

Chapter Title: La deuda externa pública

Chapter Author(s): Jaime Enrique Zabloudovsky

Book Title: Un siglo de deuda pública en México

Book Editor(s): Leonor Ludlow and Carlos Marichal

Published by: El Colegio de Mexico

Stable URL: <https://www.jstor.org/stable/j.ctv512s2f.8>

JSTOR is a not-for-profit service that helps scholars, researchers, and students discover, use, and build upon a wide range of content in a trusted digital archive. We use information technology and tools to increase productivity and facilitate new forms of scholarship. For more information about JSTOR, please contact support@jstor.org.

Your use of the JSTOR archive indicates your acceptance of the Terms & Conditions of Use, available at <https://about.jstor.org/terms>



This content is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International License (CC BY-NC-ND 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>.



El Colegio de Mexico is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to *Un siglo de deuda pública en México*

JSTOR

LA DEUDA EXTERNA PÚBLICA*

Jaime Enrique Zabłudovsky

Para impulsar el desarrollo industrial, el Estado porfirista no sólo estableció toda una estructura de derechos de propiedad que alentaban la inversión en ello, sino que participó directamente en la actividad económica. En una primera etapa, esto se hizo concediendo subsidios para la construcción de ferrocarriles, pero más tarde, el gobierno mexicano asumió la construcción de infraestructura de los mismos y acabó controlando la red ferroviaria. La deuda externa pública desempeñó un papel importante en la configuración de esta política económica. Durante el régimen de Díaz, se recuperó el acceso a los mercados financieros internacionales, se obtuvieron nuevos préstamos y el crédito de México mejoró notoriamente. Este trabajo versa sobre estos temas.

La segunda parte comprende la demanda de la deuda externa pública, y partiendo de la Conversión Dublán de 1886 que restableció el servicio de la antigua deuda extraordinaria, se revisan los términos en que se contrataron los préstamos sucesivos y los usos que se dieron a sus utilidades. Se presta especial atención a los inicios de los años 1890, puesto que en aquella época, las finanzas públicas estaban muy presionadas y México al borde de entrar en suspensión de pagos. Como las publicaciones existentes sobre la deuda externa pública mexicana hacen caso omiso de los préstamos a corto plazo que tuvieron lugar en aquellos años

* Tomado de "Money, foreign indebtedness and export performance in porfirist Mexico", tesis de doctorado, Yale University, 1984, cap. III. [Traducción de Isabel Vericat.]

y ofrecen cifras erróneas sobre el costo de los fondos prestados a largo plazo, se hace el intento de dar un panorama exacto de las condiciones en que se contrató la deuda externa pública. En esta parte también se presenta una visión más cercana de la respuesta de las autoridades financieras a la crisis. La sección versa asimismo sobre el papel que desempeñó la deuda externa en la política ferrocarrilera de Limantour a principios de siglo, y ofrece la evaluación de los usos que se dieron a los fondos prestados. Concluye con un resumen de la evolución de las condiciones en que se negociaron los diferentes préstamos a lo largo de la dictadura.

La parte siguiente se centra en la oferta. Su análisis se divide en dos partes. En la primera, se observan los beneficios que obtuvieron los banqueros al actuar como intermediarios financieros del gobierno mexicano, mientras que, seguidamente, nos concentramos en los prestamistas principales, los tenedores de bonos. Aquí se establece una comparación entre el producto de los bonos mexicanos y los de otros países y un análisis de las determinantes de la prima de riesgo de México. Por último, en la tercera parte, se ofrecen algunas observaciones a modo de conclusión.

LA DEMANDA: COSTOS Y USOS DE LA DEUDA PÚBLICA EXTERNA

Restablecimiento del crédito

Hasta los últimos veinte años del siglo XIX, la historia de la deuda pública mexicana es la de una larga serie de suspensiones y moratorias. Como el país sufrió guerras civiles e invasiones externas, el servicio de dos préstamos emitidos originalmente en 1824 y 1825, en Londres, se interrumpió la mayor parte del tiempo de 1824 a 1886. Durante este periodo tuvieron lugar varias capitalizaciones de los intereses atrasados y consolidaciones de los títulos extraordinarios, pero no se contrató, prácticamente, ningún préstamo externo.¹

En cuanto Porfirio Díaz tomó el poder en 1877, reconoció la importancia de restablecer el crédito de México con el extranjero.

¹ Para una descripción detallada de las diferentes consolidaciones, véase Turlington, *México*, 1930, y Bazant, *Historia*, 1968.

ro. La larga historia de insolvencia no sólo impedía obtener cualquier nuevo préstamo público, sino que los tenedores de bonos se habían organizado para impedir que las nacientes compañías ferrocarrileras pusieran en circulación bonos en el mercado londinense. Por ejemplo, en julio de 1882 la Compañía Mexicana de Ferrocarriles Nacionales, propiedad de capitalistas estadounidenses, trató sin éxito de emitir bonos por 10 000 000 de pesos (aproximadamente 1 840 000 libras esterlinas) en el mercado de Londres. Como estos títulos estaban garantizados con subsidios del gobierno, el Comité de tenedores de bonos protestó y obtuvo el retiro de los mismos de la Bolsa de Valores.² El mensaje era bastante claro: si México quería obtener inversión externa, primero tenía que resolver los antiguos problemas de la deuda.

En la década de 1880, la Bolsa de Valores londinense experimentó un auge. Durante esos diez años, seis de los diez países latinoamericanos que se hallaban en suspensión de pagos a principios del periodo renegociaron sus deudas y los reanudaron.³ México se contaba entre ellos.

Después de varios intentos infructuosos de consolidar todas las emisiones pasadas, los decretos del 22 de junio de 1885 establecieron las bases para la Conversión Dublán, la cual finalmente puso término a la larga historia de insolvencia exterior de México.

La nueva deuda consolidada resultado de esta Conversión, excluía todas las obligaciones en que había incurrido el gobierno de facto que gobernó México desde el 17 de diciembre de 1857 al 24 de diciembre de 1860, así como el imperio de Maximiliano, que duró desde el primero de junio de 1863 hasta el 21 de junio de 1867, y que redujo el valor nominal de la deuda en casi 35%, de 22 600 000 a 14 800 000 libras esterlinas.⁴

El interés de esta deuda era pagadero semestralmente de acuerdo con el siguiente plan: 1% del valor nominal de la deuda con-

² Turlington, *México*, 1930.

³ Según Rippy, de 17 países latinoamericanos, diez habían incurrido en incumplimiento a fines de 1880. El valor nominal de sus bonos no ejecutables era de 71 100 000 libras y representaba más de 57% del valor nominal total de los bonos pendientes del gobierno latinoamericano en aquella época. Diez años después, sólo cuatro países seguían incurriendo en incumplimiento. El valor nominal de sus títulos era de 7 700 000 libras, menos de 4% de un total de 194.4 millones. Véase Rippy, *British*, 1959, pp. 25, 32, 37 y 38.

⁴ Véase Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Memoria de la Secretaría de Hacienda 1888-1889 (en lo sucesivo *MSHCP*, 1888-1889). Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, D. F., p. XXXV.

solidada en 1886, 1.5% en 1887, 2% en 1888, 2.5% en 1889 y 3% en los años subsiguientes. Los bonos eran de tipo consolidado, es decir, sin fecha de amortización estipulada. No obstante, el gobierno tenía el derecho o de comprarlos a través de operaciones abiertas de mercado o de pedir su retiro al 60% de descuento antes de 1891 y al 50% a partir de entonces.⁵

Pese a que la Conversión empezó a realizarse en 1886, no fue sino hasta septiembre de 1888 cuando el Manual mensual del inversionista enlistó por primera vez la cotización de la emisión. Los precios promedio para septiembre-diciembre de 1888 y enero-julio del siguiente año⁶ fueron del 39.71 y 40.41 respectivamente. Por tanto, los réditos corrientes fueron 5.04 y 6.19% en esos dos periodos contra 2.74 y 2.67% por los bonos consolidados ingleses a lo largo de los mismos periodos de tiempo.

Reintegración a la comunidad prestataria: 1888-1890

En cuanto se concertó la Conversión Dublán, el gobierno mexicano empezó a buscar un préstamo extranjero que le permitiera la cancelación de su deuda al 40% de su valor nominal y le proporcionara fondos nuevos. El préstamo externo consolidado, hecho al gobierno, al 6% en 1888, cumplió esta meta y constituyó la primera emisión pública mexicana en más de sesenta años.

Aunque el rédito de vencimiento que un inversionista obtenía de un bono estaba determinado por factores adicionales a la tasa de emisión (a saber, el valor presente y futuro de la emisión, el tiempo de vencimiento y la periodicidad de los pagos de interés), es un importante indicador de las características de una emisión. Y esto es así porque establece qué cantidad del rendimiento corresponde al ingreso corriente de pagos de intereses y cuánto proviene de la ganancia de capital debida a la diferencia entre el valor presente y de amortización de una emisión. Cuanto mayor es la tasa de emisión, mayor es la del ingreso por intereses, pero todos los demás factores permanecen sin cambio. Con esto en mente, el hecho de que, cuando el préstamo de 1888 se puso en circulación la mayoría de los préstamos extranjeros pendientes

⁵ MSHCP, 1886-1887, p. 73.

⁶ Julio 1889 fue el último mes de cotización de estos títulos. Como veremos más adelante, los títulos fueron intercambiados por bonos del préstamo de 1888.

tuvieran tasas de emisión de entre 4 y 5%, indica el rango relativamente bajo atribuido a México.

Del valor nominal total de 10 500 000 libras esterlinas, la casa bancaria pagó inicialmente 3 700 000 en títulos en efectivo al 30% de descuento. Las opciones a los 6 800 000 restantes se intercambiaron al 85% de su valor nominal en el caso de los títulos de la Conversión Dublán.⁷ Comisiones adicionales además de un balance compensatorio equivalente a los intereses de dos trimestres,⁸ elevaron los réditos disponibles del préstamo a 8 008 000 libras esterlinas (un descuento de 23.7% sobre el valor nominal). De esta cifra y de la tasa de emisión de 6%, resultaba una tasa de costo de fondos (CF) de 7.87% antes del 1 de abril de 1893, cuando la operación de un fondo de amortización de 0.5% elevó la tasa a 8.52% (para un recuento minucioso de las diferentes deducciones).

Una comparación de estas tasas con la que pagó Argentina en un préstamo de financiamiento temporal expone la desventajosa posición mexicana. En 1888, dos años antes de la crisis de Baring, el préstamo de conversión argentino al 4.5% fue aceptado por la casa bancaria al 12% más una comisión de 2.5%. Cuando tomamos en cuenta su disposición de un fondo acumulativo de amortización operativo desde diciembre de 1888, la tasa de CF que Argentina tenía que pagar era 6.28% contra la ya analizada de 8.52% del préstamo mexicano.⁹

El préstamo de 1888 permitió a México consolidar todos sus financiamientos externos del pasado, alivió la presión presupuestaria y, lo que es más importante, inauguró una nueva era de prés-

⁷ El contrato original estipulaba el descuento a 13.5%, pero más tarde se incrementó 1.5%. El contrato se puede encontrar en *MSHCP*, 1887-1888, pp. LVIII-LXIX.

