

EFFECTOS DEL PAQUETE FINANCIERO 1989-92 EN EL SECTOR PRIVADO DE MÉXICO

Eillen Maguire

Sumario: I. Introducción; II. Perfil histórico; III. El paquete financiero para México; IV. La renovada confianza; V. Conclusiones.

I. INTRODUCCIÓN

La finalidad de este trabajo es describir el Paquete Financiero 1989-92 diseñado para México, y su impacto en el sector privado mexicano. El Paquete Financiero constituye una grande y complicada transacción en la que han intervenido muchas partes. Para entender el Paquete, sería de utilidad empezar con algo de historia sobre las reestructuraciones de la deuda mexicana. Expondré brevemente esta historia, y después de ello volveré a la actual reestructuración mexicana, su impacto en el sector privado mexicano, y las muestras de la renovada confianza en la economía mexicana.

II. PERFIL HISTÓRICO

La cronología de las reestructuraciones de la deuda mexicana desde agosto de 1982 constituye una larga lista de financiamientos innovadores, que muchos otros países han seguido o adoptado para su propia deuda. Pero México ha sido, y continúa siendo, el modelo tanto en términos de logros en sus esfuerzos como en la capacidad de sus negociadores y asesores.

Las reestructuraciones de México —dignas de mencionarse por cuanto se refiere al nivel de cooperación voluntaria alcanzada entre los acreedores— hicieron posible la estabilización de las relaciones entre México y la comunidad financiera internacional. Para lograr esta estabilidad, inicialmente se requirió consolidar las diversas situaciones de los acreedores, deudores y sus deudas, en paquetes de reestructuración tipo «paraguas». Sin esta consolidación, el primer esfuerzo de reestructuración no hubiera sido posible. Si no se hubiera asegurado a todos los acreedores un tratamiento igual a través de convenios uniformes con cláusulas de distribución de pagos, estos no habrían estado en posibilidad de otorgar la liberación requerida. Por supuesto, la reestructuración consolidada resultante creó una estructura inflexible de complejos acuerdos contractuales multipartes; una estructura que el Paquete Financiero 198992 empieza a darle flexibilidad.

Con el fin de poder expresar una idea de la compleja estructura legal aplicable a la deuda externa de México frente a los diversos bancos comerciales, amparada con el reciente Paquete Financiero, brevemente describiré las circunstancias más importantes de los refinanciamientos en México desde 1982.

1. La Prórroga Solicitada

En 1982, después de 4 años de prosperidad por el *boom* del petróleo. México se enfrentó a una crisis económica al devaluarse el peso, acelerarse la inflación y al reducirse las reservas de divisas. Los problemas de deuda externa de México empezaron a ser de la atención mundial en agosto de ese año, cuando México anunció su incapacidad para continuar haciendo los pagos de principal de su deuda a su vencimiento. Por medio de un dramático télex, México describió a la comunidad bancaria internacional el financiamiento de emergencia a corto plazo que había obtenido del gobierno de los Estados Unidos y del Banco para las Compensaciones Internacionales. México solicitó entonces a sus bancos acreedores

prorrogar por noventa días todos los pagos de principal con vencimiento dentro de los siguientes noventa días. México prometió pagar todos los intereses a su vencimiento. Los bancos aceptaron la prórroga y México —tal y como lo haría a lo largo de las dificultades causadas por su deuda externa— cumplió con su promesa de pagar intereses. La extensión solicitada se repitió en varias ocasiones antes de concluir en la reestructuración de la deuda.

Esta medida de cooperación continua es uno de los aspectos importantes del camino por el cual se condujeron México y sus acreedores, y que ahora hace más factible el regreso de México a los mercados financieros internacionales para efectos de los financiamientos voluntarios.

2. Convenios de Reestructuración

El 1º de diciembre de 1982, el presidente De la Madrid inició su sexenio implantando un programa de austeridad económica para poder manejar la crisis de la deuda mexicana y la inflación. Una semana después de que De la Madrid tomó posesión, México solicitó un nuevo préstamo sin precedentes de \$5 billones a la comunidad bancaria internacional. La solicitud de dinero nuevo vino acompañada de lo que se ha llamado principios de reestructuración para la deuda del sector público mexicano, de aproximadamente un total de \$23.7 billones con vencimientos entre 1982 y 1984. El Grupo Asesor de los Bancos tomó el paquete, indicando la intención del grupo de asesores individuales de los bancos de responder en forma positiva a la solicitud de México, si otros miembros de la comunidad bancaria internacional también lo hicieren.

En las reestructuraciones de adeudos de los diversos países, los grupos de asesores de los bancos se constituyen con el fin de proporcionar un vínculo de comunicación entre el país deudor y los bancos comerciales. El Grupo Asesor de Bancos negocia los términos de cualquier recalendarización del principal y los préstamos de dinero nuevo en representación de los bancos comerciales. Estos

grupos son seleccionados por el país deudor y generalmente consisten de 12 a 20 bancos acreedores.

Poco tiempo después del nombramiento del Grupo Asesor de los Bancos, el FMI aprobó lo que se llama el Acuerdo de Prórroga de Recursos para México. Exactamente cuatro meses después del télex del 22 de agosto, la comunidad bancaria internacional había aceptado, en principio, un paquete financiero que cubría aproximadamente \$30 billones de deuda externa. En ese momento el paquete incluía el préstamo y la deuda más fuertes que nunca se hayan reestructurado.

En marzo de 1983, México y 526 bancos suscribieron un convenio de crédito por \$5 billones. El convenio contemplaba por primera vez el principio obligatorio de distribuir sus pagos entre el FMI, otras fuentes oficiales y bancos comerciales, y la vinculación entre la deuda del sector público y la del sector privado. El convenio contenía diversas estipulaciones diseñadas para asegurar un tratamiento igual para todos los bancos y persuadirlos de no actuar por su cuenta.

