

83

Enjeun

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA



MEXICO EN EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A
JOSE ALBERTO LONA SANCHEZ
MEXICO, D. F. 1981



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

TESIS CON FALLA DE ORIGEN

I N D I C E

Página

INTRODUCCION

CAPITULO I

EVOLUCION HISTORICA DEL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES Y LA PARTICIPACION DE MEXICO EN EL MISMO

1.1	Antecedentes Históricos	2
	1.1.1 Origen y Evolución hasta la Segunda Guerra Mundial	2
	1.1.2 Su Evolución Posterior - Hasta los Últimos Años	5
1.2	Antecedentes de México en el Mercado Internacional de Capitales	7
	1.2.1 Deuda Antigua de Gobierno y Ferrocarriles	9
	1.2.2 Obligación y Reclamación por Nacionalización	12
	1.2.3 La Nueva Deuda	12

CAPITULO II

PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS CON LOS QUE PARTICIPA MEXICO EN EL MERCADO

11.1	Emisiones Públicas del Gobierno Federal	20
11.2	Emisiones del Sector Público	24
11.3	Características de las Emisiones de Bonos	25
	11.3.1 Tasas de Interés	25
	11.3.2 Negociación en el Mercado Primario y Secundario	27
	11.3.2.1 Intervención en el Mercado Secundario	29
	11.3.3 Amortización de los Bonos	32
11.4	Colocaciones Privadas	33
11.5	Sindicaciones	34
11.6	Emisiones en Tasas Variables - (FRN'S)	37
11.7	Aspectos a Negociar Sobre las Colocaciones de Instrumentos Financieros	39

CAPITULO III

PRINCIPALES MERCADOS INTERNACIONALES A LOS QUE ACUDE MEXICO

III.1	Mercado de los E.U.	48
III.2	Mercado de Eurodolares	54
III.3	Mercado Alemán	57
III.4	Mercado Suizo	59
III.5	Mercado Holandés	62
III.6	Otros Mercados	64
III.7	Mercado de Monedas Compuestas	65
III.8	Mercado del Medio Oriente	68
III.9	Mercado Japonés	72
III.10	Organismos Financieros Internacionales	
III.10.1	Banco Mundial	76
III.10.2	Banco Interamericano de Desarrollo	86
III.10.3	Organismos Bilaterales	95

CAPITULO IV

LA POLITICA DE ENDEUDAMIENTO - EN MEXICO ANALISIS CRITICO

IV.1	Estructura Financiera	101
IV.2	Evolución y Canalización de Nuestra Deuda	107
IV.3	Servicio de la Deuda	114
IV.4	Capacidad de Endeudamiento	121
	IV.4.1 Capacidad de Endeudamiento de México	125
IV.5	El Petróleo como Alternativa de la Economía Expansionista de México	128

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

137

BIBLIOGRAFIA

I N T R O D U C C I O N

I N T R O D U C C I O N

Uno de los principales retos a que se enfrenta en la actualidad nuestro país para conseguir su desarrollo económico y social, es la necesidad de acrecentar su capacidad industrial.

La urgencia de crear empleos ante un alto índice de desocupación u ocupación aparente agravado por un elevado índice de crecimiento demográfico, el tener que aumentar el monto de nuestros productos exportables y disminuir el ritmo creciente de nuestras importaciones a fin de corregir el déficit en la balanza comercial, el lograr una mayor industrialización de nuestros productos, son factores que plantean la necesidad de obtener y aplicar eficientemente un gran volumen de recursos.

Además, el avance de nuestro país hacia estratos elevados en su desarrollo, trae aparejado consigo necesidades adicionales apreciables de recursos, por lo que México tiene que acudir en mayor medida y con mayor frecuencia a los mercados internacionales de capitales, como complemento del ahorro interno.

Es interés de este trabajo, presentar las experien-

cias de México en cuanto a su participación en el Mercado - Internacional de Capitales, por lo que se dedica la primera parte del presente estudio a examinar algunos aspectos de - la evolución histórica del país en este importante mercado. En la segunda parte, se hace mención de los instrumentos fi nancieros, con los que participa México en el mercado. Asi mismo, con el objeto de establecer un marco de referencia, - se plantea en el tercer capítulo, las características, el - potencial y las condiciones que prevalecen en el Mercado In ternacional de Capitales a los que acude México mediante la colocación de instrumentos financieros. En base a los he - chos y tendencias estudiados en los primeros capítulos del - trabajo, en la cuarta parte del mismo se formulan señala - mientos sobre las políticas de endeudamiento y su influen - cia en el desarrollo económico de México.

Quiero aprovechar estas líneas para expresar mi pro fundo agradecimiento al Lic. Arturo Galan de la Barreda por su coordinación y sus valiosos consejos brindados en el - transcurso de la elaboración del presente trabajo.

C A P I T U L O I

EVOLUCION HISTORICA Y PARTICIPACION DE MEXICO
EN EL MERCADO INTERNACIONAL DE CA
PITALES

EVOLUCION HISTORICA Y PARTICIPACION DE MEXICO EN
· EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

El mercado de capitales^{1/} surgió de la necesidad de dar una forma institucional y ordenada, a las operaciones financieras derivadas de los requerimientos de capital de empresas privadas o entidades públicas. Su primer antecedente se tiene en las ferias comerciales que se realizaban en Europa durante la Edad Media, donde al concurrir comerciantes de diversas nacionalidades, surgió la necesidad, primero, de intercambiar monedas de diferentes nacionalidades y, segundo, de compensar o posponer pagos correspondientes a adquisiciones de mercancías.

El flujo internacional de capitales ha estado ligado al proceso evolutivo del sistema capitalista y se inicia propiamente, cuando en ellos se ha alcanzado un alto grado de crecimiento y concentración de capital, tanto por parte de las empresas industriales como de las instituciones bancarias.

^{1/} Se entiende comúnmente como mercado de capitales, aquél donde se realizan transacciones con activos financieros diferentes del dinero o cuasi-dinero y cuya función esencial es la de facilitar la compra venta e intercambio de valores o de títulos a largo plazo.

El impulso de este crecimiento está determinado por el hecho de que el poderío económico de dichas instituciones no puede ser contenido dentro de las fronteras de sus propios países y comienza a expandirse a todo el mundo -- (principalmente Inglaterra, Francia, Suiza, Alemania y Estados Unidos), fenómeno que acontece a principios del presente siglo. Comienza así a practicarse en forma amplia por parte de los grandes países exportadores de bienes manufacturados, la combinación de la exportación de mercancías con la de capitales.

Esto fue posible también en virtud de la falta de capacidad de pago en efectivo por parte de los países importadores. Dos objetivos principales persiguen los exportadores con esta práctica: primero, impulsar la exportación de mercancías facilitando el financiamiento de la operación, lo que posteriormente se denominaría "créditos atados"; segundo, obtener privilegios de diversa índole, pero fundamentalmente económicos, como convenios bilaterales de comercio y concesiones para establecimiento de industrias o para la explotación de recursos naturales, es decir, obtener el control de las fuentes de abastecimientos de algunas materias primas.

Así pues, la razón de ser del mercado internacional de capitales, es la explotación que realizan los países con mayor desarrollo capitalista hacia los menos desarrollados. Las formas concretas que adoptó dicha explotación fueron inversiones directas e inversiones indirectas, es decir, inversiones de particulares extranjeros en diversos sectores económicos de un determinado país y préstamos o donativos a gobiernos, respectivamente, o una combinación de ambas.

La forma de exportación de capitales dominante hasta

antes de la Primera Guerra Mundial, fue la inversión directa^{2/} asociada con préstamos a gobiernos. Posteriormente, - lo que fueron los préstamos a gobiernos tanto por parte de inversionistas privados como de agencias gubernamentales de los países acreedores.

Después de la Primera Guerra Mundial, el objetivo del movimiento de capitales fue fundamentalmente contribuir a la solución de los problemas derivados de la reconstrucción económica europea. Así, alrededor del 70% del capital privado proveniente de los Estados Unidos en el período 1919-1929, se obtuvo mediante la colocación de bonos entre inversionistas privados. De esos créditos, las cuatro quintas partes fueron garantizadas por los gobiernos prestatarios^{3/}. Por lo que se refiere al mercado de Londres, las emisiones de bonos extranjeros, gubernamentales o municipales, representaron el 56% del total de emisiones de bonos extranjeros en el período 1923-1930.

Las emisiones de bonos y préstamos a través de contratos en Londres, durante el período 1920-1929, ascendieron a 8.4 millones de dólares^{4/}. Por lo que respecta a los créditos intergubernamentales, estos sumaron 445 mil millones de dólares.

Posteriormente a la década de los 20 y una vez lograda la reconstrucción europea, la exportación de capitales reasumió su forma anterior, es decir, inversiones directas-

^{2/} La Inversión Directa es aquella que tiene un control directo administrativo sobre la compañía en la que se actúa, el control que se efectúa es generalmente por medio de corporaciones.

^{3/} "Debt Serving Capacity & Postwar Growth in International Indebtedness, Dragoslav Avramovic, Economic Staff International. Bank for Reconstruction and Development." Ed. Johns Hopkins, pág. 13.

^{4/} Op. at., pág. 17.

asociadas con préstamos a gobiernos de países fuera de Europa. Tal tendencia se mantuvo hasta la Segunda Guerra Mundial. Cabe mencionar que la mayor parte de la inversión extranjera a partir de la década de los 30, estuvo relacionada con sectores económicos de amplio intercambio con el exterior (minería, petróleo, producción de materias primas).

Una vez terminada la Segunda Guerra Mundial, los flujos de capitales adoptaron tres formas importantes: donaciones, préstamos públicos e inversiones privadas tanto directas como indirectas, que fueron canalizadas principalmente a la reconstrucción de la economía de los países europeos, así como a recubrir déficits temporales en abastecimientos básicos e inventarios. El importe de las donaciones y préstamos públicos en la primera década de la postguerra, ascendió a 68 mil millones de dólares, repartidos en 37.8 mil millones de dólares de donaciones y 30.4 mil millones de dólares de préstamos. Su origen tuvo lugar principalmente en los Estados Unidos, y una vez dados los pasos esenciales para la recuperación europea (que en esta ocasión, por existir una mejor coordinación se produjeron en los primeros cinco años), las corrientes de capital fluyeron hacia otros países fuera de Europa.