⁸ El contrato original no dice nada acerca del pago de intereses sobre esos balances compensatorios. No obstante, en la *MSHCP*, 1900-1901 se declara que recibían 1%. Es probable que esta disposición para el pago de intereses fuera resultado de negociaciones posteriores. Como veremos más adelante, puesto que México tenía que recurrir a esos fondos, los intereses nunca se pagaron totalmente.

⁹ El contrato del préstamo argentino se puede encontrar en Peña, *Deuda*, pp. 478-479. El resto de los términos del contrato también acentúan la mejor calidad de la deuda argentina; los intereses se podían pagar dos veces al año frente a la disposición trimestral en el préstamo mexicano, y no se requería de balances compensatorios.

tamos externos para el gobierno mexicano. En el cuadro 1 se muestra cómo se usaron los recursos de esta emisión.

Como se puede observar fácilmente en el cuadro 1, el grueso de los ingresos del préstamo (71.1%) se usó para intercambiarlo por bonos de la Conversión Dublán. La nueva emisión aligeró algo la carga de esta deuda anterior a 1893, cuando iba a comenzar a cubrirse el fondo de amortización: una anualidad de 3% de los antiguos bonos sumaba 433 500 libras esterlinas, en tanto que el servicio de los nuevos títulos intercambiados por los viejos sumaba 408 000 libras, una reducción de casi 6% en la carga de la deuda. Pero a partir de 1893, esta última aumentó a 442 000 libras a medida que empezó a cubrirse la amortización.

Si se tratan los títulos Dublán como de anualidades fijas y se parte del supuesto de que los bonos de 1888 se tenían que amortizar según los requerimientos mínimos de su contrato, podemos obtener la tasa base de rédito calculando la diferencia entre el flujo de fondos necesarios para cubrir los antiguos y los nuevos servicios.¹⁰ Según este ejercicio, sólo con tasas de descuento por encima de 9.8% la carga de la nueva deuda hubiera sido menor que la de los títulos que sustituía, indicando una alta preferencia, por parte de las autoridades mexicanas, por una tasa implícita atemporal. Esto es congruente con la necesidad perentoria de fondos que se evidenció por el hecho de que 2 de cada 2 600 000 libras recibidas en efectivo (27% de los ingresos del préstamo) se usaron para amortizar la deuda doméstica en circulación, emitida para cubrir déficit presupuestarios durante los años fiscales 1887-1888, 1888-1889 y 1889-1890.

Volviendo al cuadro 1, la diferencia entre los 8 110 000 libras (8 370 000 menos rubros 1, 2 y 3 del cuadro), registrados como ingresos netos disponibles, y la cifra correspondiente de 8 008 000, surge del hecho de que 102 000 de las 315 000 libras esterlinas que supuestamente se iban a conservar en depósito en Bleichroeder,

¹⁰ La ecuación utilizada para obtener la tasa implícita de rédito era:

$$\sum_{i=1}^3 \frac{25.5}{(1+r)^i} - \sum_{i=4}^{42} \frac{8.5}{(1+r)^i} = 0$$

donde 25.5 es la diferencia (en miles de libras) entre el antiguo y el nuevo servicio durante los años 1890-1892, y -8.5 es la diferencia de 1893 a 1935, cuando el préstamo de 1888 hubiera vencido de acuerdo con su contrato. El valor descontado del servicio de la Conversión Dublán, después de 1936, es insignificante.

Cuadro 1. Usos del préstamo de 1988

<i>Parte inicial pagada en efectivo</i>	<i>Descontado al 30 por ciento</i>	<i>Valor nominal</i>
1. Comisión de 1.25%	46	66
2. Balance compensatorio	111	158
3. Amortización de los títulos del Ferrocarril Interoceánico de Tehuantepec	195	279
4. Utilizado para amortizar deuda en circulación procedente de déficit presupuestarios del pasado	1 997	2 852
5. Usado para cubrir la mitad del balance compensatorio de la segunda opción	102	146
6. Otros gastos	138	197
Subtotal	2 590	3 700
<i>Opción intercambiada por la antigua deuda</i>	<i>Descontado al 85 por ciento</i>	<i>Valor nominal</i>
7. Usado para retirar 14 450 de la antigua deuda (al 40%)	5 780	6 800
Subtotal	5 780	6 800
Total	8 370	10 500

El rubro 5 se supuso ya que no existe información sobre los balances compensatorios para la primera opción, además del hecho de que hubo que pedir prestadas 102 000 libras esterlinas para cubrir el déficit (véase texto). Todas las cifras están en miles de libras esterlinas.

FUENTES: Elaborado de acuerdo con la información sobre *MSHCP*, 1889-1890, p. XIX y 1887-1888, p. LXI.

se usaron para otros fines. Aunque la diferencia es bastante pequeña, su importancia no es deleznable; el balance compensatorio requerido era obligado, por lo que México tuvo que recibir prestado a corto plazo para cubrir el déficit. El 27 de agosto de 1889 y el 5 de febrero de 1890, se contrataron dos préstamos por 220 000 y 30 000 libras esterlinas con la misma firma bancaria. El primero de ellos era pagadero en sumas parciales trimestrales en

un plazo de dos años y generaba una tasa de interés de 6% al año, en tanto que el segundo, con la misma tasa, tenía que ser amortizado en cinco pagos trimestrales. Una vez cubierto el depósito faltante, la suma resultante se usó para retirar los títulos de la conversión de 1886 pendientes de pago.¹¹

Con la emisión del préstamo de 1888, el valor nominal de la deuda externa pública mexicana cayó de 22 600 000 libras esterlinas antes de la Conversión Dublán a 12 100 000 libras en junio de 1889, justo después de que la firma bancaria hubiera tomado la última¹² opción del préstamo. Entre esas fechas, se daría la conversión de 1886 que ya hemos analizado y que fijó la deuda en 14 800 000 libras. Como el periodo establecido para la conversión coincidía en parte con la puesta en circulación de los bonos de 1888, no es posible hacer un recuento de la evolución anual del valor nominal de la deuda pública externa a fines de los años 1880.

El préstamo de 1888 marcó el fin del embargo financiero impuesto a México y muy pronto se empezaron a obtener nuevos préstamos.

En diciembre de 1888, la Municipalidad de la ciudad de México emitió un préstamo al 7% por un valor nominal de 420 000 libras esterlinas para financiar la construcción de obras de drenaje en el valle de México.¹³ El préstamo estaba garantizado con todo el ingreso de la Municipalidad. A partir de la información disponible, no ha sido posible saber el descuento al que esta emisión fue aceptada por la firma bancaria, pero fue vendida públicamente al cambio. Al año siguiente, este préstamo se amortizó con parte de los ingresos de un préstamo al 5% con un valor nominal de 2 400 000 libras esterlinas. Aunque la tasa de emisión

¹¹ *MSHCP*, 1889-1890, pp. xiv-xxv.

¹² La deuda externa estaba formada por 10 500 000 libras esterlinas del préstamo de 1888 y 1 600 000 de la deuda de la Convención española. Esta última tuvo su origen en convenciones diplomáticas por las que el gobierno mexicano iba a pagar a extranjeros por daños en la propiedad o personales sufridos por revueltas en la nación. Después de haber repudiado la francesa tras la invasión de los años 1860 y cuando la inglesa ya se había incluido en el acuerdo Dublán, la española era la única que quedaba. En 1890 se convirtió a títulos denominados en pesos de plata. Véase Turlington, *México*, 1930, pp. 210 y 215, y Wynne, *State*, pp. 14-19.

¹³ Originalmente, este préstamo no fue una obligación por la que se pudiera responsabilizar al gobierno federal, aunque esto cambió en mayo de 1903 a consecuencia de la ley que puso a la municipalidad bajo la jurisdicción federal.

era menor que la del préstamo consolidado de 1888, los términos en que se contrató el préstamo municipal dieron por resultado una tasa de CF superior.¹⁴ La disposición de amortización no sólo incluía una tasa de fondo de amortización superior a 1% anual, sino que iba a ser operativa desde una fecha anterior. Sólo durante 1889 y 1890, cuando el fondo de amortización no había empezado a funcionar, la tasa de CF de 7.7% pagada por la Municipalidad de la ciudad de México era inferior que la correspondiente al préstamo de 1888. Cuando se toma en cuenta el fondo de amortización, la tasa del costo de los fondos del préstamo de la ciudad de México sube a 9.23% contra 8.52% del préstamo federal, reflejando el riesgo mayor atribuido a la Municipalidad e incluso su capacidad de negociación inferior.

Una vez más, la comparación de las condiciones de este préstamo con las de uno contratado por la Municipalidad de Buenos Aires un año antes, destaca el costo que pagó México por su reintegración a la comunidad prestataria. El préstamo municipal de Buenos Aires al 4.5% tenía tasas de CF de 6.8 y 5.6% con y sin la disposición del fondo de amortización (operativo desde diciembre de 1889 en adelante), respectivamente.¹⁵

El mismo año se contrató el siguiente préstamo federal. Era para la construcción del ferrocarril de Tehuantepec, al 5% y por un valor nominal de 2 700 000 libras; estaba garantizado con los activos de la compañía, pero el gobierno federal iba a cubrir cualquier deficiencia en el servicio de esta deuda. Los bonos de esta emisión se dieron como pago a la compañía constructora, con 30% de descuento, misma que los vendió¹⁶ a 77.5% de su valor en el mercado londinense. La tasa implícita del costo de los fondos era, por tanto, de 7.14%.

¹⁴ El contrato del préstamo de la ciudad de México se puede encontrar en Gloner, *Finances*, 1896, pp. 437-442.

¹⁵ El contrato del préstamo de Buenos Aires se puede encontrar en Ruiz, *Deuda*, 1928, pp. 19-25. Hubiera sido deseable hacer ésta y todas las demás comparaciones con bonos emitidos por otros países y ciudades, pero los contratos correspondientes no eran de fácil acceso.

¹⁶ Según Bazant, "México recibió 70% del valor nominal". Esto indica equívocamente que México intercambió bonos por dinero en efectivo. Véase Bazant, *Historia*, 1968, p. 149. Lo que habría sucedido en cambio era que México dio los bonos a 70% de su valor a la compañía de construcción, que los vendió al público. Esto significa que el gobierno emitió una deuda nominal por un valor nominal de 2 700 000 libras para pagar una deuda de aproximadamente 1 890 000 libras.