El punto clave de cada uno de los convenios de crédito suscritos durante estos años de reestructuración fue precisamente la cláusula de distribución de pagos. Si un acreedor fuere a solicitar a México, o de cualquier forma fuere a recibir un pago de su deuda, dicho pago estaría sujeto a participaciones de compra entre todos los demás bancos que fueren parte en el convenio, en sumas de participación a prorrata entre dichos bancos en relación con el pago recibido. Mientras esto evitaba las medidas y acciones individualizadas, asimismo imposibilitó a México negociar situaciones conflictivas con miembros sindicados en forma directa. Conjuntamente con la firma del contrato de crédito por \$5 billones, los principios de reestructuración fueron implantados mediante 52 convenios de reestructuración independientes suscritos entre los 52 obligados del sector público mexicano y sus respectivos bancos acreedores. Los convenios de reestructuración requerían una reestructuración igual para todos los

bancos con adeudos similares a su favor. Una vez más, el principio de distribución de pagos fue incluido, además de que los 52 convenios individuales señalaban que si un adeudo conforme a un convenio fuere pagado anticipadamente, el adeudo conforme a los otros convenios tendría que ser asimismo prepagado. Se incluyó también en cada convenio una obligación de «no pignorar», es decir que no se contemplaba prenda alguna para garantizar adeudos del exterior. Al paso del tiempo, se vio que podrían ser de utilidad algunas excepciones para la obligación de «no pignorar», pero que sería difícil de obtener.

3. El Contrato de Crédito de 1984 por \$3.8 billones

En abril de 1984, a sólo un año de la suscripción del contrato de crédito por \$5 billones, México firmó un convenio para recibir \$3.8 billones en un nuevo financiamiento bancario comercial. Una vez más el convenio contemplaba la obligación de distribuir los pagos entre el FMI y fuentes oficiales de crédito, e incluía además la vinculación con el sector privado.

4. Los Nuevos Convenios de Reestructuración

En septiembre de 1984, México y el Grupo Asesor de los Bancos enviaron otra propuesta a la comunidad bancaria internacional que consignaba toda la deuda del sector público mexicano a favor de los bancos comerciales con conocimientos entre 1985 y 1990. Esta iniciativa tuvo como resultado la suscripción de convenios de reestructuración de varios años que incluían tres financiamientos independientes por un total de \$49 billones. Cada uno de estos convenios, conocidos como los nuevos convenios de reestructuración, contenía una innovadora disposición llamada «Sección 5.11» que permitía el cambio de deuda por capital o por instrumentos de deuda. Como ustedes saben, esta disposición se ha vuelto extremadamente útil e importante en el proceso de reducción de la deuda y para el regreso de México a los financiamientos voluntarios y competitivos en los mercados de capitales internacionales. Más adelante comentaré con mayor detalle esta llamada «Sección 5.11».

5. Iniciativa Baker

En esas mismas fechas, el entonces secretario del Tesoro de los E.U., Baker, propuso un mayor énfasis en las reformas estructurales para el crecimiento de los países en reestructuración. Se hizo una llamada a los bancos comerciales para que apoyaran con dinero nuevo y a las instituciones financieras internacionales para que brindaran un soporte económico creciente.

6. El Paquete Financiero de los Bancos Comerciales 1986-87

Para México, el dinero nuevo llegó en 1987 cuando se implantó el Paquete Financiero 1986-87 de los Bancos Comerciales para México. Éste fue el paquete financiero más amplio que se hubiere dado hasta la fecha, y afectó en su conjunto más de \$70 billones de financiamientos con un suministro de aproximadamente \$7.7 billones de nuevos recursos. Este Paquete pretendía además, seguir el espíritu de la iniciativa Baker, mientras que el Banco Mundial jugó un papel muy importante en la supervisión del uso del dinero nuevo por parte de México. La Sección 5.11 fue ampliada y actualizada en los convenios que sirvieron para implantar este Paquete Financiero.

7. Los Bonos Azteca

A principios de 1988, México y un buen número de bancos comerciales acreedores firmaron un intercambio de deuda mexicana por bonos de tasa flotante a veinticinco años, cuyo principal fue garantizado a su vencimiento con bonos cupón cero del Tesoro de los E.U. Este intercambio iniciado por México constituyó el primer intento de reducción de la deuda desde el inicio de la crisis por la deuda, en 1982.

El tamaño de la operación que finalmente consistió de \$5 billones de deuda intercambiada por cerca de \$3 billones de bonos, ha sido evaluado como menor en comparación con el nivel de expectativas creadas. Sin embargo, no debe pasarse por alto que el intercambio de

1988 dio muchas, muy variadas y valiosas lecciones de cómo estructurar e implantar este tipo de financiamientos.

8. Políticas de Reducción de Adeudos de Salinas

En su discurso inaugural en diciembre de 1988, el presidente Salinas de Gortari anunció como una prioridad, dentro de su administración, la reducción de la deuda externa a niveles compatibles con las tasas de crecimiento requeridas para México. Esto constituyó una formidable meta ya que en ese momento México le adeudaba a sus aproximadamente 425 bancos acreedores alrededor de \$48 billones de adeudos a mediano y largo plazo, documentos en diez monedas diferentes y 91 convenios de deuda.

9. Iniciativa Brady

Contra este aspecto de fondo, el Tesoro de los Estados Unidos empezó formalmente a promover la reducción de los niveles y del servicio de la deuda como un camino para romper lo que aparentaba ser un ciclo interminable de préstamos de dinero nuevo, muchos de los cuales eran para hacerse de los recursos necesarios para el pago de intereses. Aunque el secretario Brady indicó que deberían continuar proveyéndose ciertos flujos continuos de dinero nuevo como una parte esencial de esa estrategia, quedó claro que la reducción de la deuda constituía la piedra angular de la nueva política.

