

LA DEUDA PÚBLICA EN MÉXICO: SU EVOLUCIÓN DESDE LA CRISIS DE 1994-1995

JORGE FERNÁNDEZ RUIZ

INTRODUCCIÓN

LA DEUDA PÚBLICA MEXICANA ESTUVO EN EL CENTRO de la crisis de 1994-1995. A diez años de esa crisis, conviene repasar cómo ha evolucionado y en qué medida su estado actual difiere del que prevalecía en aquel entonces. Cuando la cuestión de la deuda pública aparece en los diarios de circulación nacional, en los boletines oficiales o es analizada de forma somera en publicaciones no especializadas, la pregunta que generalmente se hace se refiere a su volumen: ¿estamos muy endeudados? ¿su magnitud es tal que nos espera otra crisis de deuda? Esta pregunta es importante, y sin duda merece ser analizada cuidadosamente, pero el tema no se agota en este punto. En este artículo enfatizaremos este hecho, al analizar la evolución de la deuda pública mexicana durante la década que siguió a la crisis de 1994-1995.

EL VOLUMEN DE LA DEUDA PÚBLICA

Abordemos primero la cuestión del monto de la deuda. Un primer problema es la cobertura: ¿qué obligaciones se consideran como deuda pública? A este respecto conviene mencionar que en la literatura económica algunos autores¹ hacen la distinción entre “obligaciones explícitas”, a las que el gobierno debe responder por mandato legal, en contraposición a las “obligaciones implícitas”, que es razonable suponer que el gobierno asumirá por otros motivos (como presiones políticas).²

¹ Véase, por ejemplo, Hana Polackova, “Contingent Government Liabilities: A Hidden Fiscal Risk”, *Finance & Development*, marzo de 1999.

² Asimismo, distinguen entre obligaciones contingentes, que son aquellas que pueden o no presentarse –y cuyo monto tampoco es previsible–, en oposición a “obligaciones directas”, cuya resultado es previsible.

En la mayor parte de este documento nos referiremos a las “obligaciones explícitas”: nos apeharemos a la medida tradicional de la deuda pública, es decir, la que utiliza la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) en sus informes trimestrales sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública, que coincide con la que considera el Congreso de la Unión cuando autoriza los techos de endeudamiento. Sin embargo, en la última sección nos referiremos a la existencia de obligaciones adicionales (entre las que destacan las derivadas de los requerimientos financieros del IPAB) que al incluirse en el concepto de deuda pública aumentarían su monto de manera importante.

Una década después de la crisis de 1994-1995 –más precisamente en septiembre de 2004– el monto de la deuda pública bruta como proporción del PIB³ era de 27.8% (y de 26.2% para la deuda pública neta). Pongamos esta cifra en perspectiva. Primero, una comparación internacional común es la que se realiza con respecto a los países de la OCDE, y en esta comparación la deuda mexicana aparece como muy baja. En efecto, las cifras correspondientes son, para nuestros vecinos del TLC, de 64.1 para Estados Unidos y 73.1 para Canadá, y en el ámbito europeo, de 116.6 para Italia, 74.3 para Francia, 66.9 para Alemania, 63.3 para España y 52.7 para el Reino Unido.

Más aún, un techo normativo cercano es el del Tratado de Maastricht que, entre los criterios de convergencia para decidir si un Estado miembro de la Unión Europea podía participar en la tercera fase de la Unión Económica y Monetaria (la integración de una Unión Monetaria mediante la adopción del euro como moneda única), se establecía en 60% para la deuda pública como porcentaje del PIB.⁴ Entonces, una deuda pública ligeramente superior al 25% del PIB aparece claramente como una magnitud razonable frente al límite fijado en el consenso europeo. Sin embargo, hay dos cualificaciones importantes que deben hacerse a esta comparación.

La primera se refiere a lo que algunos autores (Reinhart, Rogoff y Savastano, 2003) han llamado “intolerancia a la deuda”. Según este enfoque, la historia crediticia de los países (su buena o mala reputación como pagadores) es importante para determinar el grado de endeudamiento

³ A menos que se especifique lo contrario, los datos utilizados provienen de SHCP. *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública* (varios números).

⁴ Además del criterio sobre deuda pública, se consideraba una relación entre déficit público y PIB inferior al 3%, así como una tasa de inflación media y un tipo de interés nominal que no excedieran demasiado (en más de un punto y medio, en el primer caso, y de dos puntos en el segundo) las tasas de los tres estados miembros con mayor estabilidad de precios y, finalmente, un tipo de cambio relativamente estable durante los cinco años previos al examen. También se establecían condiciones adicionales en caso de infracción de tales criterios.

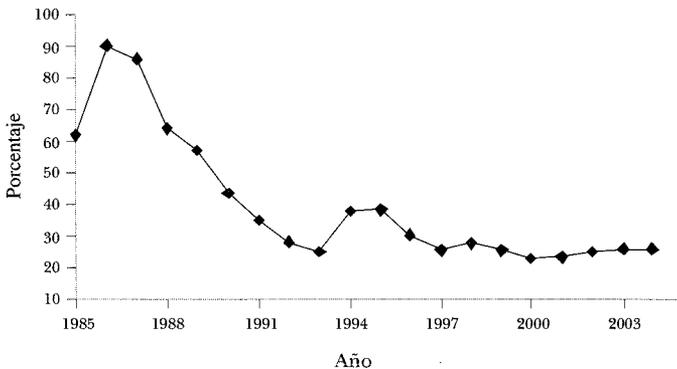
sano. Es decir, debido a su buen historial crediticio, algunos países pueden sostener altos niveles de deuda en relación con su PIB, mientras que otros enfrentarían problemas serios con cocientes de deuda a PIB mucho menores. De acuerdo con este argumento, un país que en el pasado ha sufrido numerosas crisis de deuda no debe considerar como referencia los niveles de endeudamiento de otro que no haya tenido esa experiencia, porque al acercarse a tales niveles probablemente enfrentaría problemas financieros.

La segunda cualificación se refiere a que la debilidad recaudatoria del gobierno mexicano aconsejaría un nivel de deuda pública que no puede ser establecido con los criterios de Maastricht: el costo financiero de un cierto nivel de deuda representa una proporción mayor de los ingresos públicos para México que para otro país con mayor recaudación. El gobierno mexicano está en posibilidad de pagar menos deuda porque recauda menos.