En 1890 se negoció otro préstamo. Los términos en que se contrató muestran el notable mejoramiento que tuvo el crédito de México en dos años. Del valor nominal de 6 000 000 de libras esterlinas de este préstamo se tomó 88.75% (menos una comisión de 1%). La tasa de emisión era de nuevo 6%, pero la tasa del fondo de amortización (que se empezaría a aplicar también en 1893) se bajó a 0.25%. Las tasas de CF resultantes eran de 7.08% antes de 1893 y de 7.37% en lo sucesivo, ambas más de 100 puntos base por debajo de los correspondientes al préstamo de 1888. El cuadro 2 muestra cómo se usaron los ingresos de este préstamo.

Tenemos entonces que, una vez resueltos los problemas de la antigua deuda, el Estado mexicano empezó a usar su recién reconquistado acceso a los mercados financieros internacionales para obtener fondos con que promover el crecimiento económico. El préstamo para el ferrocarril de Tehuantepec y los de 1890 ilustran claramente el papel crucial atribuido a los ferrocarriles en esta política. Mientras que el primero tuvo su origen directo en la construcción del ferrocarril, 80% de los recursos del segundo préstamo se utilizaron para amortizar los certificados aduanales adjudicados como subsidios a las compañías ferrocarrileras.

A consecuencia de este endeudamiento, el valor nominal de la deuda externa federal creció en un año casi 59%, de 12 100 000 libras a 19 200 000, sin tomar en cuenta el préstamo de la ciudad de México. Si se considera este último, el total de la deuda pública externa a principios de los años 1890 llega a 21 600 000 libras, un aumento de 78.5 por ciento.

Aunque no se puede saber hasta qué punto el aumento fue resultado de la reconversión del servicio de la deuda externa, y en qué medida reflejaba sólo el auge en la Bolsa de Valores londinense de los años 1880, el hecho es que el valor nominal de las inversiones inglesas en los ferrocarriles mexicanos subió 270%, es decir, de 7 800 000 libras en 1880 a 29 900 000 diez años después.¹⁷

Los años siguientes fueron dramáticos para la solvencia de México en el extranjero. El derrumbe del mercado internacional de la plata golpeó gravemente la economía local llevando al país al borde de otra suspensión de pagos. Ahora vamos a hacer el análisis de este episodio.

¹⁷ Véase Rippy, *British*, 1959, pp. 34 y 39.

Cuadro 2. Usos del préstamo de 1890

	<i>Descontado al 11.25 por ciento</i>	<i>Valor nominal</i>
1. Comisión de 1%	60	68
2. Balances compensatorios	180	203
3. Pagado a Bleichroeder para cubrir balances de dos préstamos a corto plazo	100	566
4. Usado para pagar subsidios a los ferrocarriles	4 260	4 800
5. Usado para cubrir parte del débito al Banco Nacional de México	725	363
Total	5 325	6 000

Los datos originales no incluían la comisión del 1%. Supusimos que ésta se cubrió en los pagos al Banco Nacional de México y los separamos de acuerdo con ello. Todas las cifras son en miles de libras esterlinas.

FUENTES: Elaborado con base en datos de la Tesorería General de la Federación, Cuenta del Tesoro Federal, ejercicio fiscal 1890-1891, Imprenta "El Gran Libro", México, 1892, pp. XI-XII.

La crisis de comienzos de los años 1890

La recuperación del precio de la plata en los mercados internacionales, desencadenada por la política de Estados Unidos en este rubro, durante los dos primeros años fiscales de la década de 1890, llegó a su fin en 1891-1892, cuando la tendencia se invirtió.¹⁸ La depreciación nominal del peso mexicano de 19.6 y 13.1%, durante los años fiscales de 1891-1892 y 1892-1893 respectivamente, se aceleró hasta llegar a 21.9% al año siguiente, muy probablemente como resultado de la suspensión de acuñación de plata en la India y de la abolición de la cláusula de adquisición de la Ley Sherman en agosto de 1893.¹⁹

¹⁸ La fuerza del metal blanco estaba vinculada a la Ley Sherman Silver Purchase, aprobada en el Congreso de Estados Unidos en julio de 1890. Esta ley autorizaba al Tesoro de Estados Unidos a adquirir 4.5 onzas de plata al mes, fomentando la desconfianza en el mantenimiento del patrón oro y dando lugar a adquisiciones especulativas de plata.

¹⁹ Kindleberger ha declarado que la abolición de la Ley Sherman sobre la compra de plata sirvió como una ayuda externa para combatir la falta de

La caída del valor del peso mexicano tensó las finanzas públicas e hizo que las autoridades domésticas reaccionaran muy pronto a la crisis. Respondieron estableciendo una meta explícita: el mantenimiento del servicio de la deuda externa, lo cual se hizo a pesar de la carga más pesada representada por la depreciación de la plata y porque las cuotas de amortización de los préstamos de 1888 y 1890 iban a empezar a aplicarse durante 1893. Detrás de esta decisión estaba el recuerdo del alto precio que México acababa de pagar para recuperar el acceso a los mercados financieros internacionales, y el reconocimiento de la necesidad de fondos externos para promover los ambiciosos proyectos de la administración porfirista. O como Matías Romero, ministro mexicano de Finanzas, lo expresó en su informe al Congreso del año fiscal 1891-1892:²⁰ “A medida que la nación progresa, necesita más recursos y más costosos [...] para promover la educación primaria, hacer obras públicas y mejorar la infraestructura; y aun cuando estos recursos se vuelvan cada vez más caros, no es fácil ni prudente ni patriótico prescindir de ellos.”

Medidas de estabilización para hacer frente a la crisis

Para mantener el servicio de la deuda, se empezaron a poner en práctica medidas de estabilización en 1892-1893. Durante ese año se redujo el gasto público y se promovió una vasta reforma fiscal; nuevos impuestos sobre la producción de bebidas alcohólicas destiladas, compañías de seguros, exportaciones de café y henequén y la reforma de los impuestos existentes sobre minería, fábricas de tabaco, estampillas y herencias para aumentar el ingreso. Con el mismo espíritu, algunas importaciones libres de impuestos aduanales se incorporaron a la tarifa general de aduanas,²¹ aunque por otra parte se tuvieron que conceder exenciones de entrada al maíz y otros alimentos básicos puesto que las

confianza en la capacidad de Estados Unidos para mantener el patrón oro. Véase Kindleberger, *Panics*, p. 113 y cuadro al final del volumen. Para más datos sobre la “silver politics”, véase Friedman y Schwartz, *Monetary*, 1971, cap. 3.

²⁰ *MSHCP*, 1891-1892, p. 5, traducido por el autor.

²¹ Véase *MSHCP*, 1892-1893, pp. v-xii para más detalles.

condiciones climatológicas adversas habían perjudicado gravemente las cosechas nacionales.²²

Además de tomar estas medidas, se obtuvieron nuevos préstamos a corto plazo para aliviar la presión sobre las finanzas públicas. En agosto de 1892 y junio de 1893, se contrataron dos préstamos de dos años por 600 000 y 267 500 libras esterlinas, respectivamente, con una tasa de interés de 7%. Estos fondos se usaron para retirar certificados emitidos en el pasado para cubrir déficit presupuestarios; atender el servicio de la deuda interna consolidada y el préstamo del ferrocarril de Tehuantepec y pagar los subsidios de éste y otras obras públicas.²³ Estos fondos resultaron en verdad caros, si se comparan con 1.3 y 1.6% de las tasas de descuento promedio que regían el papel bancario a tres meses en el mercado de Londres, durante 1892 y 1893, respectivamente.²⁴

Aunque las medidas adoptadas permitieron conservar el ingreso público de 1892-1893 (en términos de pesos) al mismo nivel de los dos años anteriores, la depreciación de la plata tuvo por resultado un aumento sustancial en el servicio de la deuda, el cual, de 21.9% del ingreso público común en 1891-1892, saltó a 27.3% un año después.²⁵ Asimismo, rebasó por primera vez el monto del dinero en efectivo en las bóvedas federales a fines de ese año fiscal.

²² *Ibid.*, pp. v-xiii. La gravedad de la escasez queda indicada por las 219.7 toneladas de maíz importadas en 1892-1893. Aunque no hay datos disponibles de importaciones para 1890-1891 y 1891-1892, el aumento fue sin duda importante. El volumen de maíz importado en ese año crítico fue 743% mayor que la cifra correspondiente a 1889-1890. Cifras obtenidas de *Estadísticas*, p. 180.

²³ *MSHCP* 1892-1893, pp. 545-546 y 549-550. Además de esos préstamos externos, el gobierno mexicano contrató en marzo de 1893 uno de cuatro años por 2 500 000 pesos (aproximadamente 300 000 libras esterlinas a la tasa de cambio prevaleciente) con el Banco Nacional de México a una tasa de interés de 10.5%. De los ingresos de este préstamo, 20% se usaron para cubrir el arrendamiento de las casas de moneda de San Luis Potosí y la ciudad de México, en tanto que el resto se usó para aumentar la cuenta corriente que el gobierno tenía en el Banco.

²⁴ Cifras procedentes de White, *French*, 1933, p. 203. Las tasas correspondientes para los mercados de París y Berlín eran 1.7 y 2.2% y 1.8 y 3.1% respectivamente.

²⁵ Durante 1892-1893, el servicio de la deuda subió, en términos de oro, 9.4%, como resultado de los pagos de amortización de la deuda a largo plazo y el vencimiento del préstamo a corto plazo.

La señal era bastante clara. Para evitar un incumplimiento en el siguiente año fiscal había que dar pasos adicionales. José Yves Limantour, el nuevo ministro de Finanzas, no vaciló en continuar con la política que daba prioridad al servicio de la deuda externa, pero estableció un presupuesto calculado de gastos para 1893-1894, de 44 600 000 pesos, es decir, “más de tres millones de pesos” por debajo de la cifra del año anterior.²⁶

No obstante, como el precio de la plata siguió bajando y las autoridades comprendieron que las economías aprobadas no eran suficientes, se puso en marcha otro paquete de reformas fiscales. Con el argumento de que la depreciación de la plata era una protección bastante para la industria textil doméstica, se introdujo un impuesto de 5% sobre las ventas a este sector. Se aplicaron otras reformas a los impuestos sobre las propiedades urbanas ubicadas en el Distrito Federal, se cancelaron las exenciones a los derechos de importación adjudicadas con anterioridad a los productos básicos alimenticios y se elevaron las tarifas especiales de algunos otros productos.²⁷

Estos nuevos impuestos contribuyeron a aumentar el ingreso normal en 6.6%, en pesos, durante 1893-1894, pero seguía siendo insuficiente para aliviar la presión sobre el Tesoro. En octubre de 1893, el gobierno mexicano tuvo que retirar 94 804 libras esterlinas de los balances compensatorios de Bleichroeder para cubrir el servicio de los préstamos de 1888 y 1890,²⁸ y solicitó préstamos externos corrientes para hacer frente a la crisis.

El préstamo de 1893

El préstamo externo al 6% de 1893, por un valor nominal de 3 000 000 de libras esterlinas, fue el resultado de esas negociaciones. Los términos en que se contrató, así como el tiempo preciso para su asignación total, reflejan claramente las dificultades que México estaba enfrentando en aquel momento.