III. EL PAQUETE FINANCIERO PARA MÉXICO

Ahora pasaré a los esfuerzos más recientes. Como es sabido, el Paquete Financiero 198992 fue la primera renegociación de reducción de una deuda a gran escala y un esfuerzo por reducir el servicio de la deuda por parte de los bancos comerciales con el fin de implantar la «Iniciativa Brady». Implantar esta Iniciativa a través del Comité Asesor de Bancos para México –un grupo de quince grandes bancos internacionales– no constituyó una meta fácil. Este grupo

representaba los diversos aspectos regulatorios en materia contable, fiscal, comercial y política que afectaban a los acreedores de México en general. Mientras que esto hizo extremadamente difícil lograr un consenso en muchos puntos, por otra parte dio la seguridad de que un Paquete Financiero que cumpliera con su anuencia sería asimismo aceptable para la vasta mayoría de los bancos acreedores de México.

La negociación de los términos básicos del Paquete Financiero tuvo lugar desde abril hasta julio de 1989. Durante ese tiempo, la mayoría de las negociaciones se centraron alrededor de la reducción del principal y de la tasa de intereses que se otorgaría a México. Inicialmente México propuso una reducción del 55%. Sin embargo, no fue sorpresa la negativa de los bancos a dicha propuesta y a cambio contraofrecieron una reducción del 15%. Después de meses de negociación y análisis por ambas partes, se logró un acuerdo: se convino en una reducción del 35%, la que representaba el punto medio entre las dos posiciones iniciales.

Después de dos meses que duró la formalización de los términos del convenio, en septiembre de 1989, México envió a todos sus bancos comerciales acreedores de adeudos a mediano plazo, un documento de 140 páginas en cuyos términos describía los detalles del Paquete financiero. La respuesta de la comunidad bancaria internacional fue sin precedentes en comparación con cualquier paquete de esta magnitud. A esta fecha virtualmente todos los bancos acreedores de México han firmado los convenios.

De acuerdo con la Secretaría de Hacienda y Crédito, a marzo de 1989, el total de la deuda insoluta de los sectores público y privado a cargo de México, asciende a más de \$93 billones. De esto, el Paquete Financiero cubre \$47.5 billones de los adeudos de México a mediano y largo plazo a favor de bancos comerciales: la llamada deuda elegible. No cubre, sin embargo, la deuda que México tiene con las organizaciones internacionales o adeudos del sector privado mexicano.

Son verdaderamente dramáticos los beneficios que para México brinda el Paquete Financiero. La Secretaría de Hacienda ha indicado que el total de la liberación de adeudos de México por virtud del Paquete Financiero es de casi \$15 billones.

Para entender plenamente el Paquete Financiero se requiere estar familiarizado con algunas de sus características más técnicas. A continuación describo algunas de estas características.

Existen cuatro aspectos principales en el Paquete Financiero: la deuda y las opciones de la reducción del servicio de la deuda; préstamos de dinero nuevo; la modificación de los convenios existentes; y los convenios de deuda combinada.

En su oportunidad comentaré cada uno de estos aspectos, empezando con algunos puntos generales de la deuda y de las opciones para la reducción del servicio de la deuda.

1. Opciones para la Deuda y para la Reducción del Servicio de la Deuda

Según ha sido ampliamente difundido, conforme al Paquete financiero, cada acreditante podía optar entre intercambiar su deuda convertible por bonos o prestar dinero nuevo a México. El acreditante que optó por los bonos, cambió toda o una parte de su deuda convertible por bonos de descuento o por bonos a la par o por ambos. El acreditante que optó por bonos de descuento recibió bonos equivalentes al 65% de la deuda convertible que hubiere intercambiado. Los bonos de descuento devengan intereses de 13/16 sobre la tasa «Libor». El acreditante que optó por bonos a la par recibió bonos equivalentes al 100% de su deuda convertible que intercambió, pero con una tasa de interés fija reducida. Cada acreditante tuvo la oportunidad de seleccionar bonos denominados en dólares de los E.U. o en una de otras siete monedas, siendo dicha otra moneda la del propio país del acreditante.

Estos intercambios alcanzaron el objetivo principal del Paquete Financiero consistente en reducir la deuda de México. Los bonos de descuento lograron para México una inmediata reducción de la deuda en un 35%. Los bonos a la par redujeron el importe de los intereses que México tendrá que pagar por su deuda. Un aspecto importante de los bonos a la par es que al reducir los pagos de intereses de México y establecer una tasa fija, éstos dan a México un margen de treinta años en vez de lo que sería el incremento de las tasas de interés.

Los bonos de descuento y a la par son con vencimiento a 30 años, es decir, al diciembre 31 del año 2019. Los bonos se emitieron en forma nominal, y están denominados en dólares de los E.U., yens japoneses, dólares canadienses, francos franceses, marcos alemanes, florines holandeses, liras italianas y francos suizos. Los bonos de descuento en dólares de los E.U., devengan intereses a una tasa flotante de «Libor» más 13/16%. Los bonos a la par en dólares de los E.U., devengan intereses a una tasa fija del 6.25%. Los bonos denominados en otras monedas, devengan intereses a tasas comparables pero en dichas monedas.

Aproximadamente el 43.5%, esto es \$20.6 billones de deuda convertible se intercambiaron por bonos de descuento por un total aproximado de \$13.4 billones o su equivalente en otras monedas. Aproximadamente el 47.5% fue intercambiado por bonos a la par, en un total aproximado de \$22.5 billones, o su equivalente en otras monedas.