Un segundo marco de referencia, relacionado con este punto de vista, sería ubicar el grado de endeudamiento público en relación con sus niveles históricos y, sobre todo, ver su evolución reciente, es decir, ocuparnos no solamente de la magnitud sino de la dirección en que se mueven los indicadores de deuda pública. En este sentido, una prueba de sustentabilidad de la deuda es el hecho de que la razón de deuda pública/PIB se reduzca.

Desde este segundo punto de vista, tenemos que la deuda pública neta total alcanzó valores de 90% del PIB a mediados de la llamada "década perdida" de los ochenta, para después decrecer constantemente hasta la crisis de 1994-1995.

GRÁFICA 1
Deuda pública neta (porcentaje del PIB)



Fuente: SHCP.

Comparada con los valores críticos de mediados de los ochenta,⁵ un valor de deuda pública neta correspondiente a 26.4% del PIB es reducido. Más aún, esta proporción se ha mantenido relativamente constante desde 1997, decreciendo en años en que el crecimiento económico ha sido elevado. Éste es un hecho significativo porque la consideración de la debilidad recaudatoria del gobierno genera el temor de que deba recurrir a la contratación de más deuda para seguir pagando –dado un cierto nivel de gasto y recaudación–, de manera que la deuda se vuelva inmanejable.

Precisamente el hecho de que el gobierno sea capaz de reducir la proporción de deuda/PIB es una prueba de que está en niveles manejables. Vale la pena ahondar un poco más en este punto. La evolución del cociente (deuda/PIB) depende de i) la tasa de interés real, ii) la tasa de crecimiento de la economía y iii) el déficit o superávit fiscal primario (es decir, sin incluir el pago de intereses).

Más concretamente: si, por ejemplo, el gobierno no tuviera ni déficit ni superávit fiscal primario, la relación de deuda/PIB aumentaría si la tasa de interés real fuera mayor que la tasa de crecimiento de la economía y decrecería en caso contrario.

Es a partir de modelos que consideran un nivel inicial de deuda pública en relación con el PIB, conjuntamente con la evolución de las tres variables anteriores, de donde se derivan los estudios de sustentabilidad fiscal, que precisamente buscan establecer si se está o no en una senda de crecimiento insostenible de la deuda.

Una enseñanza importante de este tipo de razonamientos es que, para saber si la deuda es sostenible, en realidad hay que verla conjuntamente con la postura fiscal del gobierno y con una conjetura sobre las tasas de interés y de crecimiento de la economía. Si por ejemplo la tasa de crecimiento de la economía fuera mayor que la tasa de interés real, el gobierno podría incurrir en un déficit fiscal y aun así reducir el grado de endeudamiento. El caso contrario ocurrió después de la crisis de 1982: a pesar del tremendo ajuste fiscal del gobierno mexicano, las elevadas tasas de interés combinadas con el mal desempeño económico produjeron un crecimiento de la deuda pública en relación con el PIB.

Existen estudios recientes sobre la sustentabilidad fiscal en México que consideran diversos escenarios de superávit público (primario), tasas de interés real y crecimiento de la economía, y definiciones sobre qué conceptos constituyen deuda pública. En el escenario particular en que se incluye como deuda pública *sólo la deuda pública presupuestaria* y se toman

⁵ Un análisis detallado de la experiencia previa de la deuda pública en México puede encontrarse en Hernández Trillo (2003).

los datos recientes de superávit primario, así como conjeturas razonables de comportamiento futuro de tasas de interés y crecimiento de la economía, este tipo de análisis lleva a la conclusión de que no hay problemas de sustentabilidad.

Sin embargo, la experiencia de 1994-1995 nos demuestra que no sólo el volumen de la deuda en relación con el PIB y la dirección en que se mueve esta relación son importantes: a mediados de 1994 también podíamos afirmar que la deuda pública era mucho menor que en los años más difíciles de la crisis de la deuda de mediados de los ochenta, que mostraba una tendencia decreciente y que era bastante más reducida que la de los países de la OCDE. A pesar de esos hechos, se vivió una crisis financiera con efectos muy lesivos para la población. Parte de las enseñanzas de esa crisis es que también la estructura de la deuda es importante. Y es en este punto donde se han logrado avances notables en los diez años posteriores a la crisis que se inició a fines de 1994. Para abordar tales avances es conveniente recordar algunos aspectos relevantes de esta crisis.

LA DEUDA PÚBLICA EN LA CRISIS DE 1994-1995

Aún existe debate sobre los distintos factores que provocaron la crisis de 1994-1995. Sin embargo, hay consenso en que uno de ellos fue la estructura de la deuda pública. Examinemos el cambio en la composición de esa deuda a lo largo de 1994. Como telón de fondo, tenemos una situación en que diversos analistas (véase en particular Dornbusch y Werner, 1994, para este punto de vista) consideraban que a principios de 1994 el peso mexicano estaba sobrevaluado y, en verdad, varios importantes elementos sustentaban esta posición, entre ellos, la apreciación real del tipo de cambio en los años previos, los grandes déficit en cuenta corriente y el bajo crecimiento económico. La posición contraria sostenía que la apreciación real del tipo de cambio era el resultado natural de una modificación en el nivel de equilibrio del tipo de cambio real derivada de las reformas modernizadoras que había experimentado la economía mexicana. En esta situación, ocurrieron diversos acontecimientos políticos que presionaron el tipo de cambio, entre los que destaca sobre todo el asesinato de Luis Donaldo Colosio en marzo de 1994. El incremento del riesgo político que esto ocasionó, junto con la respuesta de política económica, produjo un continuo deterioro en las reservas internacionales del Banco de México a lo largo del año. Había distintas posiciones en cuanto a si este deterioro era o no un fenómeno pasajero que cesaría tan pronto como lo hicieran las turbulencias políticas.