Su objetivo fue la construcción de obras sociales y servicios en sectores como la educación y la salud, y en menor medida, el desarrollo de servicios públicos y desarrollo industrial. Si bien se efectuaron erogaciones importantes en forma de donación, como la asistencia de emergencia a Corea, China Nacionalista e Indochina, fueron fundamentalmente objetivos de tipo político los que normaron estas transacciones, destacando dentro de ellos, la oposición de los Estados Unidos al avance de los movimientos socialistas.

En cuanto al capital privado, las transacciones de éste asumieron dos formas fundamentales: préstamos privados a gobiernos o agencias gubernamentales e inversiones directas. Otra vez, fue Estados Unidos el principal exportador de capital con 15.9 mil millones de dólares, de los cuales, 12.6 mil millones correspondieron a inversiones directas.

El destino de esta inversión estuvo determinado por el aumento de la demanda mundial de combustible y otros productos, primarios, así como minerales. A ella se debió en gran medida el desarrollo de los recursos petroleros en el Medio Oriente y en Venezuela, y la expansión minera de África, Canadá y Latinoamérica. Además, los esfuerzos por incrementar la industrialización y el fortalecimiento de los mercados domésticos, atrajeron capitales privados a países como Australia, Canadá, México y Brasil.

Por último, un hecho sobresaliente en esta década es el establecimiento de organismos internacionales para canalizar los flujos de capital.

A partir de 1956, los movimientos de capital internacionales pierden importancia en cuanto a la atención o difusión que les prestan las organizaciones mundiales como el BIRF o la ONU, con excepción de aquellos relacionados a lo que se ha dado en llamar "la financiación externa del desarrollo económico"^{5/}.

Ello no quiere decir que hayan dejado de existir -- transacciones de capital entre los países desarrollados. De

^{5/} Diversos planes formulados por Organismos Internacionales como la ONU, para contribuir al crecimiento económico de áreas o países determinados.

hecho, éstas se han incrementado en forma significativa. Lo que pasa, es que ello se efectuó a través de operaciones -- privadas, y la corriente de capital hacia los países subdesarrollados se canalizó principalmente, mediante operaciones oficiales tanto de carácter bilateral como multilateral.

ANTECEDENTES DE MEXICO EN EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES

La historia del mercado internacional de capitales - en México arranca prácticamente de la época en que se estableció la República. Ello obedece a que, apenas pudieron instalarse los primeros gobiernos mexicanos tras largos -- años de lucha armada que inevitablemente quebrantó la economía nacional, empezaron a preocuparse por corregir el desequilibrio y regularizar la situación financiera del país, -- recurriendo a los mercados internacionales de capital en busca de fondos.

Ya en 1824 y 1826, recién consumada la Independencia, México gestionó y obtuvo dos empréstitos europeos con importe conjunto de US Dls. 32 millones; pero tales negociaciones, en lugar de haber sido el punto de partida de un proceso de reconstrucción y desarrollo de la economía a la vez - que de robustecimiento del crédito nacional, lo fueron de una etapa de más de medio siglo de desajustes, convenciones e incumplimiento de la deuda exterior y de situaciones enojosas con los acreedores. Influyeron en ello tanto el carácter demasiado oneroso de los préstamos y la falta de liquidez de los mecanismos a través de los cuales se movía el capital de un país a otro, como las condiciones precarias y anormales que por entonces privaban en México.

No era extraño que una nación de economía incipiente y desorganizada y cuyas instituciones no acababan aún de configurarse, tuviera dificultades para cumplir sus compromisos financieros y no lograra definir siquiera los grandes lineamientos de su política económica.

La introducción de empresas norteamericanas a México de 1897 a 1908, fue la pauta para que se diera un aumento en los empréstitos en colocaciones de valores mexicanos a los Estados Unidos.

Durante el régimen de Francisco I. Madero, el congreso autorizó que se contratara un préstamo por U.S. Dls. 10 millones al 4.5% anual, pagadero en un año. Esta negociación efectuada por medio de la empresa Speyerr & Co. en Nueva York y en Londres, llevó a la deuda exterior del país hasta poco más de US Dls. 313 millones a principios de 1913^{6/}.

A mediados de ese año, después del golpe de estado de Victoriano Huerta, el Congreso volvió a autorizar un nuevo empréstito hasta por 20 millones de libras, o su equivalente en dólares, francos o marcos alemanes, con el objeto de liquidar algunos adeudos, regularizar el servicio de la deuda y cubrir el déficit en el pago de intereses. (Los empréstitos exteriores emitidos por nuestro Gobierno hasta 1913, se colocaron en su mayor parte en mercados financieros europeos. Empero, al terminar la Primera Guerra Mundial, en virtud del cambio ocurrido en la preponderancia financiera de los Estados Unidos, se fortaleció la posición de los banqueros norteamericanos que pasaron a ejercer un control muy efectivo de los títulos de nuestra deuda).

^{6/} México: Cincuenta Años de Revolución, pág. 419.

Hacia 1919, el importe de la deuda exterior de México se estimaba en poco más de US Dls. 480 millones. Su principal concepto era un empréstito al 4% de intereses contratado en 1910, mientras que los adeudos por intereses se calculaban en US Dls. 80 millones^{7/}.

La deuda exterior de México se hallaba conformada por tres elementos: a) Deuda Antigua del Gobierno y los Ferrocarriles, b) Obligaciones originadas por la nacionalización de propiedades extranjeras y c) Nuevos Créditos.

A). LA DEUDA ANTIGUA

En 1824, el Gobierno Mexicano recibió los primeros préstamos extranjeros, pero los empréstitos exteriores más fuertes se obtuvieron entre los años 1886 y 1913, casi todos durante el régimen del Presidente Díaz. De 1842 hasta 1947, se emitieron bonos extranjeros por una cantidad que se estima aproximadamente en US Dls. 1000 millones, pero esa suma incluye muchas emisiones para conversiones y para consolidaciones de la Deuda Antigua que fructifican en tres actos que darían nacimiento a una nueva etapa de las relaciones financieras de México con el resto del mundo, ya que la deuda antigua era una traba para el financiamiento del desarrollo económico que el país venía requiriendo.

Estos tres actos son el registro, redocumentación y amortización anticipada de la Deuda Antigua, cuya realización se vió retrasada por la Segunda Guerra Mundial y la Post-Guerra.

^{7/} Op. at., pág. 422.

Registro: con el objeto de registrar las obligaciones a cargo del Gobierno Federal, se emitió un decreto el 4 de agosto de 1942 por medio del cual se señalaba que todas las obligaciones fueran registradas fijándose un plazo para tal efecto, siendo el incumplimiento motivo para que las obligaciones no registradas fuesen consideradas como "bonos no registrados", pasando a ser propiedad del Gobierno Federal. El plazo original para registrar los bonos era de un mes; sin embargo, prórrogas sucesivas se extendieron hasta 1953, fecha a partir de la cual se llevó a efecto el decreto sobre bonos no registrados, que nacionaliza, sin conferir ningún decreto a sus tenedores, los títulos de la Antigua Deuda Exterior no registrados en su oportunidad.

Redocumentación: una vez iniciadas las labores del registro en 1942, se procedió a la consolidación de la deuda, mediante un convenio que ese mismo se llevó a cabo entre el Gobierno Mexicano por medio de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Comité Internacional de Banqueros en México, en 1942 y 1946.

En relación con la deuda exterior de 1827 a 1867, hubo una serie de incumplimientos y ajustes. En 1914 se suspendió totalmente el servicio de la deuda del Gobierno Federal y permaneció en ese estado por cortos intervalos hasta 1942, y la deuda ferrocarrilera hasta 1946. El convenio firmado en noviembre de 1942, entre México y el Comité Internacional de Banqueros, estipuló el rescate de los bonos gubernamentales, con exclusión de los bonos no registrados con pagos en pesos o en dólares. La amortización de las emisiones garantizadas comenzó en 1948 y concluyó el 1° de enero de 1968. El convenio estipuló también que los intereses caídos anteriores a 1923, se liquidaran a razón de 0.1% a 0.2% según la clase de bonos y que intereses correspon

dientes al período 1923-1943, se pagaran al 1% de su valor nominal.

Por el convenio de 1946, se ofreció a los tenedores de bonos la elección entre dos planes, en pesos o en dólares (a opción de los tenedores) al tipo de un dólar por --- \$4.85. El Plan A estipula el retiro de los bonos a razón de 4.35% sobre el capital nominal y el pago de intereses a razón de 4.35% sobre el capital reducido. Los bonos deben redimirse, en el período de 29 años, por medio del fondo de amortización de 1.78% del capital total modificado. El Plan B no estipula el pago de intereses futuros, sino la utilización de la misma cantidad de dinero aplicable al capital e interés bajo el Plan A, para retirar bonos por compra o amortización de precios que, siendo inicialmente de un poco más de US Dls. 21 por cada US Dls. 100 de valor nominal, llegarían gradualmente a estar a la par al cabo de un período de 29 años. Los intereses atrasados sobre las obligaciones ferrocarrileras se liquidaron en los mismos términos que los correspondientes a la deuda del Gobierno.

Amortización Anticipada: el 1° de julio de 1960, se procedió a la redención anticipada de los bonos aceptantes de las deudas directas del Gobierno de México mediante la amortización de 452.2 millones de pesos, de acuerdo con el convenio del 5 de noviembre de 1942 y los títulos que aceptaron el Plan A del convenio del 20 de febrero de 1946 relativos a la llamada deuda ferrocarrilera.

A partir de este acontecimiento, la imagen crediticia del Gobierno Mexicano mejoró notablemente, ya que marca la etapa que tres años más tarde se iniciaría con la concurrencia en el mercado internacional de capitales al emitirse bonos para fomento económico.