El préstamo estaba dividido en tres partes: una porción inicial de 1 650 000 libras y dos opciones por 950 000 y 400 000 libras.

²⁶ *MSHCP*, 1892-1893, pp. XIII-XXXIV.

²⁷ Se puede encontrar una descripción detallada de las diferentes reformas fiscales en *MSHCP*, 1893-1894, pp. V-IX.

²⁸ La cantidad retirada representaba 35.8% del interés y de los pagos de amortización de estos dos préstamos.

Los banqueros (Bleichroeder y el Banco Nacional de México) aceptaron la primera al 40% de descuento (más la comisión aduanal de 1.25% actual); pero sólo 55.4% se entregó de inmediato al gobierno mexicano después de la firma del contrato en diciembre de 1893. El restante 44.4% se espació en cuatro sumas mensuales, cuya entrega se inició en marzo de 1894, y esta vez no se concedió periodo de gracia, a los pagos por amortización: la fecha estaba fijada. La primera opción se iba a tomar en un año, a 65% del valor nominal.²⁹ Las tasas por comisiones y por requerimiento de depósito eran las mismas que las de la primera parte, pero el gobierno iba a recibir 50% de las ganancias obtenidas sobre la colocación de los títulos entre el público. La segunda opción, el gobierno mexicano la iba a vender y a negociar a través de la casa Bleichroeder (los banqueros iban a cobrar sólo 1.25% de comisión), una vez que los banqueros hubieran tomado la primera opción.³⁰

Prácticamente al mismo tiempo que se contrató el préstamo de 1893, se negoció otro de dos años al 7%, por 170 000 libras, con el Dresdner Bank para terminar las obras del ferrocarril de Tehuantepec.³¹ El gobierno tenía la opción de usar los títulos del préstamo de 1893 como colateral o bien los ingresos de la venta de los bonos de 1893 para reembolsarlo.

Durante 1894, las condiciones del mercado no eran favorables para poner en circulación la primera opción del préstamo de 1893 y, por falta de fondos nuevos, las finanzas públicas siguieron deteriorándose. Los cuatro pagos trimestrales del servicio del mismo, que cayeron entre junio de 1894 y marzo de 1895, tuvieron que completarse con más de 234 000 libras retiradas de los balances compensatorios.³² Un fenómeno similar ocurrió con el préstamo para el ferrocarril de Tehuantepec. Pero como para esta emisión no se había requerido ningún depósito, en julio de

²⁹ El contrato establecía un plazo de seis meses para ejercer la opción, pero un acuerdo firmado simultáneamente extendió el periodo otro medio año. Véase *MSHCP*, 1893-1894, pp. 387 y 389.

³⁰ *Ibid.*, p. 378.

³¹ *Ibid.*, p. 394.

³² Los fondos retirados ese año representaron 22% del servicio anual de los préstamos de 1880 y 1890 y, tomando en cuenta las 94 804 libras tomadas previamente en octubre de 1893, resulta que, para mediados de 1895, más de 66% de los balances compensatorios de esos dos préstamos se había usado para cubrir pagos de servicio.

1894 el Dresdner Bank dio a México otro plazo corto al 7% del crédito, 33 750 de libras, para cubrir el servicio.³³

Finalmente, en abril de 1895, cuando la primera opción del préstamo de 1893 había sido tomada por Bleichroeder,³⁴ la segunda opción se vendió a los banqueros a 74.5% de su valor (menos 1.5% de comisión).³⁵ La creciente demanda por los títulos mexicanos en los primeros meses de 1895, estuvo probablemente ligada al mejoramiento del mercado de la plata; su precio promedio mensual en Nueva York, en abril de 1895, era 11.7% superior a la cifra de enero del mismo año.

El precio que México tuvo que pagar por el préstamo de 1893 fue ciertamente alto. Una vez que se toman en cuenta las tasas de comisión, los balances compensatorios y otros descuentos, resulta un costo efectivo de la tasa de los fondos de 11.27% para los títulos tomados en 1893. En la primera opción la tasa era de 9.9%, como resultado del precio superior pagado por los banqueros y de la participación del gobierno en las ganancias de colocación,³⁶ en tanto que, para el segundo, la tasa correspondiente era de 8.9%.

A pesar de estos costos, el papel desempeñado por el préstamo de 1893 en el manejo de la crisis de la balanza de pagos de aquellos años no puede ser subestimado. El cuadro 3 muestra cómo se asignaron los recursos del préstamo. Como se puede ver fácilmente en él, a excepción de un insignificante 2.5% usado para adquisiciones de armas, todos los recursos del préstamo de 1893 se usaron para mantener el servicio de los bonos a largo plazo, cancelar el préstamo a corto plazo y rellenar algunos de los balances compensatorios utilizados.

³³ *MSHCP*, 1893-1894, pp. 455-456. Respecto al préstamo de la ciudad de México, no se ha podido encontrar cómo se mantuvo su servicio.

³⁴ Cuando llegó la fecha final, diciembre de 1894, para ejercer la primera opción, se negoció una extensión de cuatro meses. En el mismo tiempo que se llegó a este acuerdo, la participación del gobierno en las ganancias bajó del 50% originalmente contratado, a 40%, *MSHCP*, 1894-1895, pp. 308-309.

³⁵ *Ibid.*, p. 311.

³⁶ Según la *MSHCP*, 1894-1895, el gobierno recibió 22 073 libras esterlinas por su participación en la prima del precio de suscripción sobre el precio en firme. Tomando en cuenta este último, la cantidad recibida y la comisión, resulta un precio promedio de suscripción de 70.85% para esta primera opción. Véase *MSHCP*, 1894-1895, p. XLIII. Otra fuente presenta un precio promedio de suscripción ligeramente más alto, 73.1%. La diferencia tal vez se deba a las tasas de comisión y a otros gastos. Véase de Burdett, *Official*, 1896, p. 219.

Cuadro 3. Uso del préstamo de 1893

	<i>Descontado a un promedio de 35.7%</i>	<i>Valor nominal</i>
1. Pago del balance pendiente de las 600 000 libras, agosto 1892	375.0	583.2
2. Pago del préstamo de 267 000 de junio 1893	267.5	416.0
3. Balances compensatorios	90.0	140.0
4. Comisión de los banqueros	37.5	58.3
5. Descuentos sobre las letras de crédito de la parte inicial	5.2	8.1
6. Otros gastos	15.3	23.9
7. Servicio del préstamo del ferrocarril de Tehuantepec (1889)	202.7	315.2
8. Servicio de los préstamos de 1888, 1890 y 1893	493.5	767.4
9. Pagado al Banco Nacional de México	84.0	130.6
10. Para pagar capital e intereses de préstamo de 170 000 libras del Dresdner Bank	182.4	283.7
11. Para pagar el balance de las 33 750 libras adelantadas por Seligman Brothers y el Dresdner Bank en junio de 1894	31.8	49.5
12. Para rellenar los balances compensatorios del préstamo de 1888	63.2	98.2
13. Para rellenar los balances compensatorios del préstamo de 1890	31.6	49.2
14. Para comprar suministros de armas	47.8	74.4
Total	1 929.0	3 000.0

Todas las cifras están en miles de libras esterlinas. El descuento promedio de 35.7% incluye una participación del gobierno de 40% sobre la prima del precio firme de la primera opción.

FUENTES: Las cifras totales no coinciden con la suma de los 14 rubros porque se han redondeado, *MSHCP*, 1894-1895, pp. XLII-XLIII.

Recuperación de las finanzas públicas

Los años siguientes se caracterizaron por una mejoría notable de las finanzas públicas de México provocada por la introducción de nuevos impuestos indirectos a las minas en 1895-1896 y el aumento en su recaudación³⁷ en 1894-1895 y 1895-1896, por una parte, y por una política de gastos conservadora por otra. El cuadro 4 presenta algunos indicadores que ilustran la recuperación del tesoro público.

Como resultado de varios años con excedentes presupuestarios, el monto del dinero en efectivo en las bóvedas federales empezó a crecer por la disminución consiguiente en la proporción entre el servicio de la deuda y el efectivo existente en la Tesorería. De 1.27 en la cima de la crisis en 1893-1894, cayó a 0.51 cuatro años después.

De 1894-1895 a 1897-1898, el servicio de la deuda se cubrió con puntualidad sin incurrir en más deudas.³⁸

El préstamo de refinanciamiento de 1899

El deseo de consolidar todos los préstamos externos en una sola emisión tuvo que esperar hasta 1898, cuando según los contratos respectivos, el gobierno podía aumentar los fondos de amortización o amortizar los préstamos pendientes. Entonces, el crédito de México habría mejorado notoriamente y habría varias ofertas,

³⁷ La recaudación de tarifas de importación se incrementó como resultado del aumento repentino de importaciones que tuvo lugar durante 1894-1895 y 1895-1896. En aquellos años, el total de ellas aumentó 23.8 y 26.7% respectivamente. Aunque el impresionante incremento se debió, en parte, a la extrema contracción de los dos años anteriores, los precios relativos (y muy probablemente el ingreso) también operaron estimulando las importaciones: la proporción entre los precios de entrada y el índice de precios al por mayor de la ciudad de México cayó 13.9% de 1894-1895 a 1895-1896, en tanto que la tarifa promedio implícita se mantuvo al mismo nivel (31%).

³⁸ Habría que señalar, no obstante, que los fondos que se retiraron de los balances compensatorios en los años de la crisis no habían sido reintegrados del todo en octubre de 1896, cuando se establecieron nuevas reglas para nivelarlos. En agosto de 1899, casi 20% de las 585 000 libras esterlinas que se suponía había en Bleichroeder, seguía faltando; y de las 468 316 que realmente había en la casa bancaria, 90 000 (del préstamo de 1893) recibían una tasa de interés de 2%, 116 631 libras sólo 1.5% y el resto nada. Véase *MSHCP*, 1896-1897, p. 249 y 1899-1900, p. 193.

Cuadro 4. Ingreso y gasto público de 1893-1894 a 1897-1898

Año fiscal	Público total	Ingreso		Gasto público total	Servicio de deuda y dinero en tesorería.
		Tarifas importaciones	Impuestos minería		Proporción
1893-94	48.3	15.6	0.8	50.2	1.24
1894-95	49.1	18.2	0.9	50.8	1.28
1895-96	50.5	22.2	3.3	45.3	1.04
1896-97	51.5	21.9	3.3	48.8	0.71
1897-98	52.7	21.4	3.8	52.0	0.65

Todas salvo la última columna están en millones de pesos en curso. Los datos sobre ingreso y gasto público total incluyen entradas ordinarias y extraordinarias.

