentando con ello el déficit en cuenta corriente, y éste se complicaría con la fuga de capitales, evidenciando finalmente que este déficit era insostenible.

Además del efecto destructivo que provocó esa oleada de importaciones sobre el aparato productivo nacional, hay que considerar el grave costo que tenía el que los capitales extranjeros que entraban al país y permitían balancear el déficit en cuenta corriente con el superávit en la cuenta de capitales, recibieran el "premio" de una tasa de interés superior a la de Estados Unidos, que contaran además con la cobertura del riesgo cambiario y gozaran, para su mayor disfrute, de operaciones bursátiles libres de impuestos, ya que en México las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores no pagan impuestos.

La gran entrada de capitales que financiaron el déficit externo y el tipo de cambio antiinflacionario terminaron generando altos pasivos en moneda extranjera.

Cuando el nivel de endeudamiento en TESOBONOS rebasó a las reservas, comprometió no solo el reembolso de éste, sino también el pago del déficit en cuenta corriente y el capital externo ubicado en la Bolsa Mexicana de Valores. Debido a esto, se perdió la confianza para renovarlos, por lo que los tenedores de activos financieros de corto plazo (Cetes, TESOBONOS y acciones) procedieron a hacer más líquida su cartera de inversión para



comprar dólares, lo cual reduciría más las Reservas Internacionales y comprometería la estabilidad monetaria.

Al cambiar las expectativas de los acreedores y tenedores de acciones y papel gubernamental sobre la economía mexicana, no sólo se frenaba la disponibilidad crediticia, la colocación de acciones y papel comercial en el mercado interno y externo de capitales, sino también la renovación de los Valores Gubernamentales por parte de sus tenedores.

Ante la inestabilidad de la economía mexicana, cada uno de los inversionistas trató de salir lo mejor librado en forma individual, cuando empeoraron más las expectativas, decidieron salir del mercado.

Al agotarse el proceso de entrada de capitales y la renovación de los que se ubicaban internamente, irrumpía violentamente la inestabilidad monetaria-cambiaria y la crisis, debido a la incapacidad interna de enfrentar el déficit en cuenta corriente y los pasivos en moneda extranjera de corto plazo.

El primero de Diciembre de 1994, toma posesión el Dr. Ernesto Zedillo Ponce de León, y sería entonces este Gobierno, el que tendría que pagar todos los desequilibrios que se dieron durante ese año y durante todo el sexenio anterior a raíz del mal manejo de la política económica; pues como se señaló anteriormente, el antiguo presidente, el Lic. Carlos Salinas de Gortari, lo último que haría dentro de su mandato, era devaluar y generar así una crisis, pero para entonces, era ya inevitable sostener la economía ficticia que nos había construido, y como en todo cambio de sexenio, el de atrás paga.

Lunes 19 de Diciembre de 1994, el Gobierno anunció una devaluación de casi 15%, que llevaría el dólar de \$3.36 a \$4.00, argumentando una flotación de la banda, lo que permitió inicialmente a los inversionistas nacionales y después a los



extranjeros realizar una extraordinaria fuga de capitales. Al día siguiente fue anunciada la libre flotación, con la cual el peso entró en una caída continua. En tres días se llegó a más de \$6.00 por dólar con la pérdida de 10 mil millones dólares de las reservas⁸⁷.

La devaluación del peso mexicano estaba en la agenda gubernamental desde hacía por lo menos un año. Pero en relación con la estabilidad del peso, debe decirse que no hay ninguna duda de que las autoridades de la Secretaría de Hacienda, apoyadas por las del Banco de México, tomaron la decisión política de ligarla a la permanencia del mismo partido oficial en el poder: decidieron no llegar a las elecciones federales de Agosto de 1994 con el peso devaluado, a riesgo de repetir el colapso de legitimidad que vivió durante todo su sexenio Carlos Salinas de Gortari.⁸⁸

La debacle que se conoció a partir del 22 de Diciembre de 1994, se derivó de una devaluación tardía, pero especialmente del manejo incompetente de la misma, proceso que pasó a la historia como el llamado "error de Diciembre". Aunque el grueso de la población desconocía el trasfondo de los hechos, debido al secreto en torno al manejo de las Reservas Internacionales, parte del error se había cometido con anterioridad al 22 de Diciembre y consistió en tolerar el colapso de dichas reservas. La otra parte de este error estribó en que, cuando ya la devaluación era inevitable, en lugar de actuar decidida y rápidamente para proteger lo que quedaba de las reservas y penalizar la especulación, el ajuste cambiario se dividió en dos partes. Primeramente el 19 de Diciembre se efectuó la ampliación más bien moderada de la banda de flotación en condiciones cuestionables, ya que la medida se tomó durante una larga reunión en el seno del Pacto de Solidaridad Económica, es decir, en un círculo abierto, y

⁸⁷ Tavares, María de Concepción, "La crisis mexicana cuestiona la Cumbre de las Américas", Investigación Económica, n°213, México, Facultad de Economía, U.N.A.M., julio-septiembre 1995.

⁸⁸ Álvarez Béjar, Alejandro, "México 1995: entre los desequilibrios macroeconómicos y la crisis política", Investigación Económica, n°212, México, Facultad de Economía, U.N.A.M., abril-junio 1995.



en esa medida fue imposible mantener las condiciones de confidencialidad.