B). OBLIGACIONES Y RECLAMACIONES POR NACIONALIZACION

La deuda exterior del petróleo tuvo su origen en la nacionalización de propiedades de las compañías petroleras extranjeras. El Gobierno Mexicano convino con el Sinclair Oil una liquidación por US Dls. 85 millones en 1940. Con las demás compañías petroleras norteamericanas, se llegó a una liquidación en 1942 fijándose la compensación en US Dls. 24.0 millones más intereses, al 3% a partir del 18 de marzo de 1938, fecha en que las propiedades fueron nacionalizadas. En un convenio concluido en agosto de 1947 con la Mexican Eagle Company Ltd. en la cual estaban representados intereses petroleros británicos y holandeses, la compensación por las propiedades nacionales en México fue fijada en US Dls. 81.2 millones más intereses al 3% a partir del 18 de marzo de 1938.

Además de liquidar las reclamaciones petroleras, en virtud de la convención del 9 de noviembre de 1941, México aceptó pagar en determinado período la suma de US Dls. 40 millones para finiquitar por completo las reclamaciones agrarias y de otra naturaleza, de los nacionales de Estados Unidos que perdieron propiedades por diversas causas. (La liquidación del saldo a favor del Gobierno de los Estados Unidos, se realizó a partir de 1942 y se pagó totalmente durante la administración de Adolfo Ruiz Cortines)^{8/}.

C). LA NUEVA DEUDA

Podemos ubicar a la nueva deuda, alrededor de los años 50's en que por diferentes causas de carácter económico como fue el constante déficit de nuestra balanza de pago en cuenta-corriente mostró dos características importantes.

^{8/} Op. cit., págs. 458-459.

Comprende una de 1950 a 1955, y se caracteriza por una constante inflación y desequilibrio externo, y la otra (1956-1960), por una relativa estabilidad financiera. Resulta importante destacar los cambios en la estructura financiera que obedecieron a un estímulo de políticas adoptadas por el Banco de México y el Gobierno Federal en esta década con el objeto de limitar la expansión monetaria y de evitar nuevas devaluaciones del peso, a la par de facilitar el financiamiento de los gastos de inversión del sector público. Estos fueron, la reducción por Banco de México del sostenimiento directo de los déficit del sector Gobierno en el considerable incremento de la afluencia de fondos del sector privado al sector público (por medio de los bancos comerciales y otras instituciones financieras), y en la creciente dependencia del financiamiento externo en que se han encontrado los gastos de inversión del sector público. Esto arrastró consigo que el país haya acudido cada vez más al mercado internacional en busca de recursos, lo que dió como resultado un aumento considerable de la deuda Exterior.

A principios de los 60's se fue fortaleciendo la cooperación financiera internacional, en vista de la gradual liberación de los movimientos internacionales de capital y la creciente interdependencia de los mercados de dinero, teniendo como repercusión positiva el continuo acceso de América Latina a los créditos de instituciones internacionales como del Eximbank, BIRF y BID. Durante parte de esta década, la situación económica y financiera de algunos países en proceso de desarrollo era bastante halagadora, debido a que se registró un aumento considerable en los productos básicos, con lo cual muchos países pudieron ver aumentar el valor de sus exportaciones a igual ritmo que el incremento en el comercio mundial. Esto, junto con otros factores, otorgan una estabilidad financiera a México, la cual -

le permite acudir al mercado abierto con emisiones de bonos de fomento económico que se empiezan a desarrollar a partir de la Segunda Postguerra; esto ha hecho más expeditos los financiamientos internacionales. El 15 de julio de 1963, - México participó en el mercado abierto con una emisión de - bonos para fomento económico con un plazo de 16 años y con un monto de US Dls. 25 millones, a una tasa de 6.75% anual - con una sola serie de vencimiento, al 15 de julio de 1978 - 9/.

Desde esa fecha el Gobierno Federal ha realizado emi siones de bonos, cinco de las cuales han sido ya pagadas - (Ver cuadro 1).

Los primeros años de la década de los 70's, se carac terizan por tener un constante movimiento respecto a la eco nomía internacional, reflejándose primeramente con la depre sión de 1970 surgida en los Estados Unidos de Norteamérica - y Europa. Posteriormente, en 1971, el anuncio del presiden - te Nixon de la suspensión indefinida de la convertibilidad - del dólar en oro y otros activos de reservas, así como la - flotación libre del dólar estadounidense, propiciaron la - fluctuación de los tipos de cambios de sus monedas más allá de los límites de intervención antes existentes.

La devaluación del dólar afectó sobre todo aquellas - naciones que mantenían como principal activo de sus reser - vas al dólar, siendo el caso de muchos países en desarro - llo, así como también a naciones que conservan fuertes rela ciones comerciales con Estados Unidos, principalmente Alema nia y Japón.

9/ S.H.C.P. Dirección General de Crédito, Dirección de - Deuda Pública, Depto. de Control y Documentación de Pa - gos.

Estos acontecimientos dieron un exceso de liquidez - en el mercado, lo que permitió que los países que acudieron al mercado internacional de capitales -principalmente en el euromercado- fueran aceptados por el mismo exceso de liquidez; de 1970 a fines de 1979, el euromercado logró quintuplicarse, alcanzando un monto total aproximadamente Us Dls. 1,000 millones, siendo el eurodólar la moneda con mayor participación en este mercado^{10/}.

Otro indicador de la creciente liquidez privada estuvo constituido por el mercado de bonos internacionales y de créditos sindicados, en los cuales (durante el período 1970 -1979), se llevaron a cabo nuevas emisiones por aproximadamente US Dls. 10,430.0 millones (Ver cuadro 2).

En estos años, tres fueron los países en proceso de desarrollo que obtuvieron los montos más grandes: Brasil, República de Corea y México.

El deseo de un crecimiento económico más acelerado - por un lado, y la crisis internacional que a principios de esta década estallara y que de una u otra forma afectó a la economía nacional, por otro lado (dos depresiones en la economía norteamericana, dos devaluaciones del dólar, una crisis monetaria internacional, una inflación generalizada en todos los países occidentales, aumentos importantes en el precio de los energéticos, y una escasez mundial de materias primas y alimentos), propició que México acudiera con mayor intensidad al mercado en busca de recursos; en primer lugar, para financiar parte de la inversión pública que se enfrentaba a un sistema tributario deficiente, y a un mal funcionamiento de varios organismos descentralizados, encarga-

^{10/} Boletín del Fondo Monetario Internacional. Enero de 1980.

dos de los servicios públicos; y en segundo, para contra - restar el déficit comercial de la balanza de pagos, así como hacer frente a los compromisos financieros -pagos de intereses más amortizaciones- de la deuda contratada.

C U A D R O No. 1

EMISIONES DE BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS MEXICANOS PARA FOMENTO ECONOMICO

EMISION	PLAZO	TASA		IMPORTE
1.* 15 Jul 63/78	15 años	6 3/4	Dls.	25'000,000.00
2.* 10. Abr.64/79	15 años	6 1/2	Dls.	25'000,000.00
3. 10. Nov.64/79	15 años	6 1/4	Dls.	35'000,000.00
4. 10. Nov.65/80	15 años	6 1/2	Dls.	27'500,000.00
5. 10. Jul.66/81	15 años	6 7/8	Dls.	15'000,000.00
6. 15 Nov.66/88	15 años	7 1/4	Dls.	10'000,000.00
7. 15 Abr.67/82	15 años	7	Dls.	25'000,000.00
8.* 10.Mar.68/73	5 años	7 1/4	Dls.	35'000,000.00
9. 27 May.68/80	12 años	7	M.A.	100'000,000.00
10. 31 Oct.68/83	15 años	6	F.S.	50'000,000.00
11. 12 Dic.68/84	15 años	7	M.A.	100'000,000.00
12. 15 Mar.72/87	15 años	8 1/2	Dls.	40'000,000.00
13. 10.Dic.72/97	25 años	8 1/8	Dls.	35'000,000.00
14. 10.Ene.73/88	15 años	7 1/4	M.A.	100'000,000.00
15. 20 Ago.73/85	12 años	7 9/10	Y	10'000,000.00
16. 15 Dic.73/91	18 años	8 3/4	Dls.	30'000,000.00
17. 15 Feb.75/80	5 años	10	Dls.	75'000,000.00
18. 10. Jul.75/82	7 años	9	M.A.	100'000,000.00
19. 10. Mar.76/81	5 años	9 1/2	Dls.	50'000,000.00
20. 10. Jun.76/83	7 años	8	M.A.	100'000,000.00
21. 11 Jun.76/86	10 años	9	Y	10'000,000,000.00
22. 10. May.77/82	5 años	9	Dls.	60'000,000.00
23. 10. Jul.77/84	7 años	7 3/4	M.A.	100'000,000.00
24. 15 Jul.77/82	5 años	8 1/4	F.H.	75'000,000.00
25. 20 Jul.77/80	3 años	6.9	M.A.	150'000,000.00
26. 29 Oct.77/87	10 años	7.1	Y	20'000,000.00
27. 25 Ene.78/83	5 años	5 1/4	F.S.	300'000,000.00
28. 10. Abr.78/85	7 años	6.0	M.A.	200'000,000.00
29. 10. Jul.80/85	5 años	11 1/4	Dls.	125'000,000.00

* LIQUIDADAS

FUENTE: Dirección General de Crédito Público
Dirección de Deuda Pública
Departamento de Control y
Documentación de Pagos.