FUENTES: Las cifras de ingresos por las tarifas de importación y minería provienen de El Colegio de México, *Estadísticas*, p. 201. La proporción entre el servicio de la deuda y el dinero en la Tesorería se calculó con base en nuestros propios cálculos.

además de la de Bleichroeder. La guerra hispano-americana interrumpió las negociaciones con estas casas antes de que se hubiera llegado a algún acuerdo. La casa Bleichroeder aprovechó bien esta oportunidad para hacer una coalición con los otros banqueros y presentar un solo frente en los préstamos a México, y cuando, avanzado el año, se reanudaron las negociaciones con esta agrupación de creación reciente, la firma de un contrato se retardó porque México era reacio a aceptar las condiciones que ofrecían los bancos.

Su indecisión fue utilizada por otro grupo de banqueros estadounidenses para mejorar su oferta. Pero aunque los términos en que se hizo eran de los más favorables, la puesta en circulación de un nuevo préstamo en el mercado de Nueva York presentaba serias dificultades, además de las consideraciones políticas.³⁹

³⁹ La pérdida de más de la mitad del territorio mexicano por anexión de Estados Unidos como resultado de la guerra de 1848, estaba aún fresca en la mente de la gente. Por tanto, no es de extrañar que ésta (o cualquier otra pérdida de territorio o intervención militar que surgiera por problemas en el servicio de la deuda), se agregara como carga adicional a cualquier préstamo contratado exclusivamente en Estados Unidos. Como veremos más adelante, esta desconfianza al vecino del norte desempeñó un papel crucial en la política ferrocarrilera del régimen.

Según las autoridades mexicanas, la aceptación de la oferta estadounidense hubiera implicado, no un intercambio de nuevos títulos por los antiguos, sino la puesta en circulación de un nuevo préstamo, destinado a comprar la deuda pendiente, con el consiguiente aumento temporal del servicio de la deuda (ya que los antiguos títulos hubieran coexistido con los nuevos durante el periodo de readquisición), y con la sustitución de la Bolsa de Valores de Nueva York por las bolsas inglesa, alemana y holandesa.⁴⁰

La mayor volatilidad y debilidad del mercado europeo hubiera hecho más difícil la colocación de un préstamo totalmente nuevo que la simple conversión del anterior en las bolsas europeas. Y por último, pero no menos importante, el temor a futuras medidas de revancha tomadas por las casas bancarias europeas, si se las dejaba fuera del trato, lo cual constituía un costo adicional para el mercado neoyorquino.⁴¹

Aunque la oferta de Nueva York fuera finalmente rechazada, fortaleció absolutamente la posición negociadora de México ante la agrupación encabezada por Bleichroeder. El primero de julio de 1899, se contrató un préstamo consolidado al 5% después de que el grupo encabezado por los banqueros alemanes aceptó prescindir de los balances compensatorios. La firma de este préstamo ofreció también, al gobierno mexicano, la oportunidad de reducir las tasas de comisión que el Banco Nacional de México cargaba al servicio de la deuda externa. A consecuencia del mayor poder de negociación del Tesoro mexicano y de las probables economías a escala en el servicio a una sola emisión, la tasa bajó de 3.25 a 2.25 por ciento.

El valor nominal del préstamo de 1899 se estableció en 22 700 000 libras, más que suficiente para cubrir los 21 400 000 pendientes en bonos de los préstamos de 1888, 1889, 1890 y 1893.⁴² El con-

⁴⁰ Limantour indicó como una desventaja adicional la sustitución por los tenedores de bonos neoyorquinos nuevos, desconocidos y nada familiarizados con los asuntos mexicanos de los ahorradores europeos conocidos desde hace mucho. Pero era claro que esto iba a ser cierto sólo en la medida en que imperfecciones en la movilidad de capital entre los centros financieros del viejo mundo y Nueva York impidieran a inversionistas del viejo mundo comprar los títulos mexicanos en Nueva York. MSHCP, 1899-1900, p. 175.

⁴¹ Véase *ibid.*, pp. 174-176.

⁴² Originalmente, el préstamo se iba a usar para consolidar sólo los préstamos a 6%, pero finalmente el préstamo para el ferrocarril de Tehuantepec también

trato de la nueva emisión estipulaba que, a excepción de un préstamo de 2 500 000 libras para terminar las obras del ferrocarril de Tehuantepec, el gobierno mexicano no iba a poner en circulación ninguna otra emisión antes de septiembre de 1900.

Una aportación importante a la negociación de este préstamo fue la insistencia de Limantour de que se incluyera a los banqueros de Nueva York en la operación.⁴³ Y fue particularmente importante porque abrió el mercado de Nueva York a las emisiones públicas mexicanas. No obstante, como en este intercambio no se comerciaron títulos de las deudas pendientes, 4 700 000 de esta emisión se utilizaron para atraer a nuevos inversionistas y, con los fondos así obtenidos, se retiraron los antiguos bonos de las bolsas europeas.

La primera opción, con un valor nominal de 13 000 000 de libras, fue suscrita por más de 20 500 000, lo que indujo a los banqueros a ejercer de inmediato la segunda opción por los restantes 9 700 000 en julio de 1899. Al final de ese año, prácticamente todos los títulos pendientes de las antiguas deudas habían sido convertidos o liquidados.⁴⁴

La tasa sin precedentes del costo de los fondos, de 5.9%, reflejaba claramente una mejoría notable para México en los términos para recibir préstamos. No obstante, para evaluar la conveniencia de la conversión de la deuda, esto no es suficiente, pues para saber hasta qué punto el servicio de la deuda iba a cambiar, tenemos que comparar el flujo de fondos que hubiera tenido lugar sin una consolidación, con el surgido del servicio a los nuevos títulos. En la sección siguiente hacemos un ejercicio de este tipo.

se incluyó. La hipoteca sobre 50% de los ingresos de la línea obstaculizó todos los intentos de mejorar y extender el sistema. Esta limitación fue particularmente importante en el momento en que se estaba considerando el proyecto de un canal transoceánico en Centroamérica. Si el ferrocarril de Tehuantepec iba a ofrecer un vínculo alternativo entre los dos océanos tenía que ser aliviado de esta carga. Véase *ibid.*, p. 180.

⁴³ J. P. Morgan ya estaba en la agrupación de Bleichroeder por lo que no hay que confundirlo con los banqueros neoyorquinos que trataban de competir por el préstamo; a éstos, aunque no estaban incluidos como partes contratantes —y es por eso que sus nombres no aparecían en el contrato—, se les había reservado una participación en la emisión.

⁴⁴ Las obligaciones que no se habían presentado para intercambio o liquidación en junio de 1900 representaban menos de 1% del valor nominal original de las de 1888, 1889, 1890 y 1893. Véase *MSHCP*, 1899-1900, p. 189.

Análisis costo-beneficio de la conversión de 1899

Para poder comparar el flujo necesario para el servicio de la antigua y la nueva deuda convertidas, hay que partir de algunos supuestos respecto a la cantidad destinada a pagos de amortización anuales y al valor al que se van a amortizar los bonos. Nosotros supusimos que los fondos de amortización no se iban a incrementar en cualquier momento, que conservarían el valor mínimo estipulado por los contratos respectivos,⁴⁵ hasta que las emisiones se hubieran retirado completamente y, asimismo, que los bonos se iban a comprar al valor nominal.⁴⁶

Los años hasta su vencimiento de los diferentes títulos mexicanos los calculamos valiéndonos de estos supuestos. Los resultados, así como los valores nominales pendientes en el momento de la conversión, se muestran en el cuadro 5.

Se utilizó la información del cuadro tomando en consideración la hipótesis sobre las condiciones de amortización y sobre la reducción de la comisión del servicio ya analizada, para calcular los flujos hipotéticos de fondos precisos para cubrir los servicios tanto de la antigua deuda como de la nueva. Según este ejercicio, el costo anual del servicio de la nueva deuda resulta menor hasta 1934-1935, cuando el vencimiento del préstamo de 1888 hubiera implicado una tajante reducción en el servicio de la antigua deuda. Desde ese año y hasta 1944-1945, las anualidades del préstamo consolidado de 1899 hubieran excedido las de la antigua deuda, pero la situación se invierte de 1945-1946 a 1948-1949, cuando el préstamo de 1899 hubiera estado ya completamente amortizado, mientras que el servicio del ferrocarril de Tehuante-

⁴⁵ Para los préstamos de 1888, 1890, 1893 y 1899 con un fondo acumulativo de amortización, éste era proporcional para poder mantener constante el importe del servicio anual de la deuda. Por otra parte, para el préstamo del ferrocarril de Tehuantepec, ello implicaba una disminución en el importe del servicio de la deuda.

⁴⁶ A excepción del préstamo de 1889, la vida hasta el vencimiento de todas las emisiones dependía del precio de readquisición supuesto. Esto es así porque, aunque sabemos el valor de la anualidad, no sabemos a priori qué parte de él fue a pagos de interés de los bonos pendientes y qué otra se usó para adquirir títulos. Está claro que cuanto más barato se pudiera readquirir los bonos en un año concreto, menos pagos de interés se habrían de hacer en el periodo siguiente y, por tanto, era mayor la parte de la anualidad que se podía usar para retiro de títulos. En el caso del préstamo de ferrocarril de Tehuantepec de 1889, la amortización iba a realizarse en un centenar de pagos semestrales idénticos, desde el primero de julio de 1899 en adelante.

Cuadro 5. Valor nominal pendiente y años para el vencimiento de los préstamos mexicanos federales, 30 de junio 1899

<i>Préstamo</i>	<i>Valor nominal</i>	<i>Porcentaje del valor pendiente</i>	<i>Años para vencimiento inicial</i>
1888	9.98	95.07	35.25
1889	2.70	100.00	50.00
1890	5.85	97.50	46.25
1893	2.94	98.30	48.25
Total			
viejo	21.44	96.58	41.90
1899	22.70	100.00	45.10

Valor nominal en millones de libras esterlinas.
FUENTE: MSHCP, 1899-1890, p. 219.

pec duraría hasta 1949. Por tanto, el resultado es que, cuanto mayor era la tasa implícita atemporal de preferencia, más desahogado estaba el gobierno mexicano con el préstamo. Para tasas por encima de 3.6%, tasa interna de ingreso, la diferencia entre el antiguo servicio hipotético de la deuda y el nuevo implicaba un ahorro sin lugar a dudas.

La eliminación de los balances compensatorios fue una economía adicional que se obtuvo con el nuevo préstamo. Suponiendo que sin la conversión de la deuda México hubiera cubierto el déficit pronto realizando todos los pagos de intereses⁴⁷ y tomando valores alternativos para representar la tasa de preferencia atemporal y el costo del capital en su momento, se llevó a cabo un ejercicio para cuantificar las economías totales resultantes de la consolidación. En el cuadro 6 se resumen los resultados obtenidos.