Entre las respuestas de política económica a esta situación (véase Sachs, Tornell y Velasco, 1996, para un análisis de la política monetaria en particular) aquí nos concentraremos en la siguiente: en el transcurso del año se realizó un cambio enorme en la composición de la deuda pública interna, consistente en una reducción de la participación de los bondes (bonos con tasa de interés variable), los ajustabonos (indizados a la inflación) y, sobre todo, de los cetes (con tasa de interés fija y plazo inferior o igual a un año), y un aumento de la participación de los tesobonos, instrumento de corto plazo indizado al dólar. Así, mientras que en enero de 1994 los cetes representaban casi 58% de los valores gubernamentales en el mercado doméstico, en noviembre eran sólo el 31%; el cambio correspondiente fue de 13 a 7% para los bondes y de 26 a 22% para los ajustabonos. El otro lado de la moneda es que los tesobonos, que representaban 3% de los valores en enero, crecieron hasta 40% en noviembre (porcentaje que en diciembre se elevó a 55). Puesto que las reservas se habían venido reduciendo a lo largo de todo el año, el resultado fue que el gobierno quedó en una situación de falta de liquidez: una gran cantidad de deuda de corto plazo indizada en dólares acompañada de reservas internacionales reducidas. Esto lo hizo vulnerable a una crisis de profecías autorrealizables. Así, cuando el 22 de diciembre finalmente se devaluó el peso, esto no redujo el riesgo crediticio a los ojos de los acreedores. De hecho, la diferencia entre la tasa de los tesobonos y la de los bonos del Tesoro de Estados Unidos (que recoge el riesgo crediticio, es decir, de incumplimiento en el pago) paradójicamente se incrementó. Lo que ocurre es que persistía la situación de iliquidez. Como señalan Cole y Kehoe (1996), las reservas que había después de la devaluación del 22 de diciembre (5 881 millones de dólares) eran ampliamente superadas por los vencimientos de tesobonos en el primer trimestre de 1995 (9 874 millones de dólares). En esta situación, si los inversionistas decidían no refinanciar la deuda de corto plazo del gobierno, éste no podría pagar. Por lo tanto, si ellos pensaran que el gobierno no cumpliría sus obligaciones financieras y por ese motivo no le prestaran, sus acciones validarían sus expectativas. El problema es que, en la situación de iliquidez en que se encontraba el gobierno mexicano, podía ocurrir que un inversionista individual decidiera no refinanciar la deuda, no porque pensara que los fundamentos económicos del deudor fueran malos, sino porque temiera que los otros inversionistas decidieran no refinanciar la deuda. En tal situación, se agotarían las reservas del gobierno y no podría pagarle. Ante tal expectativa, una estrategia individualmente razonable era retirar su dinero cuanto antes. Si cada acreedor tuviera expectativas de que los demás no refinanciarían, se cumpliría la profecía.

LOS PELIGROS DE LA DEUDA DE CORTO PLAZO

A raíz de la crisis de la deuda de México de 1994-1995 y de la crisis asiática de 1997, numerosos artículos han llamado la atención sobre la importancia de la estructura de vencimiento de la deuda, más precisamente, sobre el hecho de que una deuda de corto plazo elevada en relación con las reservas internacionales es un factor de vulnerabilidad importante. Furman y Stiglitz (1998), por ejemplo, señalan el hecho revelador de que, entre los 11 países analizados por ellos en que la deuda de corto plazo era mayor que las reservas a fines de 1996, solamente tres se libraron de la crisis asiática al año siguiente. Cuando tanto estos como otros autores realizan un análisis econométrico más completo, corroboran la relevancia de esta variable o de variables similares en la explicación de estas crisis.⁶ Así, al examinar los casos de dos países que sufrieron sendas crisis financieras en 1994-1995, México y Argentina, Radelet y Sachs (1998) encuentran que en ambos el cociente de deuda de corto plazo/reservas estaba en un rango de valores que los hacía vulnerables.⁷ Asimismo, Sachs, Tornell y Velasco (1996) encuentran que cuando una economía no tiene fundamentos sólidos (por ejemplo, tiene una moneda sobrevaluada o un sistema bancario débil) los problemas de falta de liquidez son cruciales para determinar si cae presa de una crisis financiera. En efecto, ellos corroboran la importancia de la falta de liquidez para explicar el comportamiento de una muestra de 20 economías emergentes —incluyendo a México— durante el periodo de las turbulencias financieras del llamado “efecto tequila”. Aunque las crisis de la década de los noventa hicieron patente la importancia de la estructura de la deuda, en particular los riesgos de la deuda de corto plazo, la literatura económica tiempo atrás había llamado la atención sobre los mecanismos que se ponen en juego en tales situaciones.

PROBLEMAS SUBYACENTES EN LA ESTRUCTURA DE LA DEUDA

En vista de los problemas de la deuda de corto plazo y, en general, de modalidades de financiamiento que ponen a los deudores en situaciones vulnerables, la solución natural parecería ser tan sencilla como prescindir de esos tipos de financiamiento. Sin embargo, la literatura sobre deuda cor-

⁶ Véanse Furman y Stiglitz (1998), Sachs, Tornell y Velasco (1996) y Radelet y Sachs (1998).

⁷ Una diferencia entre los dos casos es que en México la causa de la vulnerabilidad fue la deuda pública mientras que en Argentina fue la deuda privada: los bancos fueron los que enfrentaron problemas para refinanciarse.

porativa ha subrayado desde hace tiempo un hecho que recientemente se ha reconocido también en el contexto de la deuda emitida por gobiernos soberanos: que las formas de financiamiento que observamos son el resultado, en gran medida, de características económicas más profundas. Por ejemplo, en el caso de la deuda corporativa, existen modelos formales (Bolton y Scharfstein, 1990; Diamond, 1991) que muestran que es posible que una empresa elija su estructura financiera de manera tal que su supervivencia misma dependa de su desempeño en el corto plazo. Esto es lo que ocurre, por ejemplo, cuando una empresa que desarrolla un nuevo proyecto consigue financiamiento por etapas: la empresa no recibe desde un principio los fondos necesarios para desarrollar su proyecto hasta su terminación definitiva. Al contrario, recibe al principio solamente los recursos necesarios para realizar una primera etapa del proyecto y, dependiendo de los resultados de esta primera etapa, puede o no recibir fondos adicionales. El financiamiento por etapas es muy común porque ayuda a controlar dos problemas presentes en las relaciones crediticias: el riesgo moral y la selección adversa.

El riesgo moral se refiere a que, una vez que el acreedor ha entregado una suma de dinero al deudor, depende de las acciones de éste para poder recuperar la suma prestada en las condiciones pactadas. Distintos comportamientos del deudor originan distintas probabilidades de que reembolse el préstamo, y el contrato inicial se diseña de manera que induzca un comportamiento del deudor que cree las condiciones para que se pueda pagar el préstamo. La selección adversa se refiere a que generalmente el deudor conoce mejor que el acreedor variables relevantes para determinar la probabilidad de pago. Una preocupación del acreedor es entonces establecer en el contrato condiciones que mitiguen esta asimetría de información.