C U A D R O 2
RELACION DE CREDITOS SINDICADOS
(millones de dólares)

Períodos	Entidad	Monto	Tasa de Interés S/LIBOR 1/	Banco Cabecera
73/80	Gobierno Federal	500.0	2%	Kung Loeb.
74/78	Gobierno Federal	170.0	2%	Morgan Guaranty
75/78	Gobierno Federal	200.0	2 1/4%	Citicorpo Inter.
75/80	Gobierno Federal	300.0	2 1/4%	Compagine Finan.
75/82	NAFINSA	150.0	1 7/8%	Bank of America
76/82	Gobierno Federal	800.0		Wells Fargo Bank
77/82	BANCOMEX	100.0	1 1/4%	Bank of Montreal
77/82	Banobras	150.0	1 1/2%	Bank of Montreal
77/82	Banrural	75.0	1 1/4%	Bankers Trust
77/84	Gobierno Federal	1200.0	1 3/4%	Bank Morgan
77/87	Nafinsa	429.0	1 1/4%	Lloyds of Bank
77/82	Pemex	350.0	1 1/8%	Chase Manhattan
77/81	Bancomex	700.0	1 1/8%	Bank of America
78/83	Banrural	600.0	1 %	The Royal Bank
78/83	Banobras	500.0	1 1/4%	
78/86	Mexicana Cobre	270.0	1 1/2%	
78/81	Nafinsa	156.0	3/4%	Libra Bank
78/81	Nafinsa	600.0	7/8%	Bank of America
78/82	Gobierno Federal	100.0	7/8%	Societe General
78/85	Gobierno Federal	150.0	7/8%	National Westminster
78/80	Gobierno Federal	500.02/	1 %	Deutsche Bank
78/82	Gobierno Federal	285.0	1 %	Morgan Guaranty
78/88	Gobierno Federal	50.0	1 %	The Sanwa Bank
78/84	Gobierno Federal	300.0	1 %	The Sanwa Bank
78/81	Gobierno Federal	120.0	5/8%	The Industrial Bank
78/86	Gobierno Federal	2000.03/	1 1/4%	The Mitsubishi
78/88	Pemex	1000.0	1 1/4%	Bank of America
78/85	Somex	225.0	1 1/4%	Chemical Bank
79/89	C.F.E.	600.0	7/8%	Bank of Montreal
TOTAL		10430.0		

1/ London Inter Bank

2/ Marcos Alemanes (se hizo la conversión a dólares en la fecha de la contratación)

3/ Yenes Japoneses (se hizo la conversión a dólares en la fecha de la contratación)

FUENTE: Dirección General de Crédito, Dirección de Financiamiento Externo, Dep. de Emisiones Públicas y Colocaciones Privadas.

C A P I T U L O I I

PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS CON LOS
QUE PARTICIPA MEXICO EN EL MERCADO

PRINCIPALES INSTRUMENTOS FINANCIEROS CON LOS
QUE PARTICIPA MEXICO EN EL MERCADO

Las principales fuentes de captación externa a las que acude México, se pueden clasificar en los siguientes rubros:

	Emisiones de Bonos Públicos
	Colocaciones Privadas
	Sindicaciones
CAPTACION	Emisiones en Tasas Variables
EXTERNA	Créditos de Organismos Internacionales
	Créditos Bilaterales

II.1 EMISIONES PUBLICAS

Las colocaciones de bonos públicos para fomento económico en el mercado de capitales internacionales se llevan a cabo con instituciones bancarias de reconocido prestigio, lo que permite un buen éxito en la colocación de bonos que salen a flotar para establecer la cantidad emitida o sea -- que se recurre a ver el comportamiento del mercado para sa-

ber cuál será la demanda de estos bonos en el mercado y en base a esto se determina la compra de bonos. El país operante de bonos determina la oferta de éstos por conducto -- de un grupo de bancos dirigidos por el banco de cabecera, - que será un banco de reconocido prestigio internacional.

Es obvio que al colocador le interesa asociarse, - porque su función no sólo estriba en desprenderse de la compra realizada, sino establecer un mercado ordenado de los bonos que coloca para que los inversionistas estén satisfechos con su inversión y sean clientes potenciales para la compra de las nuevas emisiones. La amplia dispersión de los tenedores de bonos facilita a los colocadores su tarea de estabilización del mercado y permite una colocación rápida total y cómoda del empréstito.

Con el objeto de ampliar más la distribución, el conjunto de bancos invita a un grupo de agentes o corredores a participar en el negocio. En virtud de que estos vendedores no asumen el mismo riesgo el descuento al que compran los valores, esto es la comisión que devengan, es menor que la que perciben los bancos principales.

Una de las principales características que presenta este instrumento financiero es que los bonos generalmente no quedan en cartera, sino que circulan en el mercado y su negociación se lleva a cabo primeramente en un mercado primario y posteriormente en el secundario^{11/}, lo que permite que el bono fluctúe su precio con el que salió al mercado, - ya sea bajo par o a la par^{12/}.

^{11/} Se denomina mercado secundario aquél en el cual se realizan transacciones con valores en circulación.

^{12/} Un empréstito por su tipo de colocación puede clasificarse en empréstitos a la par o bajo par, entendiéndose por el primero, aquél por el cual el estado se reconoce deudor de una suma igual a la recibida; y por el segundo, aquél por el cual el estado se reconoce deudor de una suma superior a la recibida.

Para las emisiones de bonos es conveniente utilizar las bolsas de valores que imprimen una mayor rapidez al movimiento de los valores, aumentando su liquidez y creándoles un mercado más atractivo, lo que le permite colocar sus emisiones arriba de par en el mercado. Además, permite al emisor redimir la deuda a un precio más barato, al comprar títulos para amortización.

En términos generales, las emisiones de bonos adoptan una integración para la colocación de la emisión. Dicha integración se haya constituida primeramente por los managers, quienes pulsan el mercado para determinar las condiciones y los términos en que una emisión puede ser colocada satisfactoriamente en el mercado. Así mismo, ellos basan los lineamientos esenciales en la estrategia de venta y negocian directamente con el prestatario todos los pormenores de la emisión. En un segundo nivel, los underwriters (suscriptores) constituyen el grupo de bancos que respaldan con su participación la absorción de la emisión.

En aquellas circunstancias en las que la colocación de la emisión tropiece con dificultades en su venta, debido a razones ajenas a su control, tienen la obligación de absorberla para cumplir el compromiso contraído con el prestatario. Una vez que los factores que afectaron la venta de la emisión hayan desaparecido, atenuado o asimilado por el mercado, los underwriters proceden a deshacerse paulatinamente del papel.

Por último, el grupo vendedor representa al conjunto de instituciones invitadas por los managers y underwriters para participar en la colocación de la emisión. Usualmente este grupo se encuentra formado por 300 o más instituciones, con amplios contactos en varios países para asegu-

rar una buena distribución, y hasta cierto punto, garantizar así una buena recepción.

Una vez que se hayan fijado las tasas de interés -- del cupón y el precio de colocación de la emisión, se procede a probar el mercado mediante una tentativa inicial de venta. Si esta venta demuestra una recepción desfavorable, entonces los términos del préstamo pueden modificarse.

Como resultado del elevado número de underwriters y agentes de venta participantes en una flotación, existe un mecanismo de intermediación bastante extendido que en ocasiones dificulta evaluar el verdadero interés del mercado por un bono en particular. Las ofertas de bonos son usualmente vendidas a bancos, inversionistas institucionales, antes de que la emisión sea anunciada al público.

Los factores más importantes que intervienen en la regulación de la demanda y oferta de bonos, están tomados ampliamente en cuenta por los managers a quienes se confiere el mandato de la colocación de una emisión por parte del prestatario, sin necesidad de que éste se ocupara de estos pormenores, aunque si resulta de importancia que conozca a grandes rasgos el financiamiento del mercado de bonos.

Uno de los factores de mayor impacto del lado de la demanda, lo constituyen la riqueza de los inversionistas y el rendimiento del bono, en relación al rendimiento en versiones alternativas. Un incremento en la riqueza tendrá un efecto positivo en la demanda; mientras que en cuanto al rendimiento, generalmente la demanda varía en forma inversa con el de otros títulos.

Por lo que se refiere a la oferta, ésta se haya de-

terminada también por la riqueza y el rendimiento de la emisión. La oferta se encuentra relacionada inversamente al rendimiento de la emisión puesto que la colocación de bonos puede posponerse cuando los costos del préstamo resultan elevados en comparación a otras fuentes de financiamiento.

México acudió por primera vez al mercado de bonos - hace 17 años, en 1963 con una emisión de bonos de fomento - económico suscrita por el First Boston Corporation y Kuhn - Loebel y Cía. con un monto de Us Dls. 25.0 millones, colocados a un plazo de 15 años, con pagos de amortización obligatorios y sujetos a una tasa de interés anual de $6\frac{3}{4}\frac{13}{100}$.- Esta emisión de bonos fue colocada en el mercado doméstico - por lo que se le denomina como una emisión de bonos extranjeros; (que son las emitidas por un prestatario de un país extranjero y denominada en la moneda del país prestamista).

Anteriormente sólo se habían realizado algunas colocaciones de bonos privadas por montos reducidos en los Estados Unidos. El éxito de la emisión pública de 1963 consolidó la imagen de México como país capaz de operar en los mercados internacionales de capital y dio lugar a subsecuentes emisiones de bonos en los Estados Unidos.

II.2 EMISIONES DEL SECTOR PUBLICO

Durante la época de 1963 a 1972 se amplió la aceptación del papel mexicano, al haberse logrado estabilizar los precios y el tipo de cambio, así como al mantener un alto ritmo de crecimiento económico. Ello permitió que la Comisión Federal de Electricidad, primera entidad del sector público que participaba en el mercado, elaborara una emisión - en U.C.E. (Unidades de Cuenta Europea) el 1° de abril de --

13/ Ver cuadro 1 de este trabajo.

1966, por 20.0 millones a una tasa de 6 1/2% con un plazo - de 10 años. Posteriormente, el 13 de noviembre de 1967 Nacional Financiera acudía al mercado con una emisión de bo - nos de fomento económico encabezado por Singer & Fiedlander y Banque de París con un monto de US Dls. 20.0 millones a - una tasa de 7 1/4% anual en el mercado de eurobonos^{14/} (que son los que se ofrecen a la venta en más de un país simultá - neamente, por intermedio de consorcios internacionales de - emisiones y agentes de colocación o venta). Desde entonces, el Gobierno Mexicano ha realizado operaciones regularmente, tanto en el mercado norteamericano como en el europeo.

A la fecha se han realizado 63 emisiones en distin - tas monedas --tanto del sector público como del Gobierno Fe - deral--, resaltando 19 emisiones colocadas en marcos alema - nes, 24 emisiones en dólares domésticos, 11 en eurodólares, 6 en dinares de Kuwait; 4 en francos suizos, 3 en yenes, 3 - en U.C.E., 2 en saudi reales y 1 en florines holandeses -- (Ver cuadros 1 y 3).