⁴⁷ Se suponía que Bleichroeder pagaría intereses de 1% al año sobre los depósitos de los préstamos de 1888 y 1890 y 2% sobre los de 1893. No obstante, como México había retirado parte de esos fondos, no se pagaba ningún interés por ellos. Hasta donde yo sé, los banqueros no impusieron otro castigo a esta conducta que tratar de convencer al gobierno mexicano de que cumpliera con los términos del contrato. Es bastante obvio que, ante la ausencia de revancha y dado que el costo de esos fondos era mayor que las tasas pagadas por Bleichroeder, lo racional era retardar todo lo posible el cumplimiento de este requisito.

Cuadro 6. Economías procedentes de la conversión de 1899

	<i>Valor actual a diferentes tasas de descuento</i>				
	6%	5%	4%	3.6%	3%
1. Diferencia entre el servicio de la deuda antigua y la nueva	512.1	367.4	125.2	—	266.2
2. Diferencia de los balances compensatorios					
a) préstamo 1888	228.3	206.3	176.4	161.5	135.4
b) préstamo 1890	139.7	128.7	118.4	109.7	89.2
c) préstamo 1893	56.3	48.8	38.1	32.2	22.7
Subtotal	424.3	383.8	332.9	303.9	247.3
3. Economías totales	936.4	751.2	458.1	303.9	-18.9

El rubro 1 es el resultado del descuento de las diferencias entre los servicios hipotéticos de la deuda antiguos y nuevos a las diferentes tasas. El rubro 2 se obtuvo como el valor descontado de la diferencia entre el producto que los balances compensatorios podían obtener a las diferentes tasas y el interés que en realidad obtendrían de los banqueros. El rubro 3 es la suma de 1 y 2. Todas las cifras en miles de libras esterlinas.

Aun asumiendo que el gobierno fuera indiferente respecto a la deuda antigua y la nueva en cuanto al criterio de pagos por el servicio (es decir, que la tasa de preferencia atemporal fuera de 3.6%), los beneficios obtenidos por no tener que cubrir balances compensatorios hubieran llegado a las 800 000 libras. Si, por otra parte, suponemos que la tasa de preferencia atemporal y el costo en su momento del capital se acercaban a la tasa de costo de los fondos contratados en el nuevo préstamo (6%), el monto actual alcanzado por las economías se acerca al millón de libras.

Tomando en cuenta todos estos factores, el préstamo de 1899 fue un logro financiero para las autoridades mexicanas. A finales del siglo XIX, México no sólo había convertido todas las deudas existentes en una sola emisión, sino que lo había hecho en los términos más favorables. En los doce años transcurridos desde 1888, los éxitos de la administración porfirista habían sido extraordinarios. La deuda exterior, vencida hacía tiempo y procedente de los primeros años de la independencia, se había convertido en otra nueva, se habían recibido más préstamos y se había pagado puntualmente el servicio de todas las deudas, pese a la grave crisis de principios de la década de 1890. Además, el país estaba interesado en contratar más préstamos externos.

1900-1910: La política ferrocarrilera de Limantour y el endeudamiento externo

Durante la última década del porfiriato tuvo lugar un cambio en el papel desempeñado por el gobierno en la actividad económica. Una vez superada la crisis de principios de 1890, el resto de esa década la invirtió en modificaciones institucionales dirigidas a modernizar la economía. El préstamo de 1899 marcó el final de ese periodo y fue la señal del comienzo de uno nuevo, en el cual los excedentes presupuestales acumulados durante los últimos ejercicios fiscales empezaron a aplicarse a obras de infraestructura y a expandir el tamaño del sector público porfirista. La culminación de este impulso expansionista del Estado mexicano fue la política ferrocarrilera de Limantour.

La solvencia mantenida por más de una década se convirtió en un activo que el gobierno mexicano usó para expandir su interés en la red de ferrocarriles. Al garantizar los préstamos externos contratados por las compañías ferrocarrileras, el gobierno obtuvo el control de varias de ellas. Aprovechando así sin vacilación cualquier oportunidad para ampliar la propiedad pública con las líneas de ferrocarril. Detrás de ese esfuerzo estaba la profunda convicción de que, el control extranjero de los ferrocarriles, era un peligro potencial para la soberanía nacional, y también la pesada carga en que se había convertido la política de subsidios para el tesoro público.

En 1903, las dos líneas principales, la Compañía Nacional⁴⁸ de Ferrocarriles Mexicanos y la Compañía del Ferrocarril Central se plantearon la fusión.⁴⁹ Aparte de las consideraciones políticas, este paso hubiera dado por resultado una enorme empresa con un poder esencial en el mercado.⁵⁰ Pero, por la imposibilidad de lograr el control de una de estas compañías por medio de la adquisición de acciones en el mercado abierto, las autoridades fi-

⁴⁸ Turlington, *México*, 1930, p. 238.

⁴⁹ Estas dos compañías no sólo controlaban, en 1898, 52.8% de las líneas existentes, sino que también eran propietarias de las principales rutas.

⁵⁰ La Compañía Central de Ferrocarriles ya había llegado al Golfo de México a través de Tampico, y la Compañía Nacional de Ferrocarriles de México estaba buscando una salida similar. Según Limantour, la falta de ese acceso era lo que estaba retardando la fusión, ya que los Ferrocarriles Nacionales querían esperar hasta que esa ruta mejorara su posición en la negociación. Véase *MSHCP*, 1903-1904, pp. 412-427.

nancieras de México decidieron beneficiarse de la importancia estratégica que tenía una línea secundaria (la Compañía del Ferrocarril Interoceánico) para la Compañía Nacional de Ferrocarriles. En 1903, el gobierno mexicano pujó más alto que esta última en la subasta secreta de obligaciones emitidas por la del Interoceánico.⁵¹ Cuando el gobierno mexicano tuvo estos títulos (valorados en 4 500 000 dólares), los intercambió por más de 4 500 000 dólares en efectivo, monto del consiguiente capital en acciones de la CNFM (valorados a los precios prevalecientes en el mercado⁵² de Nueva York en mayo de 1903):

	<i>Millones de dólares</i>
100 000 acciones preferenciales	
a 46.75 por ciento	4.7
93 439 acciones en segundo lugar	
a 32.12 por ciento	3.0
106 288 acciones diferidas	
a 10 por ciento	1.0
Total	8.8

La acciones obtenidas dieron al gobierno mexicano una participación de 47.25% sobre el total. Y como la Compañía Internacional de Ferrocarriles ya era controlada por la Nacional, la operación dio al gobierno una participación decisiva en tres de los cuatro grandes sistemas ferrocarrileros del país.

Financiamiento de la adquisición ferrocarrilera

Aproximadamente 2 de los 9 000 000 necesarios para la operación se tomaron de depósitos disponibles en casas bancarias extranjeras, mientras que el balance de 7 000 000 se tuvo que cubrir con más préstamos externos adicionales. Para reunir

⁵¹ Como anécdota divertida, Limantour rememora en sus memorias que él esperó hasta el último momento para presentar la oferta mexicana. Originalmente iba a ser 90% del valor nominal de los títulos, pero Limantour pensó que una cifra redonda como ésta probablemente fuera la misma que ofreciera la competencia. Limantour decidió elevar el precio 0.125%, y cuando se abrieron las subastas, resultó que él tenía razón y el gobierno mexicano terminó con los títulos superando a todos. Véase Limantour, *Apuntes*, 1965, pp. 85-86.

⁵² Para más detalles de la operación, véase *MSHCP*, 1903-1904, p. 422.

esos fondos y mantener en expansión el programa de obras públicas de la administración, se emitió 4.5% en letras del tesoro del gobierno mexicano, pagaderas en oro, por un valor nominal de 9 500 000 dólares y con 3% de descuento al primero de junio de 1903. En octubre del mismo año y en junio del siguiente se pusieron en circulación, en condiciones similares, emisiones adicionales por 3 y 6 000 000 de dólares respectivamente.⁵³ Estas letras se usaron para tender un puente al financiamiento de la operación ferrocarrilera y a otros proyectos mientras se negociaba otro préstamo a largo plazo.

En octubre de 1904 se abrió la puerta al mercado de Nueva York con la emisión de 1899, y se usó para poner en circulación el préstamo externo mexicano en oro al 4%. El valor nominal de este préstamo era de 40 000 000 de dólares, del que los banqueros tomaron 89%. No se cargó ninguna comisión y su única garantía fue "el buen nombre de la nación", según el contrato.⁵⁴ El fondo de amortización de 0.65% al año iba a comenzar a aplicarse de inmediato, con una tasa de costo de los fondos de 5.22%. Parte de los recursos de este préstamo se empezó a usar muy pronto para la amortización de las letras del tesoro. Como se puede ver en el cuadro 7, en agudo contraste con el préstamo contratado diez años antes, todos los ingresos de éste se usaron, prácticamente, para pagar la adquisición de los ferrocarriles, financiar las obras de infraestructura y cancelar las deudas a corto plazo emitidas también para proyectos de inversión.

El rubro 5 del cuadro 7 ilustra bastante bien la política ferrocarrilera de Limantour. Al sacar del apuro a la Compañía de Ferrocarriles de Veracruz y del Pacífico y garantizar todos los pagos futuros sobre sus deudas, el gobierno adquirió el control de otra compañía.⁵⁵

⁵³ Las dos primeras de estas emisiones se iban a amortizar antes de junio de 1905, en tanto que la segunda vencía un año después. Véase *MSHCP*, 1903-1904, p. 347 y 1904-1905, p. 79.

⁵⁴ *Ibid.*, 1904-1905, pp. 81-87.

⁵⁵ Al mismo tiempo que el gobierno estaba adquiriendo redes, estaba obteniendo nuevos préstamos para el mejoramiento y la expansión de la compañía que ya poseía. El 21 de noviembre de 1904 y el 8 de mayo de 1905, la Compañía del Ferrocarril de Tehuantepec contrató préstamos por un valor nominal de 1 250 000 y 750 000 libras esterlinas. Las emisiones llevaban un impuesto de 5% (no se ha encontrado información sobre los precios en firme de la emisión). Fuente: Anónimo, *Reseña*, manuscrito; tal vez fuera un documento de trabajo de la institución, p. XIII.

Cuadro 7. Usos del préstamo de 1904

	<i>Descontado a 89%</i>	<i>Valor nominal</i>
1. Gastos de la emisión	445	500
2. Usado para amortizar 4.5% en letras del Tesoro de 1903 y 1904	18 530	20 820
3. Usado para amortizar los certificados emitidos para pagar obras del ferrocarril de Tehuantepec y los puertos de Coatzacoalcos, Salina Cruz, Veracruz y Manzanillo	3 779	4 246
4. Para amortizar bonos de los Ferrocarriles Mexicanos del Sur, Ltd.	4 524	5 083
5. Para amortizar bonos de la Compañía de Ferrocarriles de Veracruz y el Pacífico	2 966	3 333
6. Para cubrir otras obras portuarias	5 351	6 018
Total	35 600	40 000

Cifras en miles de dólares.

FUENTES: *MSHCP*, 1904-1905, pp. xx-xxi.