Una de las metas del Comité Asesor de los Bancos para la negociación de los bonos, consistió en que las diferentes opciones de bonos fueran igualmente atractivas para los bancos a fin de que uno no tuviera preferencia sobre el otro. Aparentemente, se alcanzó un equilibrio en términos generales. Este criterio de igualdad fue un tanto difícil de alcanzar debido a las diferentes perspectivas fiscales, reglamentarias y comerciales desde las cuales se tenía que llevar a cabo la evaluación. Como acabo de mencionar, cerca del 43.5% de la deuda convertible fue intercambiada por bonos de descuento y cerca del 47.5% fue cambiada por bonos a la par.

2. Garantía Colateral

Ahora permítaseme pasar al aspecto del colateral para los bonos. Tanto los bonos de descuento como los bonos a la par están totalmente garantizados por lo que se refiere a su principal, y parcialmente en la parte correspondiente a sus intereses. Para garantizar los bonos, México dispuso en favor del Fondo Monetario Internacional, el World Bank y el Export-Import Bank of Japan, de aproximadamente \$7 billones de sus propias reservas y otras de fuentes adicionales, por un período de tres años. Mientras se termina la entrega de estos recursos, una porción del colateral para los intereses de los bonos en dólares de los E.U., está representado por cartas de crédito emitidas por un sindicato de 35 grandes bancos internacionales.

a. Colateral para el principal

Como garantía colateral para los bonos en dólares de los E.U., México pignoró los bonos cupón cero del Tesoro de los E.U., o una garantía colateral comparable en otras monedas. Este colateral únicamente garantiza el pago del principal de los bonos a su vencimiento. Por supuesto, éste es uno de los aspectos más importantes de los bonos; la restitución del pago de hecho ya ha sido asegurada con la garantía del principal antes mencionada.

Debido a que México estaría dependiendo de su colateral del principal para restituir el pago de la suma principal insoluta de los bonos a su vencimiento, era muy importante tanto para México como para los bancos que su colateral fuere de las más alta calidad. Como resultado de ello, las obligaciones del Tesoro de los E.U. se pignoraron como colateral de principal para los bonos en dólares de los propios E.U., y las obligaciones de los bancos centrales o gobiernos correspondientes, fueron pignoradas como colateral para los bonos en otras monedas. Únicamente existen dos excepciones a esto. Primera, por razones de precio, el colateral de principal para los bonos en francos suizos, lo constituye obligaciones a 30 años emitidas por un emisor privado Swiss Bank Corporation. Segunda,

debido a que no fue posible emplear instrumentos apropiados denominados en liras como colateral de principal para los bonos denominados en esa moneda, dichos bonos están garantizados con obligaciones del Tesoro de los E.U.

b. Colateral para los intereses

Como colateral para los intereses, México pignoró efectivo y ciertas inversiones permitidas como garantía parcial del pago de intereses devengados por los bonos. El valor del colateral para los bonos en dólares de los E.U., equivale a 18 meses de intereses sobre los bonos. El valor del colateral para otros bonos, se calcula de forma tal que resulte en niveles similares del colateral total.

El colateral de los intereses está denominado en la moneda de los bonos que garantiza, y en términos generales comprende instrumentos con tasas AA o mejores. Los rendimientos de este colateral se devengan a favor de México, y al vencimiento de los bonos este colateral se devolverá a México.

c. Derechos de recuperación de valor

Adicionalmente a los aspectos que acabo de describir, el Paquete Financiero contiene un elemento innovador conocido como los «derechos de recuperación de valor». Como elemento de controversia del Paquete, esos derechos se utilizaron para ayudar a vincular el vacío existente entre la posición negociadora de México y la de los bancos. El valor potencial adicional representado por los derechos de recuperación de valor, hizo más fácil a los bancos aceptar el nivel de los descuentos convenido en última instancia. Los derechos de recuperación de valor dieron la oportunidad para los tenedores de recibir pagos trimestrales adicionales a partir de julio de 1996, si México llegare a disfrutar de los beneficios derivados de incrementos, en dólares reales, en sus ingresos por exportaciones de petróleo. Estos pagos están diseñados para dar a los tenedores la posibilidad de recuperar algunas pérdidas generadas en su contra al

aceptar los bonos de descuento. Todos los pagos se harán al momento en que México esté en una mejor condición para efectuarlos.

Los ingresos correspondientes a los derechos de recuperación de valor por parte de México, están limitados en varios aspectos. Primero, no estará disponible para efectos del pago a los tenedores de esos derechos, más del 30% de los incrementos reales anuales en los ingresos por las exportaciones de petróleo de México. Segundo, todo pago adicional efectuado por México no podrá exceder del 3% anual de la suma principal de la deuda convertible intercambiada por bonos vinculados con dichos derechos de recuperación de valor.

El derecho que tiene el obligacionista de recibir estos pagos adicionales, está documentado mediante títulos que amparan los derechos de recuperación de valor, inicialmente adheridos a los bonos. Estos títulos serán desprendibles a partir de 1992, en cuyo momento podrán negociarse en forma independiente de los bonos a los cuales estuvieron originalmente adheridos. La desvinculación de los derechos de recuperación de valor, fue considerado como un aspecto muy importante por parte de muchos de los bancos debido a la esperanza que albergan de que se desarrollen mercados independientes para los derechos y para los bonos. Como es sabido, un Paquete similar de derechos se pretende incluir en la próxima reestructuración venezolana.