II.1.1 CARACTERISTICAS IMPORTANTES DE LAS EMISIO - NES DE BONOS PUBLICOS

II.1.1.1 La Tasa de Interés

La tasa de interés en las emisiones de bonos es -- esencialmente un problema económico, ya que lo que determi - na el tipo de interés de un empréstito, es el tipo aplicado en el mercado internacional de capitales en el momento de - la emisión.

Cuando un país se presenta por primera vez en el - mercado abierto, se enfrenta con una serie de dificultades-

14/ FUENTE: S.H.C.P. Dirección de Deuda Pública, Departamento de Contratación.

RELACION DE LOS BONOS EMITIDOS EN EL EXTRANJERO POR LAS ENTIDADES DEL SECTOR PUBLICO 2/

Entidad Emisora	Principales Agencias Colocadoras	Fecha de Emisión	Vencimiento	Tasa %	Precio Colocación	Moneda	Importe de la Emisión (millones)	A m o r t i l i z a c i ó n	I n t e r e s e s
BANOBRAS	Dresdner Bank, A.G., N.M. Rothschild & Sons Ltd., Deutsche Bank, A.G., Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith.	28/X/1971	28/X/1986	8.0	98 1/2	D.M.	100.0	10 pagos anuales iguales por D.M. 10.0 millones a partir del 1o. de noviembre de 1977.	Pagaderos semestralmente.
BANOBRAS	Kuwait International Inv. Co. S. A. K.	23/III/1976	23/III/1986	8 1/2	99 3/4	D.K.	6.0	Un solo pago al final, con opción de redención a los tenedores, a la par, al 5o. aniversario.	Pagaderos anualmente.
BANOBRAS	Dresdner Bank, A. G.	1/IX/1976	1/IX/1981	9.0	100.0	D.M.	100.0	Un solo pago el 1o. de septiembre de 1981.	Pagaderos anualmente.
BANOBRAS	Dresdner Bank, A. G.	2/IX/1977	2/IX/1984	7 1/4	99 1/4	D.M.	150.0	Un solo pago el 2 de septiembre de 1984.	Pagaderos anualmente.
BANOBRAS	Merrill Lynch	22/IX/1977	22/IX/1982	9 1/4	99 3/4	Dls.	90.0	Un solo pago el 22 de septiembre de 1982.	Pagaderos semestralmente.
C.F.E.	Credit Commercial de France, Kredietbank, S.A., Luxembourg-geolse, Banco de Comercio, S.A.	1/IV/1966	1/IV/1986	6 1/2	97 1/2	U.C.E.	20.0	17 pagos anuales distintos en monto que comienzan a cubrirse el 1o. de abril de 1970 por UCE.693 mil y un último pago por UCE.1.829 millones el 1o. de abril de 1986.	Pagaderos semestralmente.
C.F.E.	Kredietbank, S. A. Luxembourg-geolse, Banco de Comercio, S.A. Algemeen Bank Nederland N.V. y otros.	31/X/1968	31/X/1978	7 1/4	98.0	U.C.E.	15.0	10 pagos anuales iguales de U.C.E. 1.5 millones a partir del 31 de octubre de 1969.	Pagaderos semestralmente.
C.F.E.	Kredietbank, S.A. Luxembourg-geolse, Credit Commercial de France, Banco de Comercio, S.A. y otros.	3/X/1969	8/X/1979	8 1/2	98.0	U.C.E.	10.0	10 pagos anuales iguales de U.C.E. 1.0 millones a partir del 8 de octubre de 1970.	Pagaderos semestralmente.
C.F.E.	Credit Commercial de France, Kredietbank, S.A., Luxembourg-geolse, Banco de Comercio, S.A. y otros.	1/II/1972	1/II/1987	8.0	97 1/2	Dls.	20.0	11 pagos anuales iguales de Dls. 1.65 millones a partir de febrero de 1976 y un pago final de Dls. 1.85 millones el 1o. de febrero de 1987.	Pagaderos semestralmente.
C.F.E.	Westdeutsche Landesbank	2/VI/1977	2/VI/1984	8.0	100.0	D.M.	100.0	Un solo pago el 2 de junio de 1984.	Pagaderos anualmente.
C.F.E.	Westdeutsche Landesbank	18/IX/1977	18/IX/1985	7 1/4	99 3/4	D.M.	100.0	4 pagos anuales por D.M. 25.0 millones a partir de octubre de 1982.	Pagaderos anualmente.
C.F.E.	Banque de Paris et des Pays Bas, S.A.	11/X/1977	23/X/1987	5 1/2	100.0	S.F.	40.0	9 pagos anuales por S.F. 1 millones a partir de 1978 y uno por S.F. 33.0 millones en 1987.	Pagaderos anualmente.
NAFINSA	Singer & Friedlander, Ltd., Banca Nazionale del Lavoro, Banque de Paris et des Pays-Bas.	13/IX/1967	13/IX/1982	7 1/4	96 3/4	Dls.	20.0	6 pagos semestrales de Dls. 550 mil a partir de marzo de 1971, 17 pagos semestrales de Dls. 900 mil a partir de marzo de 1974 y un pago final por Dls. 1.4 millones en septiembre de 1982.	Pagaderos semestralmente.
NAFINSA	Dresdner Bank, A.G., Deutsche Bank, A.G.	1/VI/1969	1/VI/1979	7 1/4	98 1/2	D.M.	80.0	8 pagos anuales iguales por D.M. 10.0 millones a partir del 3 de junio de 1972.	Pagaderos semestralmente.
NAFINSA	Credit Suisse, White Weld, Ltd.	16/VI/1976	16/VI/1981	10.0	100.0	ULS.	10.0	Un solo pago el 16 de junio de 1981.	Pagaderos semestralmente.
NAFINSA	Kuwait Investment Co.	1/X/1976	1/X/1983	8 1/4	100.0	K.D.	6.0	1 pago anual por K.D. 2.0 millones de 1981 a 1981.	Pagaderos anualmente.
NAFINSA	Dresdner Bank, A.G.	1/III/1977	1/III/1984	8 1/4	100.0	DM.	100.0	Un solo pago el 1o. de marzo de 1984.	Pagaderos anualmente.
PEMEX	Hombros Bank, Ltd., Western American Bank, Banque de Bruxelles y otros.	10/VIII/1972	10/VIII/1987	8 1/2	100.0	DLS.	20.0	4 pagos anuales iguales de Dls. 750 mil a partir del 1o. de septiembre de 1974, 4 pagos anuales iguales de Dls. 1.25 millones a partir del 1o. de septiembre de 1979, 1 pago anual igual de Dls. 1.75 millones a partir del 1o. de septiembre de 1982, y 2 últimos pagos en 1986 y 1987 por Dls. 2.5 millones.	Pagaderos semestralmente.
PEMEX	Smith, Littlewood & Co., Western Investment y otros.	30/IV/1975	30/IV/1982	10 1/4	98.0	Dls.	20.0	1 pago anual igual de Dls. 6.0 millones en abril de 1980 y 1981 y un pago en abril de 1982 por Dls. 6.0 millones.	Pagaderos anualmente.
PEMEX	Kuwait Investment Co. (S.A.K.) y Banque Arabe et Internationale d'Investissement (B.A.I.I.I.)	15/VI/1975	15/VI/1985	8 3/4	100.0	K.D.	7.0	7 pagos anuales iguales de K.D. 1.0 millones a partir de 1976.	Pagaderos semestralmente.
PEMEX	Commerzbank Aktiengesellschaft	25/X/1976	25/X/1983	8 3/4	100.0	D.M.	100.0	Un solo pago el 25 de octubre de 1983.	Pagaderos anualmente.
PEMEX	Swiss Bank Corp.	1/VI/1977	1/VI/1982	9	100.0	DLS.	75.0	Un solo pago el 1o. de junio de 1982.	Pagaderos anualmente.
PEMEX	Westdeutsche Landesbank	1/IX/1977	1/IX/1984	8	100.0	D.M.	140.0	Un solo pago el 1o. de septiembre de 1984.	Pagaderos anualmente.
PEMEX	Swiss Bank Corp.	2/IX/1977	2/IX/1987	10	100.0	S.F.	100.0	Un solo pago el 2 de septiembre de 1987.	Pagaderos semestralmente.
PEMEX	Kuwait Investment	25/XI/1977	25/XI/1987	8 1/2	100.0	K.D.	7.0	Prerrogativa de los tenedores tienen la opción de terminar la emisión en cualquier momento a la par.	Pagaderos anualmente.
PEMEX	Deutsche Bank, A.G.	19/XII/1977	19/XII/1985	7	100 1/4	D.M.	100.0	Un solo pago el 19 de diciembre de 1985.	Pagaderos anualmente.
TELMEX	Kuhn, Loeb & Co., Banco Nacional de México, S.A., Banca Nazionale del Lavoro y otros.	1/IV/1968	1/IV/1978	7 1/4	97 1/4	DLS.	12.0	4 pagos anuales de Dls. 300 mil a partir del 1o. de abril de 1969 y 4 pagos anuales de Dls. 300 millones a partir del 1o. de abril de 1971.	Pagaderos semestralmente.
TELMEX	Kredietbank - Citicorp	10/VIII/1977	10/VIII/1984	9 1/4	97 1/4	DLS.	60.0	Un solo pago al final del período.	Pagaderos anualmente.
BANOBRAS	K.I.I.C.	31/III/78	31/III/1985	8 1/4	100	K.D.	5.0		
BANQUE ARABE	Banque Arabe	11/III/78	13/III/1983	8 1/4		S. Riyels.	100.0		
BANQUE ARABE	Kuwait International Merrill Lynch	17/V/78	17/V/1983	8 1/4	100	K.D.	10.0	Un solo pago al final del período.	Pagaderos anualmente.
C.F.E.	Westdeutsche Landesbank	24/III/78	24/III/1988	6 3/4	100	D.M.	150.0	Un solo pago al final del período.	Pagaderos anualmente.
FINASA	Banque de "Indochine" et de Suez	8/VII/78	8/VII/1983	8		S. R.	64.0	Un solo pago al final del período.	Pagaderos anualmente.

respecto a la tasa de interés que deberá ofrecer en el mercado extranjero, ya que debería ofrecer un rédito estimulante para el inversionista que no sólo fuera comparado con el que pueden ofrecer otros tipos de inversionistas sino que fuera lo suficientemente sugestivo para que elimine o atende la suspicacia natural que puede provocar la inversión en títulos de gobiernos extranjeros.