En 1908, Limantour culminó su ambiciosa política ferrocarrilera con una fusión a la que se había opuesto con anterioridad, la que formaría la Compañía Nacional de Ferrocarriles de México. Este acuerdo estipulaba que, con excepción de los dos bonos a largo plazo de la Compañía Nacional de Ferrocarriles, el resto de los títulos de las dos compañías se convertirían en títulos de la nueva compañía consolidada.

A cambio de su participación en la CNFM, el gobierno mexicano recibió acciones por un valor nominal de 51 300 000 dólares,⁵⁶ que representaba 22.3% del capital total de la nueva compañía.

⁵⁶ De los 51 300 000 dólares, 10 000 000 correspondían a acciones de primera preferenciales, 10 300 000 a acciones de segunda y los 31 000 000 restantes a acciones comunes. Véase *MSHCP*, 1907-1908, pp. 501-502. En ambas operaciones (ésta y la de 1904), las acciones de capital de las compañías involucradas fueron modificadas para crear suficientes acciones comunes que garantizaran el control al Estado mexicano.

Para asegurar su control, el gobierno mexicano consiguió otros 63 700 000 (27.7% del total) en acciones comunes a cambio de otorgar garantía federal a un préstamo al 4% y por un valor nominal de 50 700 000 dólares.⁵⁷

Debido a que todas las acciones comunes de la Compañía Nacional de Ferrocarriles de México (CNFM) terminaron en manos del gobierno, no se cotizaron en los intercambios y, por tanto, no es posible saber su valor en el mercado. Pero sí sabemos que la situación financiera de las compañías ferrocarrileras distaba de ser boyante antes de las fusiones sucesivas. Más de una década de depreciación de la plata había aumentado el precio de sus insumos extranjeros, reducido el valor en oro de sus ingresos y hecho más pesada la carga de sus deudas externas.⁵⁸

Rentabilidad de la inversión pública en los ferrocarriles

El ministro de Finanzas mexicano confiaba en que, bajo administración pública, la situación de los ferrocarriles pronto iba a mejorar. En 1904, después de la primera operación, anticipó que la Compañía Nacional de Ferrocarriles de México iba a pagar 2% en dividendos sobre las acciones preferenciales de primera, 3% en 1905 y 4% en 1906. En cuanto a las acciones de segundo rango preferenciales, el ministro esperaba 1% de dividendos en 1907. Estos pronósticos, de realizarse, hubieran implicado tasas de rédito de las inversiones del gobierno mexicano de 2.2, 3.3, 4.4 y 5.5% en 1904, 1905, 1906 y 1907, respectivamente. La situación mejoró, pero los cálculos de Limantour resultaron demasiado

⁵⁷ La nueva compañía fue autorizada para poner en circulación dos préstamos nominados en oro: los bonos en oro del fondo de amortización emitidos con derecho de retención prioritaria a 4.5% y los bonos en oro del fondo de amortización en hipoteca general garantizada.

⁵⁸ La Compañía Nacional de Ferrocarriles de México, por ejemplo, después de haber recibido una concesión en 1880, emitió bonos en hipoteca en 1882 que quedaron en suspensión de servicios en 1884. A consecuencia de ello, la compañía se vendió bajo hipoteca en mayo de 1887 y no fue sino hasta 1902 cuando los bonos pendientes de pago se cubrieron parcialmente, se cancelaron o se capitalizaron en acciones de la nueva compañía: la Compañía Nacional de Ferrocarriles de México. El hecho de que, en mayo de 1903, cuando el gobierno consiguió el control, las acciones preferentes y comunes se cotizaran con descuentos de 52.25 y 75.25% respectivamente, indica claramente la debilidad de esta compañía. Para una descripción de la operación de 1902, véase Anónimo, *Stock*, 1902, p. 302.

optimistas. El primer dividendo en las acciones preferenciales no se pagó sino hasta 1905-1906 y fue sólo de 0.5%, mientras que en el siguiente año fiscal aumentó a 1%. Las tasas correspondientes de rédito de la inversión del gobierno fueron, por tanto, de 0.55 y 1.11 para aquellos años.

La fusión del Ferrocarril Central a Ferrocarriles Nacionales de México significó un incremento de la rentabilidad de esta compañía que beneficiaría a los tenedores de las acciones preferenciales de primera. El pago de dividendos durante 1907-1908 fue de nuevo 1%, pero aumentó a 2 y a 4% los dos años siguientes, como se puede observar en el cuadro 8.

Si suponemos como tasa de costo del momento de los fondos invertidos, la de 5.22%, pagada sobre el préstamo contratado para comprar las obligaciones en 1904, la operación demostró no ser redituable durante ese periodo. Pero habría que señalar que la situación mejoró en efecto, como se puede ver en el cuadro. Y si supuestamente no hubiera estallado la revolución mexicana, la operación podría haber sido redituable muy pronto.

Según el enfoque del endeudamiento externo público, la política de Limantour complicaba el panorama. Después de la formación de la Compañía de Ferrocarriles Nacionales de México, el Estado mexicano no sólo había garantizado explícitamente algunas de las deudas de los ferrocarriles, sino que al ser el principal accionista de las diferentes compañías, se había convertido en responsable de otros préstamos. En efecto, en 1910 la política de fusión continuó con la absorción de tres compañías más: la Compañía de los Ferrocarriles Internacionales, la de Ferrocarriles Panamericanos y la Cía. Ferrocarrilera Veracruz-Pacífico. Como todas ellas habían puesto en circulación bonos en el extranjero, la Cía. de Ferrocarriles Nacionales de México se había convertido en la responsable de estas obligaciones.

Aprovechando que la capacidad de crédito de México estaba en su punto máximo durante aquellos últimos años de la dictadura, se empezaron a realizar intentos de consolidar el préstamo de 1899 con una nueva emisión al 4 por ciento.

El préstamo de refinanciamiento de 1910

El préstamo de refinanciamiento de 1910 estaba dirigido a reducir el servicio de la deuda, aprovechando el crédito más ba-

Cuadro 8. Rédito de la inversión del gobierno en los ferrocarriles

<i>Años fiscales</i>	<i>Dividendo recibido por el gobierno mexicano</i>	<i>Tasa de rédito en porcentaje</i>
1904-1905	ninguno	ninguna
1905-1906	50 000	0.55
1906-1907	100 000	1.11
1907-1908	100 000	1.11
1908-1909	200 000	2.22
1909-1910	400 000	4.44
1910-1911	400 000	4.44
1911-1912	400 000	4.44
1912-1913	200 000	2.22
1913-1914	ninguno	ninguno

Los pagos de dividendos se calcularon aplicando las tasas aplicadas a las acciones propiedad del gobierno mexicano. Las sumas así obtenidas (columna 1) se dividieron entre 9 000 000 de dólares para obtener la tasa de rédito (columna 2) de la inversión pública. Las tasas de pago de dividendos proceden de los informes anuales a los consejos de directores de la Compañía Nacional de Ferrocarriles de México (después de 1908-1909). La columna 1 está en dólares estadounidenses.

rato que ofrecía el mercado de París.⁵⁹ Su valor nominal total era de 22 200 000 libras y estaba destinado a absorber el valor de los títulos pendientes de 1899, de 20 800 000 (en junio de 1910). Los nuevos bonos iban a ser tomados por los banqueros con un descuento de 5.25% y se iban a liquidar a través de un fondo de amortización de 1.37% para poder conservar el vencimiento en la misma fecha que el préstamo de 1899. La tasa de CF resultante era de 5.67%.⁶⁰

El préstamo de 1910 iba a implicar un ahorro de 83 600 libras en el pago anual de la deuda. No obstante, la primera señal de inquietud social en México hizo tomar precauciones a los ban-

⁵⁹ Durante 1909, las tasas de descuento promedio por tres meses en los mercados de París, Londres y Berlín fueron 1.7, 2.3 y 2.8% respectivamente. Un año después, París aún tenía la tasa más baja con 2.4% contra 3.1 y 3.5% de Londres y Berlín. Véase White, *French*, 1933, p. 203.

⁶⁰ El contrato del préstamo de 1910 se puede encontrar en *MSHCP*, 1910-1911, pp. 306-322.

queros, por ello tomaron todos los bonos en seguida. En consecuencia, el préstamo se dividió en dos partes: la primera, por 50% del valor total, los banqueros la tomaron en firme, según lo acordado inicialmente con una opción por el restante 50% a ejercer antes de abril de 1911.⁶¹ En mayo de ese año la dictadura de Díaz llegó a su fin y esta opción nunca se ejerció.

Resumen: costos y usos del endeudamiento externo durante la dictadura de Díaz

En el cuadro 9 se resumen las tasas de CF sobre los diferentes préstamos contratados directamente por el gobierno mexicano en el porfiriato.

La última columna en el cuadro 9 revela que el mejoramiento en las condiciones de México como prestatario a principios de los años 1890, tuvo un fin abrupto en el préstamo de 1893. Una vez pasada la crisis, el costo de los fondos externos que México tuvo que pagar descendió drásticamente; pero hay que señalar que los datos del cuadro 9 no ofrecen información sobre el costo de la deuda externa pública. Como las cifras expuestas corresponden a valores nominales, no dicen nada sobre el servicio real de la deuda. Cuando el comportamiento de los precios se toma en cuenta, el costo real que México tuvo que pagar para seguir siendo solvente durante los inicios de los años 1890 aumenta aún más. De 1890 a 1896, el índice de Lewis sobre los precios de las manufacturas descendió a una tasa promedio anual de 1.38%, en tanto que el índice de precios al por mayor de Estados Unidos se contrajo 2.6% al año. En los años siguientes las tasas reales pagadas por el servicio de la deuda externa descendieron cuando los términos contractuales hicieron bajar las tasas de CF (véase cuadro 9) y los precios mundiales se recuperaron.⁶²

El cuadro 10 presenta una instantánea del valor nominal pendiente del total de la deuda pública externa, así como el de su

⁶¹ *Ibid.*, pp. 310 y 317.

⁶² Durante 1897-1900 y 1901-1910, el índice de Lewis de precios de manufacturas aumentó a tasas anuales promedio de 2.66 y 0.04%, mientras que el índice estadounidense de precios al por mayor mostraba tasas promedio de 4.9 y 2.39% respectivamente. Cifras calculadas con base en la información de Lewis, *Growth*, 1978, pp. 286-287 y Departamento de Comercio de Estados Unidos, Oficina del Censo, *Historical*, 1976, vol. 1, p. 199.