El financiamiento por etapas controla el riesgo moral porque si los recursos son empleados para fines que no favorezcan el buen desempeño de la empresa se aumenta la probabilidad de que no se reciban recursos adicionales. Presiona a la empresa para que obtenga buenos resultados en cada nueva etapa; disciplina su comportamiento. El financiamiento por etapas también controla el problema de que las empresas tienen mejor información que sus acreedores: una empresa que tenga confianza en sus características está dispuesta a aceptar este financiamiento porque cree que cuando llegue el momento de evaluarla mostrará buenos resultados, que probarán que tiene un buen proyecto, y podrá obtener financiamiento adicional incluso en mejores condiciones. Evidentemente, estos beneficios deben compararse con los riesgos que entraña una estructura financiera que de hecho condicione la supervivencia de la empresa a su desempeño.

Tal como ocurre con la deuda empresarial, la existencia de deuda de corto plazo emitida por un gobierno soberano puede ser el resultado de enfrentar problemas de riesgo moral y selección adversa. La forma de financiamiento reflejará los intentos de los acreedores por impedir que el deudor lleve a cabo acciones que pongan en peligro el reembolso del préstamo. Un rasgo común con el caso de la deuda empresarial es que los préstamos de corto plazo obligan al deudor a rendir cuentas a los mercados financieros frecuentemente, lo que disciplina su comportamiento.

Los argumentos anteriores nos hacen ver que la existencia de deuda de corto plazo puede reflejar problemas más profundos y que, por lo tanto, prohibir su uso sin tomar en cuenta tales problemas no se traducirá necesariamente en la recepción de los mismos recursos que se obtendrían con deuda de corto plazo a través de otras modalidades. Podría ocurrir, por ejemplo, que se redujera de manera importante la cantidad de recursos obtenidos, o que se generaran formas de financiamiento aún más peligrosas. De hecho, si los problemas subyacentes fueran suficientemente graves, el país podría resultar perjudicado.

En el caso de la deuda de un gobierno soberano, la disciplina en las finanzas públicas es sin duda un factor importante que preocupa a los acreedores, y el establecimiento de mecanismos que garanticen esta disciplina y la existencia de un marco macroeconómico estable son elementos relevantes para determinar las formas de financiamiento óptimas. A este respecto, la disciplina fiscal y el control de la inflación durante toda la década desde 1994 son un factor subyacente importante que permitirá explicar la posibilidad de alterar la forma de financiamiento del sector público mexicano. Para abordar tal transformación, dividimos el examen en tres etapas: los cambios ocurridos durante 1995, la etapa de 1996 y 1997 y el periodo posterior.

EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DURANTE 1995

La crisis de 1994-1995 se pudo sortear gracias al respaldo del llamado "paquete financiero", que se constituyó con el apoyo de gobiernos extranjeros, sobre todo el de los Estados Unidos, y de organismos multilaterales. Este paquete ponía a disposición del gobierno mexicano 50 534 millones de dólares, y fue crucial para hacer frente a los vencimientos de las obligaciones de corto plazo indizadas en dólares. El origen de estos recursos era el siguiente: 20 000 millones de dólares del llamado "fondo de estabilización" del Tesoro de los Estados Unidos, 17 750 millones de dólares del Fondo Monetario Internacional, 10 000 millones de dólares del Banco Internacional de Pagos y 2 787 millones de dólares del Banco Mundial y del BID.

A pesar de la magnitud de los fondos involucrados en el rescate de 1995, el balance una vez terminada la crisis, contrariamente a lo que podría suponerse, no fue un aumento drástico de la deuda pública en relación con el PIB, sino más bien un cambio en la composición de la misma.

Grosso modo, 1995 fue el año en que se amortizaron los tesobonos usando recursos del paquete financiero creado para ayudar al gobierno mexicano a salir de la crisis. Esto tuvo como consecuencia un cambio en la composición de la deuda pública mexicana entre interna y externa, reduciendo la primera —por la amortización de los tesobonos— y aumentando la segunda —por el uso de recursos del paquete financiero. Así, mientras que la deuda pública externa neta se incrementó en 14445 millones de dólares, al pasar de 76 889 a 90 316 millones de dólares, la deuda interna se redujo de 164 653 a 130 406 millones de nuevos pesos. Como porcentaje del PIB, la deuda pública externa neta aumentó de 26.8 a 32.4, mientras que la deuda interna se redujo de 10.8 a 6.1. Conviene observar que la deuda pública total neta en relación con el PIB tuvo una variación muy pequeña, pues pasó de representar 37.6 a 38.5 puntos del PIB de 1994 a 1995.⁸

Además del cambio de composición entre deuda interna y externa, conviene resaltar el cambio en la composición de la deuda interna: en diciembre de 1994, los valores gubernamentales en posesión del público inversionista se distribuían de la siguiente manera: 54.64% eran tesobonos, 22.97% eran cetes y el resto se repartía entre un instrumento indizado a la inflación, ajustabonos (17.45%), y otro con tasa de interés variable, bondes (4.94%). A lo largo de 1995, se modificó la composición de la deuda interna al ser amortizados casi todos los tesobonos. En enero de 1995 todavía más de la mitad de los valores gubernamentales en el mercado doméstico (51.54%) eran tesobonos, porcentaje que se fue reduciendo gradualmente a lo largo del año: en marzo era de 46.63; en mayo, de 30.9, y en julio, de 13.26. Los tesobonos desaparecieron tan pronto como habían aparecido. En efecto, si en marzo de 1994, poco antes de su espectacular ascenso, constituían sólo 3.27% de los valores gubernamentales, para noviembre de 1995 eran nuevamente ya sólo 3.63% de tales valores. En 1996 habían desaparecido. Pero ¿qué valores reemplazaron a los tesobonos en la deuda interna del gobierno federal durante 1995? En parte los cetes, pero sobre todo los bondes y los ajustabonos. Los cetes pasaron de representar 24.16% en enero a 33.29% en diciembre, pero ese crecimiento fue de 5.91 a 34.05% para los bondes y de 18.5 a 31.17% para los ajustabonos.

⁸ SHCP, *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, cuarto trimestre de 1999.

LA REDUCCIÓN DE LA DEUDA EN 1996 Y 1997

Los años de 1996 y 1997 fueron muy positivos para la economía mexicana, con crecimientos del PIB de 5.1 y 6.8%, respectivamente. Esto creó un entorno muy favorable para el manejo de la deuda pública.