Además, el Estado debe considerar el momento oportuno para concurrir al mercado, pues en ocasiones la tasa imperante aumenta o disminuye según la oferta y la demanda que exista en el mismo, así como la compostura del mercado en el momento en que se acuda a éste.

Por lo que respecta a nuestras emisiones de bonos, se puede advertir que fueron negociadas en forma normal por las autoridades financieras. Las emisiones del Gobierno Federal que se llevaron a cabo de 1963 a 1978, se negociaron a una tasa promedio del 8% anual y todas en condiciones óptimas. Todas ellas han tenido buena recepción por parte de los inversionistas, dado que la mayoría se han colocado satisfactoriamente y han mantenido un nivel arriba de par en el mercado secundario.

II.3.2 Negociación del Mercado Primario y Secundario

En el mercado primario se negocian nuevas emisiones, es decir, se colocan instrumentos financieros de reciente creación para captar ahorro adicional, destinado a financiar inversiones reales. Se denomina mercado secundario a aquél en el cual se realizan transacciones con valores en circulación, es decir, donde sólo se efectúan simples transferencias de propiedad sobre los valores y no se presenta ahorro neto adicional.

Usualmente se pone mayor énfasis al mercado primario, debido precisamente a que en éste es donde se capta ahorro nuevo. Sin embargo, el grueso de las transacciones del mercado de capitales se realizan con valores en circulación y las operaciones de este mercado secundario son de crucial importancia. Es indispensable que los mercados secundarios sean dinámicos para garantizar que una nueva emisión reciba una buena acogida en el mercado primario. Además, e íntimamente relacionado con la observación anterior, el comercio con valores es importante en sí mismo, en función de los constantes esfuerzos de los poseedores de riquezas para optimizar sus rendimientos. Por otro lado, un activo mercado secundario también garantiza la posibilidad de reubicar los recursos financieros en la forma en que los inversionistas consideren más conveniente. Asimismo, una actuación firme y estable, en relación con las condiciones del mercado, de alguna emisión en particular, constituye un buen antecedente para futuras emisiones de la misma clase.

Existen varias ventajas en apoyar el mercado secundario de bonos externos, siendo la más evidente, y quizás la más importante la de regular, en la medida posible, la influencia que el mercado secundario tiene sobre los términos y montos de las colocaciones en el mercado primario. Cabe destacar que el comportamiento de las emisiones en el mercado secundario, ejerce una influencia importante sobre las condiciones, no sólo de las emisiones de bonos, sino de la totalidad de la captación de recursos externos.

La falta de apoyo al mercado secundario de los valores mexicanos ha ocasionado que, en ciertos casos, el rendimiento de los mismos no refleje la calidad crediticia del país y que la relación entre el rendimiento de las diversas emisiones de valores públicos mexicanos no sea del todo coherente.

Con base en la última información disponible^{15/} los rendimientos de las emisiones mexicanas fluctúan entre -- 6.43^{16/} y 10.54^{17/}.

Sin embargo, conviene destacar que, en términos generales, el comportamiento histórico de los valores mexicanos en el mercado secundario no ha sido del todo adverso. - (Ver cuadro 4, el cual muestra el volumen de transacciones - de valores mexicanos en el mercado norteamericano).

INTERVENCION EN EL MERCADO SECUNDARIO

En general, la actuación del emisor de los bonos en el mercado secundario tiene el propósito de mantener una - adecuada estructura de precios de los valores, con la doble finalidad de evitar que el rendimiento exceda demasiado a - los que prevalecen en promedio en el mercado, y de sostener - el prestigio financiero o mejorar la clasificación del emisor con vistas, sobre todo, a posibilidades futuras de colocación de valores.

El cuidado del mercado secundario debe preverse an tes de efectuar la emisión. En este sentido, son factores - de la mayor importancia el análisis del mercado y, en fun - ción de ese análisis, la selección de la mejor oportunidad - del intermediario para tocar mercado y de las cláusulas es - tablecidas en el contrato al respecto.

Una vez flotada la emisión, algunos de los principa - les mecanismos de apoyo a los precios de los valores son:

^{15/} White Weld Securities, The International Bond Guide.

^{16/} México 1965-1980, 27 millones de dólares Cupón 6 1/2%

^{17/} México 1973-1993, 30 millones de dólares Cupón 8 3/4%

FUENTE: White Weld Securities. Mayo, 1980.

C U A D R O 4

EMISIONES PUBLICAS DE BONOS DENOMI
NADAS EN DOLARES

TITULOS	CUPON (%)	PRECIO DE MERCADO (%)	RENDIMIENTO AL VENCIMIENTO (%)
MEXICO	9.5	99.5	9.55
MEXICO	8.5	88	9.65
MEXICO	8.75	83	10.54
C.F.E.	8	83	9.64
BANOBRAS	9.25	97	9.54
NAFINSA	7.25	92	7.88
PEMEX	10.25	99	10.55
PEMEX	11.50	97.95	11.76
TELEFONOS DE MEXICO	9.25	94	9.84

FUENTE: White Weld Securities
The International Bond Guide, Julio 1980.

1. La operación de un fondo de amortización, que debe estar estipulado en el prospecto de la emisión, y que supone la redención anticipada en forma periódica de un cierto monto convenido de bonos en circulación. Usualmente, el fondo de amortización comienza a funcionar después del cuarto año de vida del crédito, lo que implica su inoperancia en el mercado secundario durante los primeros años en que circula la emisión.

2. El funcionamiento de un fondo de compra, que también debe estar contemplado en el prospecto de la emisión, y que opera, a partir del primer año, adquiriendo anualmente en el mercado determinados montos establecidos del valor de los bonos. El agente financiero puede realizar la compra de valores en el momento que considere conveniente y podrá adquirirlos de las personas y al precio que a su juicio resulten más convenientes, siempre y cuando éste último no exceda el precio nominal de los bonos. También es posible utilizar una combinación de ambos tipos de fondos, el de amortización y el de compra.

3. Después de cierta fecha estipulada en el prospecto, puede llamarse anticipadamente a redención, fuera de los propósitos del fondo de amortización, lotes de bonos por los cuales debe pagarse un sobre precio arriba de su valor nominal, que va disminuyendo a medida que se aproxima la fecha final del vencimiento. Esta forma de actuar tiene la desventaja de que eleva los costos de operación.

El emisor, directamente o a través de su agente financiero, puede efectuar compras en el mercado abierto, a -

los precios determinados en el mismo, destinando para ese fin sumas especiales no previstas en el contrato (o prospecto). Tal tipo de adquisiciones debe hacerse sobre la base de un análisis del mercado y de las condiciones particulares recientes de la emisión. Esto último, a fin de que se consiga mejorar el nivel de precios y se logren rendimientos similares a los corrientes en el mercado, pero cuidando al mismo tiempo que no se exceda cierto límite que, además de constituir un gasto innecesario, podría provocar un efecto contraproducente, como sería la venta de valores aún por parte de algunos tenedores cuyo propósito inicial fue conservar los valores durante el plazo total de la emisión, independientemente de las fluctuaciones de precios. En estas circunstancias, podría considerarse la conveniencia de revender parte de los valores adquiridos.

Cabe aclarar que este mecanismo se ha aprovechado sólo ocasionalmente y que su uso programado sistemáticamente puede resultar la herramienta más útil para intervenir discrecionalmente en el mercado secundario.

11.3.3 Amortización de los Bonos

El sistema de amortización de Deuda usado en nuestras emisiones de bonos, ha consistido en la formación de un "fondo de amortización" a favor del cual se van efectuando reembolsos anuales en algunos casos o semestrales en otros, iguales y sucesivos, por concepto de capital e intereses, hasta completar el monto total del empréstito en la fecha justa de existencia de la vida de los títulos quedando éstos totalmente liquidados.

La ventaja de este sistema consiste en lo siguiente:

México puede efectuar sus reembolsos periódicos a -

favor del fondo de amortización, mediante dinero en efectivo o mediante bonos que amparen de acuerdo con su valor nominal, la cantidad exacta por concepto de reembolso. Si se toma en cuenta que los bonos circulan en el mercado abierto sujeto a fluctuaciones del mercado, México puede aprovechar esta situación para comprarlos por debajo de par, ahorrándose la diferencia entre lo pagado por los títulos y el valor nominal de los mismos. Esto es conveniente usarlo con monedas que se están revaluando como es el caso de los Marcos Alemanes, Yenes, Francos Franceses, Florines Holandeses, Francos Suizos y Dinares de Kuwait.

II.4 COLOCACION PRIVADA

Este es un instrumento que se empezó a utilizar en pequeña escala hace algunos años, y que ha resultado de gran utilidad y flexibilidad para un país como México que debe realizar contrataciones brutas por montos elevados.

La venta privada de valores tiene la particularidad de que el emisor vende sus títulos en forma directa a los inversionistas interesados en la adquisición de valores. En este tipo de colocaciones no existen suscriptores que intervengan en la compra de valores para que sean vendidos posteriormente.

Las características principales de una venta privada de valores son las siguientes:

- a) El número de posibles compradores es limitado.
- b) Los compradores adquieren estos valores en forma de inversión y no con el propósito de revender el papel adquirido.

A grandes rasgos, se puede decir que una colocación privada es aquella oferta de valores hecha por un ente emisor con la asistencia voluntaria de un agente, para colocar los con instituciones de inversión informados del mercado y que por las características de éste, se reduce a un número limitado de inversionistas, teniendo como finalidad principal la adquisición de estos valores, la de inversión en el mismo y no su reventa con propósito de lucro en su intermediación.

Las principales ventajas son:

- A). Rapidez y flexibilidad.
- B). Ahorro en los costos del financiamiento, ya que no se pagan comisiones por suscripción ni por registro en bolsas.
- C). No se impacta en el mercado.
- D). El papel que se coloca no circula en competencia con otras operaciones que puedan estar realizándose.
- E). Su mecánica de manejo es más sencilla que una sindicación abierta.