Finalmente, antes de dejar el tema de los bonos de descuento y a la par, debo mencionar dos aspectos adicionales muy interesantes respecto de dichos bonos. Primero, los bonos reflejan un mecanismo de ajuste de intereses diseñado para dar a México el beneficio económico de intercambiar su deuda por bonos de descuento o a la par retroactivamente al 1° de julio de 1989. Para ciertas series, el derecho a recibir los pagos de intereses sujetos al ajuste, está representado por obligaciones para el pago de intereses independientes e intransferibles, o por obligaciones para el pago de intereses emitidas a favor del comprador inicial del bono.

e. La negociación de los bonos de descuento y a la par

Un aspecto de los bonos que ha generado interés considerable, es el relativo a las reglas para su comercialización. Los bonos de descuento y a la par pueden ser negociados. Sin embargo no están registrados conforme a las Leyes de Valores de los Estados Unidos ni de cualquier otro país. Se impusieron ciertas restricciones de negociación a fin de que los bonos emitidos en los Estados Unidos o a «personas» de este país, estuvieren exentos de registro conforme a las Leyes de Valores de los propios E.U. Estas restricciones, se diseñaron con el fin de asegurar que durante los primeros dos años siguientes a su emisión, los bonos emitidos a favor de «personas de los E.U.», pudieran venderse únicamente a ciertos «inversionistas institucionales elegibles», tales como algunos bancos, compañías aseguradoras, compañías inversionistas y planes de pensiones; y que los bonos emitidos a personas diversas a aquéllas consideradas como «personas de los E.U.» permanecieran fuera de los Estados Unidos. Por supuesto, como es ampliamente conocido, la Comisión de Valores y Cambios de los E.U., ha liberado recientemente el mecanismo para que los valores de colocación privada, tales como los bonos de descuento y a la par, puedan ser revendidos.

Más importante que los aspectos técnicos para la negociación de los bonos, lo constituyen las oportunidades económicas que en favor de México se generan por virtud de dicha negociación. Casi el 90% de la deuda de México a favor de los bancos comerciales, está actualmente documentada con bonos que reflejan un descuento. Conforme al Paquete Financiero, México puede comprar sus bonos en el mercado abierto, libre de las restricciones para la compra de su deuda conforme a sus contratos de crédito, siempre y cuando esté al corriente en el pago de los intereses devengados por los bonos, pues éstos se negocian mediante descuento en el mercado secundario. De cuando en cuando si este descuento se muestra atractivo, México puede comprar los bonos en aquel mercado y obtener un descuento en beneficio de su deuda y adicional al descuento ya obtenido en los términos del Paquete Financiero. Además cuando

México adquiriera cualquiera de sus bonos, el colateral correspondiente a éstos, se liberará en favor de México y podrá usarse para otros fines.

3. Opciones de Dinero Nuevo

Ahora pasaré a la tercera opción que ofrece el Paquete Financiero a los bancos participantes, esto es, la entrega de dinero nuevo.

Como lo indiqué anteriormente, cada banco participante tenía la opción de intercambiar las sumas adeudadas por México a su favor, o en su defecto otorgar nuevos créditos del dinero nuevo a México. En la medida en que los acreedores no cambiaron su deuda convertible por bonos, se les pidió prestar a México dinero nuevo en un 25% del remanente de su deuda convertible. Aproximadamente 9.0% de la deuda convertible comprometida en el paquete financiero, se canalizó a través de dinero nuevo. Como resultado de ello, México recibirá \$ 1.1 billones de dinero nuevo entre 1990 y 1992. Los compromisos de dinero nuevo fueron ubicados en una o más de las siguientes tres opciones, cada una de las cuales contempla financiamientos con dinero nuevo para dar apoyo al programa económico a mediano plazo de México y para ayudar a integrar los recursos para las dos opciones de reducción de la deuda.

a. Contrato de crédito de dinero nuevo 1989-92

La primera opción de dinero nuevo, fue el contrato de crédito de dinero nuevo 1989-92, que es sustancialmente similar a los anteriores contratos de crédito entre México y los bancos. En la fecha de intercambio, México obtuvo el 40% del dinero que tenía disponible conforme a este contrato, es decir, cerca de \$188 millones. Los \$282 millones restantes, se le exhibirán en cinco abonos iguales a partir de julio de 1990 y hasta julio de 1992. Los bancos parte del contrato, pudieron escoger de entre tres opciones de tasas de interés: «Libor», más 13/16%, tasa doméstica para certificados de depósito, más 13/16%, y una tasa fija. México hará el primero de

los 32 abonos trimestrales de principal conforme a este contrato, en junio de 1997, y el último pago de principal en marzo de 2005. Veintisiete bancos optaron por prestar un total de aproximadamente \$470 millones conforme al contrato de Crédito 1989-92.

4. Bonos de Dinero Nuevo

La segunda opción de dinero nuevo, fue la de bonos de dinero nuevo. Éstos son obligaciones garantizadas por México, denominadas únicamente en dólares de los E.U. y devengan intereses a una tasa flotante de «Libor», más 13/16%. México efectuará pagos semestrales de principal sobre los bonos a partir de 1997, y terminará en 2005, pero podrá amortizar los bonos a valor nominal en cualquier fecha de pago de intereses. Adicionalmente, México podrá comprar bonos de dinero nuevo en subastas o en el mercado abierto a cualquier precio. Los derechos de recuperación de valor no se emitieron para los bonos de dinero nuevo. Veinte bancos compraron un total de aproximadamente 174 millones de estos bonos.

Los bonos de dinero nuevo son negociables. Sin embargo, éstos se encuentran sujetos a las mismas restricciones de negociación que los bancos de descuento y bonos a la par.

5. Contratos de Nuevos Financiamientos y Contratos de Créditos Comerciales

La tercera opción de dinero nuevo, es la de los contratos de financiamientos nuevos y contratos de créditos comerciales. Los fondos conforme a estos créditos, son inicialmente exhibidos en seis diferentes fechas de disponibilidad, en un fideicomiso constituido por México.