Comencemos con el caso de la deuda externa, que es donde ocurrieron los cambios más importantes. En 1996, y sobre todo en 1997, se redujo el saldo de la deuda pública externa neta medida en millones de dólares. Si en 1995 ese saldo ascendía a 90 316.1 millones de dólares, en 1996 se había reducido a 89 746.2 millones de dólares, y para 1997 era ya de 79 295.6 millones de dólares. Puesto en términos del cociente de deuda pública externa/PIB, el grado de endeudamiento tuvo un cambio notable, al pasar de 32.4 en 1995 a 24.3 en 1996 y a 18.1 en 1997: durante estos dos años experimentó una disminución de 14 puntos porcentuales. Vale la pena recalcar que una reducción tan importante se consiguió gracias tanto al desendeudamiento neto medido en dólares como al crecimiento de la economía. En la reducción de la deuda nominal es de destacar la amortización anticipada del crédito con el Tesoro de los Estados Unidos, en enero de 1997, por 3 500 millones de dólares.⁹

En el caso de la deuda interna, durante 1996 y 1997 se mantuvo más o menos constante en relación con el PIB: en 1995 era de 6.1 puntos porcentuales del PIB, cifra que subió a 6.2 en 1996 y a 7.3 en 1997. La evolución conjunta de la deuda interna y la externa en 1996 y 1997 resulta en una disminución importante para el conjunto de la deuda pública neta, que fue reducida de 38.5 puntos porcentuales del PIB en 1995 a 30.5 en 1996 y a 25.4 en 1997.

LA COMPOSICIÓN DEUDA EXTERNA FRENTE A DEUDA INTERNA A PARTIR DE 1997

Desde 1997 y hasta 2004 la deuda pública neta se ha mantenido más o menos constante como proporción del PIB, alrededor de 25%. Sin embargo, ha experimentado cambios importantes en su estructura. Uno de ellos es la composición de deuda externa *vis à vis* deuda interna, que ocurrió entre 1997 y 2001, reflejando una política deliberada del gobierno de financiarse a través de deuda interna. En efecto, en 1996 la deuda interna neta

⁹ SHCP, *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, cuarto trimestre de 1997.

equivalía a sólo 25% de la deuda externa. Esta proporción subió a 40% en 1997, a 42% en 1998 y a 57% en 1999. En el año 2000 continuó esta tendencia, llegándose a 83% y, a partir de 2001, los montos de deuda interna y deuda externa netas han sido más o menos similares.

EVOLUCIÓN DE LA COMPOSICIÓN DE LA DEUDA INTERNA DE 1998 A 2004

Entre 1998 y 2004 la composición de la deuda interna del gobierno federal fue experimentando cambios graduales que tuvieron un efecto acumulativo muy importante. Más que describir periodo a periodo los cambios que ocurrieron, nos concentraremos en los acontecimientos más importantes.

Desde el año 1999, el porcentaje de valores gubernamentales a tasa fija con plazo superior o igual a un año se ha venido incrementando rápidamente, hasta lograr una transformación importante. En efecto, estos valores, que representaban solamente 7.2% del total al término de 1999, constituían ya 44.1% del total en septiembre de 2004.

Otro indicador que refleja el mismo fenómeno es el incremento en el plazo promedio de vencimiento de los valores gubernamentales en el mercado doméstico. Este plazo, que era de 538 días en diciembre de 2000, había aumentado a 1 025 días para septiembre de 2004.

TABLA 1
Incremento en el plazo de maduración de la deuda interna

<i>Concepto</i>	1999	2000	2001	2002	2003	2004 (sep.)
Valores a tasa fija con plazo superior o igual a un año (porcentaje)	7.2	14.5	23.6	32.9	39.6	44.1
Plazo promedio ponderado de la deuda interna (días)	561	538	748	816	907	1025

Fuente: SHCP.

En cuanto a los instrumentos concretos utilizados, la siguiente tabla muestra el porcentaje que representaba cada uno de ellos en tres años: 1994, 1998 y 2004 (septiembre).

TABLA 2
Valores gubernamentales en el mercado doméstico
(porcentaje que representa cada valor en cada año)

<i>Instrumento</i>	<i>1994</i>	<i>1998</i>	<i>2004</i>
Cetes	22.97	32.28	23.82
Bondes	4.94	44.48	31.12
Bonos de desarrollo a tasa fija	0.00	0.00	37.51
Tesobonos	54.64	0.00	0.00
Ajustabonos	17.45	3.30	0.00
Udibonos	0.00	19.94	7.55

Fuente: SHCP.

La diferencia de la estructura de la deuda interna entre 1994, 1998 y 2004 es notable. Mientras que en 1994 los tesobonos, instrumentos de corto plazo indizados al dólar, representaban 54.64% de los valores gubernamentales en el mercado interno, en 1998 ya no existían. Entre 1998 y 2004 (septiembre) el cambio más importante es la presencia de un nuevo instrumento denominado en pesos, a tasa fija y con maduración superior a un año: de tres, cinco, siete, diez e incluso veinte años. Este instrumento, el denominado bono de desarrollo a tasa fija, representa un cambio sobresaliente en la forma de financiamiento del sector público. Tal como hemos explicado previamente, la forma de financiamiento del sector público responde en buena medida a factores subyacentes tales como la disciplina fiscal y el comportamiento macroeconómico global. En este sentido, la consolidación del bono de desarrollo a tasa fija sólo se puede explicar teniendo en cuenta la disciplina fiscal y el control de la inflación durante toda la década desde 1994. En la siguiente sección examinamos con más cuidado la historia de este instrumento.

EL BONO DE DESARROLLO A TASA NOMINAL FIJA

La aparición y consolidación del bono de desarrollo a tasa fija significa uno de los cambios más importantes en la forma de financiamiento del sector público desde la crisis de 1994-1995. Es un bono denominado en pesos con una tasa nominal fija a un plazo fijo. El gobierno los emitió por primera vez en enero de 2000, con un plazo de vencimiento de tres años, siguiendo una estrategia cautelosa, pues luego de tres emisiones realizadas durante el primer trimestre de ese año –todas a un plazo de tres años– constituían apenas 0.7% de los valores gubernamentales en el mercado interno. Debi-