La desventaja de estas colocaciones es que con relación a su amortización no se pueden favorecer de las ventajas que proporcionan en las ventas públicas el sistema de fondos de amortización (Sinking Fund) que funciona en relación directa con el mercado público de valores.

II.5 SINDICACIONES

Una de las diversificaciones que se han presentado-

en el mercado internacional de capitales es la de negociar créditos con agrupaciones de bancos a los que se les denomina sindicatos.

Los sindicatos bancarios se integran principalmente por dos razones:

- A). Para diversificar el riesgo que significa el otorgamiento del crédito, la asociación de varios colocadores es conveniente, ya que por más elevada que parezca la comisión en cifras absolutas que perciba el manager, el monto total siempre es considerable.
- B). Para establecer un mercado más sano al valor emitido. Es obvio que mientras mayor sea el número de participantes, más rápida y ampliamente se distribuirán los valores. Esta amplitud y rapidez le conviene tanto al país emisor como al banco colocador.

Este es el instrumento que México ha usado en mayor medida para fondear sus requerimientos de crédito externo.

El crédito más ambicioso que ha realizado México tuvo lugar el 8 de noviembre de 1977 y fue por un monto de US Dls. 1,200 millones, siendo banco de cabecera Morgan Guaranty Trust Co.

El Gobierno Federal así como sus entidades, han realizado 29 sindicaciones con un monto total de US Dls. --- 10,430.0 millones (Ver cuadro 2), de las cuales 27 han sido en dólares, una en Marcos Alemanes y una en Yenes.

México participó con este instrumento financiero a fines de 1973 (cuando el mercado internacional se mostraba-

casi inmóvil debido principalmente a la crisis del Medio Oriente y sobre todo del problema surgido de la escasez de energéticos pero se vislumbraba ya una tendencia descendente de las presiones y una ascendente, de los rendimientos) participando como banco Agente Kuhn Loeb & Co., con un monto de US Dls. 500.0 millones.

El sistema observado en nuestras sindicaciones ha sido el de negociarlas con agrupaciones de bancos de prestigio en el mercado; por regla general, el banco o asegurado que inicia la cuestión, asume el cargo de manager o gerente del sindicato, corriendo bajo su responsabilidad todas las negociaciones con el país o entidad que quiera participar en el mercado.

Posteriormente, se invita a un grupo de bancos selectos, para que participen como Co-Gerentes con montos menores que el de los Gerentes y finalmente tanto Gerentes como Co-Gerentes invitan a participar a un grupo de bancos de menor importancia con montos obviamente más pequeños.

En el caso supuesto que una entidad participara en el mercado con el crédito sindicado sus principales características a negociar serían:

1. Monto
2. Amortizaciones
3. Tasa de Interés
4. Comisión de Administración
5. Comisión de Compromiso
6. Comisión de Agente
7. Gastos Diversos.

Se debe estipular el monto con lo que participarán-

los Bancos Gerentes, así como los Co-Gerentes como también el éxito del monto con que participarán otros bancos o Aseguradores, lo que en un momento dado permitirá que el monto original se incremente según la demanda.

II. 6 EMISIONES EN TASAS VARIABLES (FRN'S)

La expansión del mercado internacional de capitales ha permitido su diversificación en los diferentes instrumentos financieros que buscan diferentes características a las ya establecidas en los mercados, lo que permite la creación de las emisiones en tasas variables (Floating Rate Notes - FRN'S).

Su concepto característico es la versatilidad del uso, la cual tiene desde su inicio un buen principio, dado el constante aumento de las tasas de interés en el mercado doméstico norteamericano que inciden en el sector eurodólar. Se ha demostrado un creciente interés en financiar operaciones en tasas variables (FRN'S) que indudablemente es un instrumento de mercado al que se está acudiendo últimamente, y que tiene como finalidad la obtención de fondos a largo plazo con perspectivas a obtener bajas tasas de interés durante el transcurso de la emisión.

Las emisiones en tasas variables (FRN's) son negociables al portador, usualmente denominados por montos no mayores de US Dls. 1,000 millones y generalmente distribuidos usando el método de las sindicaciones y la estructura de las emisiones de bonos internacionales.

La tasa de interés está fijada frecuentemente sobre diferenciales a 6 meses sobre la tasa interbancaria de Londres (LIBOR).

Este instrumento está hecho para una gran variedad de prestamistas, bancos, instituciones financieras, Gobierno y agencias gubernamentales. Los FRN's desarrollaron una gran popularidad a partir de 1975.

Este instrumento financiero sólo se ha utilizado en dos ocasiones por Nacional Financiera y Pemex. Nafinsa a fines de 1976 llevó a cabo su emisión de pagarés con tasas variables por un monto de US Dls. 100.0 millones a una tasa de 1% anual s/LIBOR a 6 meses y una tasa mínima de 6% anual con un plazo de 15 años^{18/}.

Pemex a fines de 1978, tomando en consideración que es uno de los mejores nombres con que se cuenta en la actualidad, llevó a cabo la emisión en tasa flotante o variable, por un monto en US Dls. 100.0 millones. Esta operación se realizó a través de 13 bancos encabezados por Credit Commercial de France y Manufacturers Hanovers.

Los términos y condiciones fueron los siguientes: - una tasa de 1/4% anual s/LIBOR a 6 meses con una tasa mínima de 7% anual a un plazo de 5 años^{19/}.

Con respecto a la postura y oferta de precios de las emisiones en los servicios financieros los nombres de los emisores son conocidos a través de los medios financieros y particularmente en el mercado de bonos. Por otro lado, el mercado secundario de éste, permite la negociación de gran cantidad de estos títulos que se presentan en el mercado secundario para las emisiones de bonos en tasas fijas.

Las emisiones en tasas variables o flotantes tienen varias ventajas para el emisor:

^{18/} Credit Suisse First Boston. Mayo, 1980.

^{19/} Credit Suisse First Boston. Mayo, 1980.

- A). Es un medio para asegurarse y proveerse de depósitos a mediano plazo.
- B). Es un método para reducir el promedio de depósitos a su cartera y a largo plazo.
- C). Muchas emisiones con vencimientos a más de 7 años tienen el fondo de amortización, el cual usualmente empieza demasiado temprano y requiere que el emisor sea de pagos netos.
- D). Los derechos de prepago de las emisiones en tasas variables son usualmente más accesibles que las emisiones de bonos en tasas fijas.

A su vez, también las emisiones en tasas variables son ventajosas para los bancos inversionistas ya que se otorga flexibilidad en las composiciones de sus préstamos de cartera, como cuando se proveen bonos a tasas fijas para colocar su dinero en certificados en tasas variables y depósitos a corto plazo y otros tipos de instrumentos.

La estructura de las emisiones en tasas variables permite combinar plazos largos y cortos razonables; sin embargo, el mercado de estos instrumentos es de gran volatilidad, tienden a estrecharse con las variaciones del dólar, siendo los montos disponibles, relativamente bajos.

II.7 ASPECTOS A NEGOCIAR SOBRE LA COLOCACION DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Cuando se tiene que tomar una decisión acerca de como y cuando acudir a los mercados internacionales de capital, habrá que tomar en cuenta:

- A). La tasa, la que habrá de negociar según las condi -
ciones que como riesgo pudieran otorgarle los inver -
sionistas al Gobierno o a la Empresa interesada.

El procedimiento para obtener un rango es sumamente complejo; aún sin existir clasificación formal, - por comparación y analogía de cifras, el banquero - inversionista puede aconsejar cual es la tasa ade -
cuada en el momento en que se proyectaba hacer una -
emisión.

- B). El precio, tanto el precio de oferta como el ingreso neto para el emisor combinado con la tasa, deter -
minará el rendimiento de los valores para el inver -
sionista.

- C). Deberán negociarse además las comisiones de adminis -
tración sobre el valor de la emisión, y otras como -
la disponibilidad, que se pagó sobre la parte no -
utilizada del crédito. Esto se definirá según la -
intervención del Banco en la obtención y administra -
ción de los fondos. De la misma manera habrá que -
considerar el reembolso de los gastos y de otros -
costos a cuantificarse según el monto y complejidad
de la emisión y la laboriosidad en la preparación -
de la información.

- D). Los impuestos: por lo general, en la colocación de
los instrumentos financieros las tasas establecidas
se entienden libres de todo gravamen por lo que es
recomendable el pactar tasas netas, convenir bajo -
la base del mejor esfuerzo, la devolución del Im -
puesto, lo que es factible cuando se trata de inver -
sionistas institucionales a quienes habrá que acre-

ditar el pago de los impuestos correspondientes. De otro modo, el impuesto absorbido por la Empresa sería un impuesto pagado por cuenta de un tercero, y no sería deducible para efectos del I.S.R.

Consideraciones con respecto al plazo:

Son varios los elementos a negociar en este aspecto de acuerdo con las condiciones de los distintos mercados. - El término final, el período de gracia y el ritmo y forma de las amortizaciones, determinan la vida promedio del crédito, que en este caso es lo verdaderamente relevante. En el caso de las emisiones públicas, puede pactarse la redención de los títulos a través de amortizaciones crecientes o a través de la creación de un fondo de redención (Sinking fund), adquiriendo los bonos en el mercado secundario o bien pagándolos a una fecha determinada al fideicomisario. - Otra consideración importante es definir si se puede o no pagar el préstamo en forma anticipada, y si existe alguna penalidad en este caso. Esto puede darle al crédito mayor versatilidad a través del tiempo.

El estudio de otros aspectos del crédito:

En las colocaciones suelen pactarse una serie de compromisos tendientes a proteger a los inversionistas. Para este efecto se establecen determinados convenios que son bases sobre las cuales se compromete la Empresa a mantener su administración. Por lo general son cláusulas que tienen a prevenir situaciones financieras difíciles, como podría ser la disminución excesiva del activo, el mantener un capital de trabajo neto mínimo, limitar el reparto de dividendos que pudieran descapitalizar a la Empresa, etc., todas ellas medidas tendientes a prevenir la disipación del activo.