Cuadro 9. Tasas de costo de fondos sobre la deuda exterior pública contratada durante el porfiriato

<i>Préstamo</i>	<i>Valor nominal</i>	<i>Cantidad recibida</i>	<i>Tasa de CF</i>
1888 6% Préstamo consolidado mexicano	10.5	8.0	8.52
1889 5% Ciudad de México	2.4	1.5	9.23
1889 6% Ferrocarril de Tehuantepec	2.7	1.8	7.14
1890 6% Externo	6.0	5.0	7.37
1893 6% Externo	3.0	1.7	10.44
1899 5% Préstamo consolidado externo	22.7	21.6	5.88
1904 4% Externo	8.2	7.3	5.22
1910 5% Externo	11.1	10.5	5.66

Las columnas 1 y 2 en millones de libras esterlinas. Los datos originales correspondientes al préstamo de 1904 eran en dólares estadounidenses. Se transformó a libras esterlinas utilizando la tasa de cambio de 4.86 dólares por libra. Las tasas de CF para los préstamos emitidos en uno o más pagos están calculados en porcentajes. Todas las tasas incluyen las del fondo de amortización.

servicio. Como podemos ver, la mejoría en la capacidad de crédito de México, en la primera década del siglo XX, el gobierno mexicano la utilizó para ampliar su deuda externa. Así, el valor nominal de la deuda externa contratada directamente aumentó 29% de 1900 a 1905. Los datos en el cuadro 10 muestran también el impacto en la deuda pública del impulso expansionista del Estado mexicano en los últimos años del porfiriato. Al cambio del siglo, la deuda pública externa estaba formada en su totalidad por bonos contratados directamente y, diez años después, la situación era completamente diferente. De los 81 500 000 libras pendientes al final de la dictadura, sólo 30 800 000 habían sido directamente contratados, o por el gobierno federal o por la Municipalidad de la ciudad de México. Los 50 700 000 restantes tenían,⁶³ como garante y propietario de las compañías ferrocarrileras, al Estado; y la mayor parte (94.4%) de esta deuda correspondía a emisiones puestas en circulación durante la primera dé-

⁶³ De estos 50 700 000 libras sólo los 5 100 000 del préstamo del banco para obras de irrigación y promoción de la agricultura correspondían a una emisión no ferrocarrilera.

Cuadro 10. Valor nominal y servicio anual de la deuda pública externa a largo plazo: 1890-1911

	<i>Fed.</i> (1)	<i>Mun.</i> (2)	<i>Garantía</i> (3)	<i>Indirecto</i> (4)	<i>Total</i> (5)
1890					
Valor nominal	17.80	2.40	—	—	20.20
Servicio	1.05	0.12	—	—	1.17
1895					
Valor nominal	21.90	2.30	—	—	24.20
Servicio	1.38	0.14	—	—	1.52
1900					
Valor nominal	22.60	2.20	—	—	24.80
Servicio	1.27	0.14	—	—	1.41
1905					
Valor nominal	32.00	^a	1.40	12.30	45.70
Servicio	1.79	^a	0.60	0.53	2.38
1911					
Valor nominal	30.80	^a	17.00	33.70	81.50
Servicio	1.74	^a	0.73	2.46	4.93

Todas las cifras están en millones de libras esterlinas. Los datos originalmente en dólares estadounidenses, se convirtieron a la tasa de cambio de 4.86 dólares por libra. Los valores nominales para 1890 y 1895 corresponden al final de los años calendáricos, en tanto que el resto corresponde a los años fiscales.

^a Denota que la deuda municipal se convirtió en federal después de 1903. La deuda indirecta corresponde a la emitida por las compañías ferrocarrileras en el momento en que pasaron a ser de propiedad pública. La deuda garantizada estaba formada por préstamos garantizados explícitamente por el gobierno mexicano.

FUENTES: Las cifras han sido tomadas del *Manual mensual del inversionista* (diciembre de 1890, 1895 y junio de 1900), de los informes del Consejo de la Corporación de Tenedores de Bonos Extranjeros y de la *Reseña*.

cada del siglo, bien para reunir fondos nuevos, bien para cancelar antiguas deudas.⁶⁴

⁶⁴ Aunque la falta de datos nos impide conocer exactamente cuánto del valor total implicado constituía nueva deuda, y cuánto era para usarse con fines de refinanciamiento, la información disponible indica que este último era el principal propósito de estas emisiones: de los títulos que, con un valor nominal de 5 400 000 libras (entre 50 700 000), encontramos información, 62.1% de ellos se usó para conversión de la deuda, en tanto que 37.9% se puso en circulación para obtener nuevos fondos. La información de que se dispone se puede encontrar en Anónimo, *Reseña*.

La importancia conferida por el Estado al sector ferrocarrilero la acentúan aún más los usos dados por aquél a los préstamos directos (cuadro 11). Reuniendo los subsidios concedidos a las compañías extranjeras y la inversión directa realizada por el gobierno en la adquisición de algunas líneas y en la construcción de otras, el sector ferrocarrilero terminó recibiendo por lo menos⁶⁵ 47% del monto de los préstamos públicos externos puestos en circulación durante el porfiriato.

El apoyo decisivo concedido a las compañías extranjeras antes de las primeras operaciones de fusión de principios de siglo, queda de manifiesto en que los casi 4 300 000 libras que recibió prestados el Estado mexicano (16% de la cantidad total) se dieron a las compañías como subsidios. Esta cifra representaba casi 6% (5.85%) del valor de la inversión externa en los ferrocarriles existente en 1903, según un cálculo realizado por la Comisión monetaria.⁶⁶

Pero habría que destacar, sin embargo, que esta cifra aún subestima la ayuda recibida por los ferrocarriles. Como los subsidios a este sector también estaban financiados con bonos denominados en pesos y en circulación, su conversión resulta superior de lo que indican los datos sobre el endeudamiento externo. La misma Comisión monetaria estableció la cifra de los subsidios totales dados a las compañías extranjeras hasta 1902 en 8 170 000 libras,⁶⁷ lo cual representaba más de 11% del valor estimado del capital invertido. Por tanto, resulta que el endeudamiento público externo fue un factor crucial en la expansión de los ferrocarriles de México durante el porfiriato. La red aumentó de 572 kilómetros en 1873 a 20 000 en 1910. Esta extensión

⁶⁵ Algunos fondos que se clasificaron bajo otras categorías en el cuadro 11 también estaban estrechamente relacionados con el sector ferrocarrilero, por ejemplo, el préstamo a corto plazo de 170 000 libras esterlinas contratado con el Banco Dresdner en 1893 para financiar la expansión de la línea de Tehuantepec. Cuando el préstamo a largo plazo de 1893 se contrató, más de 182 000 libras (9.5% de los ingresos del préstamo de 1893) se usaron para reembolsar el préstamo de Dresdner. Según el criterio seguido para configurar el cuadro 11, esta operación de cancelación se incluyó en el rubro 5, aunque también se hubiera podido incluir en el rubro 1.

⁶⁶ La Comisión monetaria calculaba la inversión extranjera en los ferrocarriles, en 1903, en 767.1 millones de pesos (71 700 000 libras a la tasa de cambio promedio de aquel año). Véanse las actas de la Comisión en *MSHCP*, 1903-1904, pp. 714-717.

⁶⁷ *Ibid.*

Cuadro 11. Usos de la deuda pública externa en el porfiriato

<i>Usos</i>	<i>Cantidad</i>	<i>Porcentaje</i>
Inversión directa ferrocarriles	8.216	31.0
Deuda de Londres	5.780	21.8
Subsidios ferrocarriles	4.260	16.0
Obras infraestructura	2.660	10.0
Cancelación de deudas a corto plazo, servicio de la deuda a largo plazo, etc.	2.557	9.6
Déficit presupuestales	1.997	7.5
Comisiones y otros gastos	0.998	3.8
Otros	0.480	1.8
Total	26.516	100.0

Cantidades en millones de libras esterlinas. Las cifras incluyen el préstamo de la ciudad de México de 1889, pero no los de refinanciamiento de 1899 y 1910.
FUENTES: Datos obtenidos de cuadros anteriores.

notable no se puede entender sin el papel complementario que desempeñó el Estado mexicano al concederle subsidios durante las dos primeras décadas de la dictadura y sin el involucramiento público directo en las compañías durante los últimos años del régimen de Díaz.

Además del apoyo a la política de ampliación de los ferrocarriles, la deuda pública externa hizo posible que la economía del porfiriato se involucrara en obras de infraestructura y, como ya vimos, también desempeñó un papel crucial en el manejo de la crisis de la balanza de pagos de principios de 1890.

BIBLIOGRAFÍA

- Anónimo, *Reseña histórica de la deuda externa titulada de los Estados Unidos Mexicanos 1883-1941*, Biblioteca del Banco de México, s.a., manuscrito.
- Anónimo, *The stock exchange yearbook 1902*, Thomas Skimier, Londres, 1902.
- Bazant, Jan, *Historia de la deuda externa de México (1823-1946)*, El Colegio de México, México, 1968.
- Burdett, *Official intelligence of british american and foreign securities*, Spottiswoode and Co., Londres, 1896.

- Estadísticas económicas del porfiriato. Comercio exterior*, El Colegio de México, México, 1960.
- Friedman, Milton y Ann Schwartz, *A monetary history of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, 1971.
- Gloner, Prosper, *Les finances des Etats-Unis Mexicains*, Puttkarmer & Muhlbrecht, Berlín, 1896.
- Kindleberger, C. P., *Manias, panics and crashes. A history of financial crisis*, Basic Books Inc. Publishers, Nueva York, s.a.
- Lewis, William A., *Growth and fluctuations: 1870-1913* (edición en español: *Crecimiento y fluctuaciones: 1870-1913*, FCE, México, 1983).
- Limantour, José Yves, *Apuntes sobre mi vida pública (1892-1911)*, Editorial Porrúa, México, 1965.
- Oficina del Censo, *Historical statistics of the United States, colonial times to 1970*, Government Printing Office, Washington, 1976.
- Peña, José B., *Deuda argentina, compilación de leyes, decretos, resoluciones, notas y contratos sobre la deuda pública nacional*, Imprenta de Juan A. Alsina, s.a.
- Rippy, Fred J., *British investment in Latin America 1822-1849*, University of Minnesota Press, Minneapolis, 1959.
- Ruiz Quiñazu, Enrique, *Deuda pública municipal de la ciudad de Buenos Aires, leyes, decretos, ordenanzas y contratos*, Talleres Gráficos Argentinos de L. J. Rosso, Buenos Aires, 1928.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público, *Memoria de la Secretaría de Hacienda 1888-1889, 1890-1911*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda 1891-1892*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, 1891-1892, México, 1892.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1892-1893*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, 1892-1893, México, 1893.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1893-1894*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1894.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1894-1895*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1895.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1896-1897*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1897.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1899-1900*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1900.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1903-1904*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1904.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1904-1905*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1905.
- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1907-1908*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1908.

- , *Memoria de la Secretaría de Hacienda, 1910-1911*, Oficina Impresora de la Tipografía del Timbre, México, 1911.
- Turlington, E., *Mexico and her foreign creditors*, Columbia University Press, Nueva York, 1930.
- White, Harry D., *The french international accounts, 1880-1913*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1933.
- Wynne, William H., *State insolvency and foreign bondholders*, Yale University Press, New Haven, s.a., vol. II.