do a que su colocación entre los inversionistas fue exitosa, el gobierno decidió comenzar a emitir un bono de más duración, de cinco años, en el segundo trimestre. Además, para apoyar el desarrollo de un mercado de valores gubernamentales de tasa fija, el gobierno creó la figura de formador de mercado, que empezó a operar en junio. Éstos son intermediarios financieros que se comprometen a comprar y vender valores gubernamentales a sus distintos plazos, asegurando de esta manera que efectivamente exista un mercado para ellos. Gracias a ese compromiso, quienes están interesados en tales valores tienen la garantía de que podrán comprarlos o venderlos cuando lo consideren conveniente, es decir, se garantiza su liquidez. Durante el año 2000 se fue consolidando la colocación regular de los bonos de desarrollo a tasa fija –a plazos de tres y cinco años– de manera que para el mes de diciembre constituían ya 5.8% de los valores gubernamentales en el mercado doméstico. En el año 2001 continuó consolidándose su importancia como fuente de financiamiento público, por dos motivos. El primero es que el gobierno dio un paso más en la dirección de alargar su plazo de maduración, al emitir bonos de este tipo a un plazo de diez años. El segundo es que continuaron desplazando a otras fuentes de financiamiento, pues su participación en los valores gubernamentales en el mercado doméstico siguió aumentando continuamente, para alcanzar 10.8% en junio y 15.4% en diciembre. Durante 2002, se introdujo un nuevo plazo de maduración, de siete años, que también se colocó exitosamente, y continuó creciendo la participación de estos bonos, que alcanzó 25.7% del total de valores gubernamentales en el mercado doméstico, similar a la de los cetes, 24.2%, y sólo inferior a la de los bondes, de 38.5%. Finalmente, en 2003 se colocó una emisión de bonos de desarrollo a tasa nominal fija a un plazo de 20 años. El 28 de octubre de 2003 –fecha de la emisión–, después de un proceso gradual de casi tres años, el gobierno mexicano colocó, por primera vez en la historia de nuestro país, un instrumento denominado en pesos con tasa nominal fija a un plazo de 20 años en el mercado interno. La SHCP enfatizaba en un comunicado el hecho de que la exitosa colocación demostraba que los inversionistas tenían confianza en la estabilidad del país en el mediano y largo plazo y que esta colocación continuaba el proceso de reducción de la vulnerabilidad de las finanzas públicas. También insistía en que de esta manera se apoyaba el desarrollo de un mercado de deuda privada y en general un ambiente de estabilidad y certidumbre. El incremento en el plazo de maduración de estos bonos de desarrollo a tasa fija fue acompañado por su consolidación como el principal instrumento financiero del gobierno en el mercado doméstico. En efecto, su crecimiento fue tal que en diciembre de 2003 constituían ya 32.6% del total de valores gubernamentales en el mercado doméstico y

en septiembre de 2004 su monto superaba al de cualquier otro valor gubernamental: constituían 37.5% de dichos valores en el mercado doméstico, por encima de los bonos -31.1% -y de los cetes -23.8 por ciento.

RASGOS NOTABLES DE LA DEUDA EXTERNA DESDE 1997

Como hemos dicho anteriormente, en 1996 y 1997 la deuda pública neta experimenta una reducción importante debido a una reducción de la deuda externa y, durante algunos años más, esta última continúa reduciéndose pero a cambio de un aumento de la deuda interna. El resultado de todos estos años de reducciones es que la deuda externa neta pasó de ser 32.4% del PIB en 1995 a representar 12.5% en el año 2000, porcentaje alrededor del cual fluctúa en los años posteriores.

Esta reducción se traduce en un manejo más holgado, que se refleja en una medida estándar de la capacidad de pago de la deuda externa: la proporción que representan los intereses de la deuda pública externa respecto de las exportaciones. Esta proporción era de 8.3% en 1995. Disminuyó a 7.4 en 1996, a 5.9 en 1997, a 5.3 en 1998 y posteriormente se ha mantenido por debajo de 5% (en el tercer trimestre de 2004 era de 3.8%). Asimismo, mientras que en 1995 la deuda externa neta era mayor que las exportaciones (10%), en 1996 representaba 90% de ellas, en 1997 y 1998 70% y -continuada esta tendencia decreciente- para el tercer trimestre de 2004 equivalía a menos de la mitad de ellas (40 por ciento).

Lo anterior rindió sus frutos: en marzo de 2000 se daba a conocer que por primera vez una agencia calificadora internacional otorgaba a la deuda pública externa mexicana de largo plazo denominada en moneda extranjera el llamado "grado de inversión". En efecto, el 7 de marzo de 2000, la agencia calificadora Moody's Investor Services ascendía tales obligaciones a la calificación mínima considerada como grado de inversión. Posteriormente, en febrero de 2002, elevaría nuevamente la calificación de estas obligaciones. Asimismo, en enero y febrero de ese año, otras dos agencias calificadoras, Fitch y Standard & Poor's, seguirían a Moody's en la decisión de otorgarle a la deuda soberana de largo plazo en moneda extranjera el grado de inversión. En un comunicado de prensa posterior, la SHCP afirmaría que estos hechos habían permitido una reducción importante en el llamado "riesgo país", es decir, en la sobretasa que pagan las obligaciones externas de la deuda mexicana sobre el rendimiento de los bonos comparables emitidos por el Tesoro de Estados Unidos.

Una innovación importante realizada por el gobierno mexicano en los mercados internacionales de capital consiste en la inclusión de cláusulas

de acción colectiva en los contratos de deuda. Estas cláusulas facilitan la resolución de los problemas de coordinación que los acreedores enfrentan cuando el deudor es incapaz de pagar la deuda en los términos inicialmente pactados. La experiencia histórica nos muestra numerosos ejemplos en que, aunque el deudor no puede cumplir las obligaciones contraídas en los términos acordados, una modificación de tales términos puede beneficiar tanto a los deudores como a los acreedores. En estos casos, los problemas de coordinación entre los acreedores pueden ser insalvables e impedir que las modificaciones que son beneficiosas para el conjunto de ellos y para el deudor se lleven a cabo. Las cláusulas de acción colectiva contribuyen a solucionar estos problemas de coordinación porque limitan la capacidad de los acreedores individuales para vetar cambios en las condiciones de pago inicialmente acordadas. Cuando se incluyen estas cláusulas, si una mayoría calificada de acreedores (especificada en el contrato) acepta modificar las condiciones inicialmente establecidas, estos cambios entrarán en vigor a pesar de que un acreedor individual se oponga, es decir, los acreedores individuales pierden el derecho de veto. Una consecuencia de este hecho es que se reduce la probabilidad de que ocurran crisis de deuda, en particular, aquellas que se presentan debido a que el deudor sufre problemas de liquidez. En efecto, si un país enfrenta problemas de liquidez, sólo necesita conseguir la aprobación de la mayoría especificada en el contrato —y no la de todos los acreedores— para cambiar las condiciones de pago y evitar una crisis. Estos cambios pueden evitar que cada acreedor trate de ser el primero en retirar sus fondos ante la percepción de que el país no dispondrá de recursos para pagarles a todos.