Este tipo de crédito contempla nuevos financiamientos para los deudores del sector público mexicano. El crédito comercial contempla nuevos financiamientos a los deudores de los sectores público y

privado de México para financiar operaciones de exportación e importación a través de créditos comerciales. La mitad de las exhibiciones conforme al contrato de crédito comercial, se hacen tanto a los deudores del sector público como del privado, y la otra mitad únicamente se entregará a los deudores del sector público.

Cuando un banco elija prestar dinero a los deudores del sector público o del privado de México conforme a cualquier tipo de contrato, éste dará aviso al fideicomiso para que pague anticipadamente las exhibiciones ya hechas al propio fideicomiso, permitiendo de esta manera al banco obtener los recursos para los préstamos a los deudores del sector público o privado. Cuando el deudor paga las exhibiciones que se le hicieron conforme a cualquiera de los contratos, la cantidad correspondiente se reexhibe al fideicomiso, y dichos fondos vuelven a ponerse a disposición de los deudores del sector público y privado de México.

Las exhibiciones efectuadas conforme a esta clase de contratos y al contrato de crédito comercial, contendrán los mismos plazos, términos de repago y precio. Con ciertas excepciones, el plazo mínimo de cada nuevo financiamiento y crédito comercial, es de tres años. El fideicomiso empezará a efectuar pagos trimestrales de principal en junio de 1997, y el último pago del principal en marzo de 2005. Diez bancos decidieron exhibir un total de \$210 millones aproximadamente conforme a los términos del nuevo financiamiento, y 19 bancos optaron por exhibir un total de \$213 millones aproximadamente conforme a los términos del contrato de crédito comercial.

Con lo anterior termino mi descripción de los dos elementos más complejos del Paquete Financiero –los bonos y las opciones de dinero nuevo– y únicamente mencionaré en forma muy breve los otros dos elementos principales.

6. Reforma de 1990

Primero, cada uno de los convenios de deuda existente 1991 de México, fue modificado a fin de adecuar los términos de dichos convenios a los términos de los convenios de deuda nueva. Con base en los resultados, existen sólo unos cuantos bancos que continúan siendo parte de los antiguos convenios de deuda. La modificación 1990, garantiza que la misma flexibilidad dada a México para la negociación con sus acreedores conforme a los convenios nuevos, asimismo se otorga para los convenios antiguos.

Segundo, a estos acreedores que no intercambiaron su deuda convertible por bonos, se les solicitó que prestaran dinero nuevo a México, y al mismo tiempo que participaran en un intercambio de deuda por deuda, recibiendo una deuda nueva conforme a los llamados convenios de deuda combinada, a cambio por su deuda convertible. En vez de mantener este adeudo regulado por los convenios modificados, dicho adeudo actualmente es regulado por nuevos convenios que reflejan la flexibilidad proporcionada a México por el Paquete Financiero. Existen tres tipos de convenios de deuda combinada, cada uno de los cuales es sustancialmente similar a su correspondiente convenio de deuda anterior, según las variaciones que presenta por la modificación 1990.

Existen muchas y muy complejas opciones, compromisos y estipulaciones contenidas en más de 20 convenios. Armar el Paquete Financiero constituyó definitivamente un magnífico ejercicio para la diligencia, perseverancia y paciencia. Los negociadores mexicanos, el Comité Asesor de Bancos y las otras partes involucradas en las negociaciones y procedimientos, son dignas de elogio.

Algunos aspectos del Paquete Financiero merecen destacarse precisamente por su impacto económico tan positivo en la economía mexicana y en el sector privado, los notables intercambios de deuda conforme a la «Sección 5.11», las recompras de deuda

conforme a la «Sección 5.12» y otras varias disposiciones que dan a México flexibilidad adicional para reestructurar sus adeudos.

Como ya antes lo mencioné, la reestructuración inicial de la deuda de México en 1983 y 1984 consolidó literalmente a cientos de bancos y miles de créditos individuales dentro de enormes convenios sindicados que contenían un significativo número de estipulaciones que asegurara un tratamiento igual para todos los acreedores. Sin estas estipulaciones de distribución de pagos y de compromisos de pagos anticipados, si un acreedor se hubiere visto favorecido en mayor medida que otro, la recalendarización no hubiere sido posible.

Desafortunadamente, al dar tratamiento igual a todos los acreedores, estas disposiciones de la reestructuración inicial, en cierto sentido, impidieron a México negociar individualmente con sus bancos acreedores. En muchos aspectos, el Paquete Financiero devuelve a México la flexibilidad requerida para lograrlo.

a. La «Sección 5.11» y el intercambio de deuda

Como ya antes lo mencioné, empezando en 1985, los convenios de la deuda de México han venido incluyendo la llamada «Sección 5.11». Ésta permite a México y a uno o más de sus bancos acreedores, cambiar la deuda en los términos del convenio de intercambio de deuda por capital o por deuda nueva. Por ejemplo, la «Sección 5.11», hizo posible que el programa capital/deuda de México, operara a partir de 1986, y asimismo permitió la colocación de bonos azteca en 1988, con el Morgan Guaranty y otros bancos.

El Paquete afectó la «Sección 5.11», así como la flexibilidad en general de los convenios de deuda de México, en varios puntos de importancia.

Primero, el Paquete Financiero por sí mismo demuestra dramáticamente el potencial que tiene la referida «Sección 5.11», que permite la reducción de la deuda de México a favor de los bancos

comerciales en operaciones innovadoras. El Paquete Financiero abarcó el intercambio de cerca de \$43 billones de la deuda a favor de bancos comerciales por bonos de descuento o a la par conforme a los términos de la «Sección 5.11» de los convenios de deuda existente de México. Este intercambio de adeudos es de una magnitud sin precedentes en México o en cualquier otro lugar. Otros países como Costa Rica, Filipinas y Venezuela, están siguiendo muy de cerca el ejemplo de México para sus propias operaciones de reducción de deuda.