El Pacto era un foro de consulta con representantes del Gobierno, el sector empresarial, los trabajadores y los productores agrícolas, que se utilizaba para acordar la política macroeconómica, incluida una política de ingresos que abarcaba salarios, precios y el tipo de cambio, y aunque el Pacto era un instrumento valioso para lograr un consenso sobre la política económica mexicana, analizar un cambio específico de la política cambiaria en una situación de reservas en rápido descenso en un foro de esta naturaleza parecía inadecuado, pues lo más indicado era que el Gobernador del Banco de México con el acuerdo del Secretario de Hacienda, tomaran la decisión de devaluar, a fin de evitar que se propagaran rumores que podían desestabilizar los mercados financieros.

Una vez filtrada la información, se inició un proceso masivo de compra de divisas y asignación irregular de TESOBONOS, aumentando con esto la presión sobre el peso. Aquellos que estaban representados en el Pacto, fueron los beneficiarios de la fuga de información; lo cual permite afirmar que este último episodio especulativo fue protagonizado esencialmente por nacionales y no por los inversionistas extranjeros quienes más bien fueron tomados por sorpresa.

Es imposible asegurar a ciencia cierta si la fuga de información que condujo a la crisis cambiario-financiera fue intencional o meramente una torpeza producto de las circunstancias excepcionalmente críticas. Pero fuera de un modo u otro, tuvo un altísimo costo para la estabilidad financiera del país. A los ojos de los inversionistas extranjeros, que habían dado por buenas las intenciones del Gobierno, se trató de una traición efectuada para favorecer a magnates y funcionarios mexicanos. Esto condujo a un rompimiento temporal entre el nuevo Gobierno y los inversionistas extranjeros, con dos consecuencias inmediatas: a) un



nuevo retiro, esta vez más drástico, de inversiones en la Bolsa Mexicana de Valores a partir del 22 de Diciembre y b) la imposibilidad de renovar los TESOBONOS por el procedimiento normal de subasta.⁸⁹

La coincidencia entre el colapso en las reservas, la acumulación de una deuda en moneda extranjera que ascendía a 211,000 millones de dólares, la cual estaba compuesta por una cartera de TESOBONOS que para fines de Diciembre se ubicaba en 29,000 m.d.d., una deuda de 50,000 m.d.d. ubicados en la Bolsa Mexicana de Valores, 85,000 m.d.d. en deuda del Sector Público, 24,000 m.d.d. en deuda del sector privado no bancario, 23,000 m.d.d. en deuda del sector bancario; y un déficit externo de 28,000 m.d.d., provocó pánico a los pocos días de consumada la devaluación, pues los inversionistas extranjeros no sólo temieron por una suspensión de pagos, sino de una explosión inflacionaria.⁹⁰

En un principio, la solución de los problemas de pagos les pareció a las autoridades mexicanas relativamente sencilla: se apoyaron en el acuerdo de cooperación cambiaria México-Estados Unidos, suponían que era factible lograr apoyo financiero para crear una especie de fianza (garantías crediticias) que posibilitara la renovación de los TESOBONOS por los procedimientos normales. Lo que nadie pudo prever fue que la administración del entonces Presidente de Estados Unidos, William Clinton, sería incapaz de lograr el consenso interpartidario para apoyar financieramente a México. Esto significaba que el manejo de la crisis quedó en manos de dos Gobiernos debilitados políticamente.

Esto provocó una emergencia mundial y caída sincronizada de las Bolsas de Valores de países latinoamericanos (el llamado

⁸⁹ Rivera Ríos, Miguel Angel, "La nueva crisis de la economía mexicana, 1994-1995", Investigación económica, n°216, México, Facultad de Economía, U.N.A.M., abril-junio 1996.

⁹⁰ Huerta González, Arturo, "La crisis del neoliberalismo mexicano", Problemas del desarrollo, vol. 26, núm. 101, México, Instituto de Investigaciones Económicas, U.N.A.M., abril-junio 1995.



"efecto tequila"), y precipitó a la economía mexicana a una crisis financiera y posteriormente, a una profunda recesión.

El paquete de rescate financiero por 47,800 millones de dólares que se logró, a fines de Enero de 1995, mediante un plan coordinado multilateralmente (F.M.I., Tesorería de Estados Unidos y Banco de Pagos Internacionales), era muy distinto al concebido originalmente ya que conllevaba un fuerte elemento disciplinario, es decir, una exigencia condicional para cumplir metas crediticias y fiscales fuertemente restrictivas.

La crisis cambiaria de finales de 1994, que traería consigo el gran endeudamiento externo, y la insuficiencia de la economía para solventarlo, generó la crisis económico-financiera más grande que haya sufrido el país, pues sus alcances fueron tales que llegaron hasta los ámbitos sociales y políticos. Con ella, así como con su rescate, se comprometería la soberanía de nuestro país, pues los ajustes para combatirla, se llevarían a cabo con medidas más agresivas, como por ejemplo: mayor apertura económica, más privatizaciones (Pemex, C.F.E., el sector salud y la educación), restricciones presupuestales, restricciones monetarias y crediticias, mayores presiones fiscales, entre otras.