Aunque las razones para incluir las cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda parecen convincentes, se ha objetado que su incorporación podría terminar por perjudicar a los países deudores porque los obligaría a pagar primas de riesgo mucho más altas. Incluso algunos observadores dudaban que los bonos que incorporaran tales cláusulas pudieran ser colocados en el mercado. El temor es que los deudores se verían tentados a incumplir sus obligaciones con mucha mayor frecuencia precisamente por la mayor facilidad para renegociar la deuda. Es en este sentido en que resulta importante disponer de evidencia empírica que permita valorar la relevancia de esta objeción. El caso mexicano provee tal evidencia.

El 26 de febrero de 2003 la SHCP informaba en un comunicado que el gobierno mexicano había emitido un bono por mil millones de dólares (a un plazo de 12 años) en los mercados internacionales que incluía cláusulas de acción colectiva (CAC). La noticia realmente relevante era no sólo que se había colocado exitosamente, sino que la inclusión de las CAC no había provocado un aumento en el costo de financiamiento. Se trataba de

un bono en dólares a un plazo de 12 años y una tasa de interés de 6.625%. Esta emisión se consideró en los mercados internacionales como un ejemplo de que se podían hacer modificaciones contractuales que facilitarían la renegociación de la deuda en caso de que fuera necesario, sin que esto significara el pago de una prima de riesgo prohibitiva para los deudores.

En las emisiones de bonos en los mercados internacionales posteriores a febrero de 2003, el gobierno mexicano continuó incluyendo CAC regularmente, de manera que la proporción de deuda externa que contiene este tipo de cláusulas pueda ir aumentando gradualmente conforme son amortizadas las obligaciones previas que no las incluían.

LAS DEUDAS IMPLÍCITAS

En esta sección consideramos la existencia de deudas adicionales que no han sido explícitamente reconocidas, en la línea de lo que algunos autores llaman “obligaciones implícitas”, que es razonable suponer que el gobierno asumirá aunque no aparezcan en las cifras oficiales bajo el nombre de deuda pública. La misma SHCP, si bien menciona que “la medida tradicional de la deuda pública continúa siendo el indicador relevante para el análisis de los compromisos presupuestarios”,¹⁰ produce otro indicador, llamado “saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público” (SHRFSP), que representa “el acervo neto de las obligaciones, es decir, pasivos menos activos financieros disponibles, contraídos para alcanzar los objetivos de las políticas públicas, tanto de las entidades adscritas al sector público como de las entidades del sector privado que actúan por cuenta del Gobierno. El SHRFSP agrupa, entre otros, a la deuda pública presupuestaria, a los recursos para financiar a los sectores privado y social, a los requerimientos financieros del Instituto de Protección al Ahorro Bancario (IPAB), a los proyectos de inversión pública financiada por el sector privado (Pidiregas), los requerimientos del Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas (FARAC) y los Programas de Apoyo a Deudores”. La SHCP aclara que la medición de los SHRFSP es sólo de carácter indicativo.

Si la medida tradicional de la deuda pública neta ha estado en los últimos años –como lo hemos dicho anteriormente– ligeramente por encima de 25% del PIB, la medición de acuerdo con los SHRFSP eleva esta cifra por encima de 40%: 42.5% en septiembre de 2004. Entre las obligaciones im-

¹⁰ SHCP, *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*, tercer trimestre de 2004.

plícitas más importantes por su magnitud destacan los pasivos del IPAB, equivalentes (en septiembre de 2004) a 9.2% del PIB; los pidiregas, equivalentes a 4.8% del PIB, y los requerimientos del FARAC, equivalentes a 2.1% del PIB. Estos tres rubros aumentan en 16.1 puntos porcentuales la deuda pública neta.

Desde el año 2000 la deuda pública neta total, medida por los SHRFSP, ha permanecido relativamente constante, alrededor del 40% del PIB. Ésta fue la cifra que se registró en el año 2000. En 2001-2003 tuvo un ligero ascenso llegando hasta 43.2, pero en septiembre de 2004 ya había descendido al 42.5% del PIB.

Un efecto adicional de incluir las obligaciones implícitas del sector público es la alteración de la distribución de la deuda entre interna y externa. Como hemos explicado anteriormente, en el caso de la deuda explícitamente reconocida por el gobierno, se ha llegado a una situación en que el monto de deuda externa es similar al de deuda interna, es decir, que la deuda pública se divide en partes iguales entre las dos. En cambio, cuando se agregan las obligaciones implícitas, usando como medida global los SHRFSP, la deuda interna es mucho mayor que la externa. Esto se debe fundamentalmente a que los pasivos del IPAB y del FARAC constituyen deuda interna, lo que dio como resultado que, a septiembre de 2004, ésta ascendiera a 25.9% del PIB, en tanto que la externa sería de 16.7% del PIB, es decir, la deuda externa sería sólo el 64% de la deuda interna. Sin embargo, conviene resaltar que la tendencia reciente en los SHRFSP es a reducir esta diferencia, pues partimos de una situación aún más desigual: en 2003 la deuda externa representaba 59% de la deuda interna, y en el 2002 era sólo de 55 por ciento.

Además de las deudas implícitas anteriores, hay por lo menos tres obligaciones adicionales que supondrán, aunque no en el futuro cercano, una presión para las finanzas públicas. Se trata de los pasivos contingentes del ISSSTE, de los gobiernos de los estados y del IMSS. Hay una gran variación en las estimaciones sobre estas obligaciones, pero pueden alcanzar magnitudes considerables. A manera de ejemplo, Santaella (2000) menciona 33.8% del PIB como estimación de los pasivos contingentes del ISSSTE y de los gobiernos de los estados, y 45% del PIB para los pasivos contingentes del IMSS que no han sido considerados en el presupuesto.

Finalmente, subrayemos que la existencia de estas obligaciones implícitas hace más difícil una valoración del estado real de la deuda pública, al impedir un examen conjunto de los diversos aspectos que hemos analizado, y genera dudas sobre la posibilidad de que en el futuro se generen más obligaciones de este tipo sin pasar por un proceso de control que haga transparente su origen.