Segundo, no sólo reduciendo, sino también garantizando la mayor parte de la deuda de México con los bancos comerciales, el Paquete Financiero devuelve a México, en muchos aspectos, la flexibilidad para negociar con sus acreedores sobre bases individuales en transacciones de una por una, según las oportunidades se vayan presentando. Dichas transacciones pueden incluir pequeñas recompras llevadas a cabo de vez en vez en el mercado secundario a precios favorables o inclusive transacciones mayores ofrecidas a grupos de Obligacionistas.

Tercero, el Paquete Financiero va acompañado de un programa de conversión de deuda mexicana, relacionada con las privatizaciones y determinados proyectos de infraestructura. Este programa –algunos de cuyos detalles fueron publicados recientemente– ayudará a estimular los programas de privatización e inversión extranjera a México. Al mismo tiempo, reducirá la carga de la deuda de México conforme los bonos o las deudas con bancos vayan siendo cancelados al intercambiarse por nuevas inversiones. Diseñado para hacerse en tres y medio años, el programa de conversión de deuda nueva servirá para amortizar cerca de \$3.5 billones de adeudos.

Finalmente, México no sólo ha alcanzado los beneficios del canje de la mayor parte de su deuda frente a los bancos por bonos de descuento o bonos a la par, sino que además, al avanzar el Paquete Financiero, éste da a México flexibilidad adicional para el resto de sus convenios de deuda que tiene celebrados con los bancos comerciales y suscribir convenios de reducción de deuda u otras

operaciones que involucren la emisión o intercambio de deuda calificada, acciones calificadas o inversiones calificadas, a cambio de la deuda existente. Estas transacciones futuras se hacen posibles mediante modificaciones extensivas a la «Sección 5.11» y a las cláusulas que contengan las obligaciones de no pignorar, así como a la introducción de una nueva «Sección 5.12», en cuyos términos se permita la recompra por parte de México del efectivo de la deuda a favor de los bancos.

Como lo mencioné, la «Sección 5.11» permite el intercambio de deuda por deuda calificada, acciones calificadas e inversiones calificadas. Aunque los intercambios de deuda por deuda estaban autorizados en los términos de la antigua «Sección 5.11», éstos lo estaban únicamente en la medida en que el nuevo instrumento contuviera los mismos términos que la deuda intercambiada o si todos los bancos participantes en el convenio tuvieran la oportunidad de participar en el intercambio conforme a los mismos términos. Este requisito tendía a ignorar elementos importantes de un instrumento de deuda nueva y automáticamente los eliminaba si no se ajustaba con los requerimientos de la deuda calificada. Como resultado de ello, México perdió muchas oportunidades de intercambiar su deuda. La «Sección 5.11», ya modificada, amplía el universo de los instrumentos nuevos que pueden intercambiarse como deuda calificada y permite además garantizar estos instrumentos nuevos.

b. La «Sección 5.12» y la recompra de efectivo

La «Sección 5.12» fue asimismo adicionada a los convenios del Paquete Financiero, con el fin de dar a México flexibilidad adicional en sus esfuerzos para reducir su deuda. Esta «Sección» permite a México comprar su deuda directamente de sus acreedores en las llamadas recompras de efectivo.

Sin la «Sección 5.12», la capacidad de México para recomprar su deuda bancaria, se vería impedida debido a las disposiciones de pagos anticipados obligatorios y de distribución de pagos contenidas en sus

convenios. Consecuentemente, si México pagara anticipadamente en forma voluntaria la deuda insoluble a un banco, éste tendría que hacer pagos anticipados proporcionales a cada uno de los otros bancos. Si cualquiera de los bancos recibiera de México un pago desproporcionadamente grande sobre sus préstamos, en relación con otros bancos, ese banco tendría que compartir el pago con los otros bancos. La recepción por parte de un banco del pago de una recompra de efectivo, apuntaba a estas dos disposiciones. Sin embargo, la «Sección 5.12» específicamente exenta ciertas recompras de efectivo tanto del pago anticipado obligatorio como de las disposiciones de distribución de pagos, siempre que se cumplan con ciertos requerimientos, a saber: primero, la oferta de compra deberá hacerse a todos los bancos y en los mismos términos. Segundo, las recompras de efectivo no pueden exceder de un cierto nivel máximo que se incrementará conforme las reservas de divisas de México se incrementen.

Los países en reestructuración se ven favorecidos con las compras de efectivo como un medio para reducir su deuda por dos razones principalmente. Primera, el 100% del descuento que acompaña a este tipo de reducción de deuda da fluidez al país, en contraste con un intercambio de deuda por capital, en el cual el inversionista extranjero comúnmente participa del beneficio con el país. Segunda, proporcionan alternativas para la reducción de adeudos.

c. Flexibilidad adicional

México tuvo mucho éxito al negociar la flexibilidad adicional para la documentación de sus adeudos y de los bonos, que le permiten la celebración de convenios de reducción de deuda futuros y otras operaciones libres de muchas de las protecciones que normalmente exigirían los bancos comerciales acreditantes. Tanto los nuevos convenios como los convenios modificados contienen estipulaciones que reflejan esta flexibilidad adicional. Como ya lo he expresado, entre estas disposiciones, están la «Sección 5.11» modificada y la nueva «Sección 5.12», que son de las principales. Sin embargo existen también otras disposiciones muy importantes.