UNA NOTA DE PRECAUCIÓN SOBRE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PRIVADO¹¹

Aunque nuestro estudio se ha restringido a la deuda pública, conviene mencionar al menos someramente un punto respecto de la deuda privada, más precisamente, sobre la deuda externa del sector privado no bancario. Desde 1995, esta deuda ha experimentado un crecimiento vertiginoso, duplicándose en el periodo de 1995 a 2001, al pasar de 31 000 millones a 61 800 millones de dólares, y llegar a la cifra de 72 800 millones de dólares en 2003.¹² Este endeudamiento corresponde primordialmente a un grupo de grandes empresas, que han incrementado la proporción de financiamiento externo en relación con el interno en la última década.¹³ Este crecimiento es digno de atención por dos motivos. Primero, porque hay experiencias previas de intervención del gobierno mexicano para ayudar a solucionar problemas de pago de deuda externa privada (el establecimiento del FICORCA después de la crisis de la deuda de 1982), que nos alertan sobre la posibilidad de que un problema privado se transforme eventualmente en público. Segundo, porque en experiencias de crisis recientes en otros países (la crisis de los países asiáticos en 1997) la deuda privada externa tuvo un papel importante.

No obstante, debemos enfatizar que el mero crecimiento de la deuda privada externa no es una señal de alarma. La vulnerabilidad de las empresas que han recurrido al financiamiento externo depende, entre otras cosas, de su capacidad para generar ingresos en divisas extranjeras y de la estructura de maduración de su deuda, es decir, del grado de disparidad (*mismatch*) entre la estructura de sus pasivos y las inversiones que están financiando. Depende también, desde luego, de su posición financiera global y de la posibilidad de que tengan otros tipos de cobertura adicionales. En suma, el crecimiento de la deuda externa privada no bancaria no es suficiente para indicar vulnerabilidad, pero sí hace conveniente estudiar detenidamente la situación de las (grandes) empresas en cuestión.

¹¹ Agradezco a un dictaminador anónimo la conveniencia de incluir esta sección en el artículo.

¹² Fuente: Banco de México, *Informe anual 2004*. Aquí presentamos los datos que figuran en el cuadro A 69 que son los que permiten una mayor comparabilidad temporal. Conviene mencionar, sin embargo, que los montos exactos difieren de los presentados en el cuadro A 68 del mismo *Informe*, obtenido con una metodología diferente que permite una mayor comparabilidad internacional.

¹³ Vale la pena notar que, a diferencia del sector privado no bancario, la deuda externa de la banca comercial se ha reducido, pasando de 25 000 millones de dólares en 1994 a 6 100 millones de dólares en 2003 (nuevamente según el *Informe anual 2004* del Banco de México, cuadro A 69). De hecho, el total de deuda externa privada en relación con el tamaño de la economía no se ha modificado sustancialmente.

CONCLUSIONES

En este artículo hemos analizado la evolución de la deuda pública mexicana durante la década que siguió a la crisis de 1994-1995. Nos hemos concentrado en el análisis de la “deuda explícita”, es decir, la que considera la SHCP en sus informes trimestrales y que coincide con la que emplea el Congreso de la Unión cuando autoriza los techos de endeudamiento.

Si entendemos por deuda pública el concepto tradicional recién mencionado, su estado aparece hoy mucho más sólido que hace diez años. El volumen de deuda en relación con el tamaño de la economía es reducido tanto en términos internacionales como en términos históricos. Sin embargo, no es éste el aspecto que la hace diferente del estado que guardaba hace diez años: también entonces tenía esas características. Los aspectos en que la deuda pública ha cambiado tienen que ver con su estructura.

En cuanto a la deuda interna, los valores a tasa fija con plazo superior o igual a un año representan un porcentaje creciente del total de valores gubernamentales en el mercado doméstico, alcanzando 44.1% en septiembre de 2004. El instrumento más importante de financiamiento –el bono de desarrollo a tasa fija– está denominado en pesos, con tasa de interés fija y con plazo de vencimiento hasta de 20 años. El contraste con un instrumento de corto plazo e indizado al dólar –los tesobonos– es notable.

En cuanto a la deuda externa, los indicadores tradicionales de la capacidad de pago –relación de intereses o de deuda neta a exportaciones– reflejan una buena situación y las calificaciones de la calidad crediticia otorgadas por las agencias internacionales (Moody's, Standard & Poor y Fitch) le han concedido el llamado “grado de inversión”. La percepción de un bajo riesgo de incumplimiento se refleja también en un buen comportamiento del margen de las tasas de interés (*spread*) al que el país puede conseguir prestado en el exterior. Conviene también resaltar que se han hecho innovaciones importantes para prevenir problemas de coordinación de los acreedores en caso de que fuera necesario reestructurar la deuda, mediante la inclusión de las llamadas “cláusulas de acción colectiva”.

La valoración positiva de la deuda tradicional se ve ensombrecida, sin embargo, por la existencia de obligaciones financieras que, aunque no aparecen en las cifras oficiales con el nombre de deuda pública, es razonable suponer que sí implicarán una carga financiera para el gobierno. La existencia de estas obligaciones implícitas hace más difícil una valoración del estado real de la deuda pública al impedir un examen conjunto de los diversos aspectos que hemos analizado. Vigilar que en el futuro no se generen más obligaciones de este tipo es quizás el reto más importante. En este sentido, conviene hacer un seguimiento cercano de la deuda externa

del sector privado no bancario, que ha crecido sustancialmente en la década reciente.

REFERENCIAS

- Banco de México (varios años), *Informe anual*.
- Bolton, Patrick y David Scharfstein (1990), "A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Markets", *American Economic Review*, vol. 80.
- Cole, Harold y Timothy Kehoe (1996), "A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis", *Journal of International Economics*, vol. 41.
- Diamond, Douglas y Philip Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91.
- Diamond, Douglas (1991), "Debt Maturity Structure and Liquidity Risk", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106.
- Dornbusch, Rudiger y Alejandro Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1.
- Furman, Jason y Joseph Stiglitz (1998), "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2.
- Hernández Trillo, Fausto (2003), *La economía de la deuda. Lecciones desde México*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Lukonga, Inutu (2002), "Riding Out the Storm", *Finance and Development*, vol. 39.
- Radelet, Steven y Jeffrey D. Sachs (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects" *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1.
- Reinhart, C., K. Rogoff y M. Savastano (2003), "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1.
- Sachs, Jeffrey, Aarón Tornell y Andrés Velasco (1996), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", *Journal of International Economics*, vol. 41.
- Santaella, Julio (2000), "La viabilidad de la política fiscal: 2000-2025", en Arturo Fernández (coord.), *Una agenda para las finanzas públicas de México*, México, ITAM, Centro de Economía Aplicada.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (varios años), *Informe sobre la situación económica, las finanzas públicas y la deuda pública*.