Primera, la obligación de no pignorar, que restringe las clases de activos que México puede pignorar, fue modificada con el fin de ampliar el universo de los activos que pueden pignorarse. Estos activos adicionales incluyen: 1) efectivo, equivalencias de efectivo y valores que no excedan de ciertas cantidades específicas; 2) cuentas por cobrar y activos tangibles con ciertas excepciones; 3) parte del producto de los préstamos de dinero nuevo; y 4) ciertos adeudos del exterior de bancos mexicanos.

Segunda, los convenios fueron modificados a fin de obtener para México ciertas dispensas y modificaciones. Antes, 100% de los bancos habían tenido que aceptar cambiar el calendario de vencimientos o reducir el principal o intereses de cualquier préstamo. Sin embargo, actualmente, los convenios exigen el consentimiento de únicamente 95% de los bancos. Ya no es posible que un solo banco impida la posibilidad para México de obtener un cambio en su calendario de vencimientos o una reducción del principal o intereses materia de un préstamo.

Como pueden ver, las nuevas disposiciones permitirán una amplia variedad de transacciones financieras que serán definidas a través de la creatividad de los economistas del sector público de México y de sus banqueros e inversionistas. Esta flexibilidad adicional contiene un gran potencial para dar a México el acceso a los mercados de capital y de crédito voluntarios y así multiplicar los beneficios del Paquete Financiero.

IV. INDICIOS DE LA RENOVADA CONFIANZA EN LA ECONOMÍA MEXICANA Y EN EL SECTOR PRIVADO MEXICANO

Posiblemente y aún más importante que sus propios términos y condiciones, el Paquete Financiero es una demostración de la renovada confianza en México y del reconocimiento de su programa histórico de reforma económica, por parte de sus diversos acreedores

—gobiernos, organizaciones multilaterales y bancos comerciales—. Esta demostración de confianza ayudará a México a reducir, además, el costo del servicio de su deuda y atraer nuevas inversiones provenientes de fuentes nacionales y extranjeras. Aquí sólo resaltaré algunos ejemplos de esta renovada confianza.

1. Compra de Anchor Glass por Parte de Vitro

Primero, la creciente presencia de las empresas mexicanas en el mercado internacional, se ejemplifica con la exitosa adquisición, a principios de 1990, de Anchor Glass Container Corporation, una importante pieza en la industria del vidrio en los Estados Unidos, por parte del grupo Vitro de Monterrey. Con su oferta de \$820 millones para la compra de Anchor, Vitro se constituyó en la primera empresa mexicana en orquestar una hostil adquisición de una fuerte empresa norteamericana.

Un aspecto particularmente relevante de esta adquisición, es que Vitro se basó en el apoyo de bancos comerciales y otros inversionistas para llevar a cabo su exitosa oferta en la compra de Anchor. Obtener este tipo de financiamiento fue, en su momento, un gran logro, mientras que muchas empresas norteamericanas tuvieron problemas de acceso a este financiamiento.

2. Emisión de Eurodólares por Parte de CEMEX

Segundo, la emisión de eurodólares CEMEX, es otra prueba de la confianza renovada. En octubre pasado, el grupo CEMEX colocó con éxito un ambicioso programa de expansión nacional a través de la emisión de pagarés en eurodólares por \$150 millones. Los pagarés no garantizados devengan intereses al 11%, y vencen en octubre de 1991.

3. Emisión de la Moderna

Tercero, está el caso del pagaré a largo plazo por \$65 millones vendido por Elm International Ltd., la empresa controladora de

Empresas la Moderna, entre el gran público inversionista a nivel mundial.

Estos logros recientes no son sólo del sector privado. A mediados de 1989, el Banco Nacional de Comercio Exterior colocó exitosamente \$100 millones de pagarés en Europa. En marzo de este año, Pemex tocó en el mercado con 100 millones de marcos alemanes o cerca de \$58.4 millones mediante la emisión de bonos a cinco años con intereses del 11.25%. Estas dos emisiones del sector público, constituyen ejemplos de las primeras grandes colocaciones de instrumentos de deuda de México fuera del proceso de reestructuración desde 1982. Como prueba de que estas emisiones no constituyeron una aberración, más recientemente en este año, Banco Internacional SNC y la Comisión Federal de Electricidad, estuvieron en posibilidad de colocar sus propios instrumentos que suman en su conjunto \$335 millones.

Otros ejemplos de la creciente confianza en la economía mexicana los constituyen la propuesta del presidente Salinas de Gortari para privatizar la banca mexicana y las recientes negociaciones de un convenio de libre comercio entre México y los E.U., pensando en que fuera un éxito, la privatización de la banca mexicana y el incremento en el comercio entre Estados Unidos y México, no constituiría únicamente un símbolo de renovada confianza, sino que significaría la apertura de nuevas fuentes de confianza a los inversionistas y coadyuvaría al esfuerzo por mantener los capitales mexicanos en México.

V. CONCLUSIONES

Es clara la existencia de un sentido renovado de confianza en la economía mexicana y en la posibilidad de un futuro más próspero —que en nuestra opinión se ha logrado con el Paquete Financiero 1989-92 para México—.

Debido a que el Paquete Financiero contempla gran flexibilidad, esto permite a México estructurar una amplia gama de transacciones financieras, mismas que están limitadas únicamente por la propia creatividad. Como resultado de ello, México cuenta ahora con el incentivo y con la capacidad legal, conforme a sus documentos, para alcanzar una amplia variedad de transacciones en el mercado. Esto puede constituir las bases para el regreso del mercado voluntario lo cual ha constituido la meta de las reestructuraciones de los adeudos del país desde 1982.

Repetimos las palabras del Secretario Aspe: el Paquete Financiero representa «un triunfo de creatividad, inventiva y previsión, y constituye además un fundamento excelente que sirve como base para el crecimiento futuro de México». Un fundamento que, esperamos, dará fuertes bases para un robusto futuro mexicano.