Otras cláusulas se refieren a evitar que el activo sea gravado o se establezcan prioridades a favor de otros acreedores.

Otro tipo de estipulaciones suele establecerse para asegurar al banco la continuación de una administración eficiente, para lo cual se establece el mantener al banco informado sobre nuestro estado, proporcionar reportes financieros periódicos, declaraciones de que no ha habido eventos que alteren fundamentalmente la situación de la compañía, etc.

Por otra parte, suelen incluirse acuerdos sobre eventos que darían por vencido el crédito en forma anticipada (Events of Default) como por ejemplo: si dejamos de cumplir con los pagos requeridos o con los requisitos fundamentales del acuerdo, o si fallamos en otros compromisos, lo cual haría el crédito exigible.

En términos generales puede considerarse que estos acuerdos son aceptables siempre y cuando respondan a dos consideraciones importantes:

- 1). Que las políticas requeridas por los acreedores sean sólo asuntos de buena administración financiera.
- 2). Que ninguno de los acuerdos interfiera con nuestras operaciones ni limite en exceso a la administración, ya que a todos interesa evitar situaciones que reduzcan la liquidez o la rentabilidad de la Empresa.

Habría que definir también las características y mecánica de los títulos de crédito, y si el pago de los inte-

reses es anual o semestral. Deberán también quedar incorporados dentro de los contratos respectivos todos los aspectos de carácter legal que se consideren necesarios.

II.7.1 PREPARACION DE LA INFORMACION BASICA

Será indispensable preparar la información necesaria para que los inversionistas institucionales, los suscriptores, los asesores financieros y los inversionistas individuales puedan conocer y evaluar adecuadamente al prospecto de inversión. Como hemos comentado, esta información suele ser más amplia cuando se trata de una Emisión Pública que cuando se trata de una Emisión Privada, ya que en el segundo caso, puede ser complementada con información directa a los inversionistas.

Esta información en ambos casos suele compendiarse en un folleto denominado Offering Circular, Prospectus, Placement Memorandum, etc., según el caso; y la misma debe ser preparada con la ayuda del banquero inversionista quien es experto en la materia, y que será quien se hará cargo de la venta futura de los instrumentos objeto de la colocación.

Existen requisitos y regulaciones en los distintos países y mercados y en muchos de ellos es obligatorio el listar los valores en alguna de las principales bolsas del mundo. Esto es necesario sólo cuando se trata de emisiones públicas.

En términos generales, la información se refiere a estos aspectos fundamentales:

- 1). Información general sobre el país o en su caso sobre la empresa y el país. Se refiere a los propie-

tarios de la empresa, la historia y antecedentes de la compañía, quienes son las personas que participan en la administración, tanto como parte del Consejo como los funcionarios que dictan sus políticas, las instituciones de crédito más importantes con quienes opera, etc.

Particular relevancia suele darse a sus productos y a las características de su mercado y su posición en el mismo; a sus proveedores, su localización, la protección de sus activos, el valor de sus propiedades, sus relaciones laborales, etc., o sea todos los elementos de juicio posibles para definir las perspectivas de éxito en el futuro que garantizan la recuperabilidad de los créditos, conociendo los antecedentes y la posición actual de la Empresa.

Como la información está dirigida a los mercados internacionales, suele proporcionarse una información bastante amplia sobre el país, tanto en sus aspectos socio-económicos como políticos, para proporcionar elementos de juicio sobre el medio externo en el que se desarrolla la empresa.

- 2). Otro aspecto se refiere a todos aquellos datos de carácter financiero, que permitan elaborar los estudios necesarios a los analistas de crédito o de inversión, tales como: propósitos de crédito, Estados Financieros dictaminados de los últimos años, incluyendo: el Estado de Posición Financiera, el Estado de Pérdidas y Ganancias, el Estado de Origen y Aplicación de Recursos, etc. En el caso de que en el dictamen del Auditor halle alguna salvedad, se deberá proceder a explicar claramente los moti

vos y la trascendencia de lo consignado en la misma.

Otro aspecto muy importante lo constituyen las proyecciones financieras, acerca de las cuales habrá-- que explicar las premisas que les han servido de base, mostrando los datos esperados con respecto al futuro.

C U A D R O No.5

FUENTES DE CAPTACION EXTERNA
(millones de dólares)
(63 - 79)

ASO	EMISIONES DE BONOS PUBNICAS	1/ 2/	COLOCACIONES PRIVADAS	1/ 2/	SINDICACIONES LIBOR	1/ 2/	SINDICACIONES LIBOR	B.I.R.F.	B. I. D. 1/2/	1/2/	BILATERA LES PRO VEDORES	1/2/	
1963	25.0	6 3/4						52.5	5 1/2	109.0	1 3/4	51.9	5
1964	60.0	6 1/4						---		12.8	5	49.2	5
1965	27.5	6 1/2						167.0	5 1/8	59.6	4	106.3	5
1966	45.0	6 3/4						19.0	6.0	28.0	4	307.4	5 3/4
1967	85.2	7						---		147.9	4	176.5	6
1968	126.7	7						142.5	6 1/4	8.1	3 1/2	2236	6
1969	46.9	7 3/4						65.0	6 1/2	47.4	4	156.8	6
1970	50.9	9						146.8	7 1/4	121.5	4	92.3	6 3/4
1971	44.6	8						97.0	7 1/4	79.6	5	1123	6 3/4
1972	115.0	8 1/4	61.5	7/8	500.0			255.0	7 1/4	121.0	5	1833	7
1973	103.1	7 1/4	----		500.0	2		259.0	7 1/4	95.6	3 1/2	205.2	7
1974	149.0	7 1/2	459.0	1	170.0	1 7/8		289.0	7 1/4	109.0	4	258.4	7
1975	---	---	170.2	1 1/2	650.0	1 3/4		350.0	8 1/2	134.3	3 1/2	234	7 1/2
1976	132.0	8 3/4	35.0	1 7/8	1674.0	1 7/8		275.0	5 1/2	16.7	4	390	7 1/2
1977	784.0	10	991.0	7 1/2	2504.0	1 3/4		162.0	8 1/4	480.7	8.0	430	7 1/2
1978	380.0	10 3/4	413.0	1 1/4	4225.0	1		494.5	7 1/2	374.5	7 1/2	1610.8	7 1/2
1979	200.0	10 3/8	20.0	1 1/6	600.0	7/8	6 008.0	11	557.0	7 1/2	6 3/4	956.1	7 3/4

1. Tasas promedio por año
2. London Interbank Offer Rate Agreesej

FUENTE: Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Dirección de Financiamiento externo

C A P I T U L O I I I

PRINCIPALES MERCADOS INTERNACIONALES DE
CAPITALES

PRINCIPALES MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

Con el objeto de establecer un marco de referencia, analizaremos a continuación las características, el potencial y las condiciones típicas que prevalecen en los principales mercados internacionales de capital a los que es posible acudir mediante la colocación de instrumentos financieros.

III.1 EN PRIMER TERMINO NOS REFERIREMOS AL MERCADO DE LOS ESTADOS UNIDOS

El mercado de capitales de los Estados Unidos de América es el más grande y más desarrollado del mundo, así como el más altamente regulado. Su liquidez y flexibilidad no tienen comparación y ofrece una gran variedad de alternativas de financiamiento, lo que se debe principalmente al papel que desempeñan los inversionistas institucionales. El mercado de los Estados Unidos ha sido tradicionalmente una fuente de capital para prestatarios extranjeros.

Desde que desapareció la ley del Interest Equalization Tax (Impuesto de igualación de interés), las compañías

extranjerías pueden participar en este mercado, y resulta particularmente atractivo tanto para colocaciones privadas como para emisiones de bonos públicos.

Debido principalmente al desarrollo de este mercado, hay una aportación continua de inversiones de fondo dentro del mercado, en contraste con el de otros países (incluso industrializados), en donde las demandas de los gobiernos locales agotan una importante proporción de los fondos disponibles para invertir a largo plazo. Además, en los Estados Unidos las disposiciones legales y contractuales en cuanto a ahorros, seguros y planes de pensiones, se encuentran altamente avanzados, en relación con otros países. Para dar una idea del potencial de este mercado y del papel tan importante que en él representan los inversionistas institucionales, basta considerar que del total de recursos de crédito vigentes a diciembre de 1977 en los Estados Unidos (cuyo monto bruto ascendía a US Dls. 3,000 billones, aproximadamente) un 40% correspondía a inversiones efectuadas o manejadas por inversionistas institucionales no bancarios.

Las instituciones más importantes que participan en el mercado de inversionistas institucionales son los siguientes:

- A). Departamentos de fideicomiso de los bancos comerciales: participan significativamente actuando como agentes fiduciarios para fondos de beneficios a empleados, fideicomisos personales e inmobiliarios.
- B). Compañías de seguros sobre la vida: constituyen el grupo más importante en lo referente a bonos colocados por compañías, ya que disponen de una liquidez muy estable que les permite participar en gran esca

la en el segmento de colocaciones de bonos corporativos a largo plazo. Sin embargo, tienen límites severos en cuanto a los porcentos a invertir en valores extranjeros. Las compañías de seguros en el ramo de incendios y accidentes, representan también una porción importante del mercado aunque varían más frecuentemente su estrategia de inversión, por serles más difícil presupuestar su liquidez y sus resultados.

- C). Fondos de pensión de las empresas: este es otro sector importante. Sus fondos pueden ser administrados también independientemente, además de los manejados a través de los departamentos de fideicomisos de la mayoría de los países desarrollados del mundo, así como de los en desarrollo más importantes, incluyendo México.

Las principales características de las emisiones públicas del mercado doméstico de bonos de los Estados Unidos podríamos resumirlas en seis puntos principales:

1. El interés sobre los bonos es pagado en forma semestral, contrariamente a como se requiere en el eurodólar, que es anual. Este factor debe ser tenido en mente cuando se comparen los costos en cada mercado.
2. La mayoría de las emisiones son cotizadas en las bolsas de valores de New York.
3. A diferencia del mercado de eurodólares, no se permite a los bancos comerciales la suscripción o distribución de nuevas emisiones de bonos. Sólo a los

bancos inversionistas y las firmas aseguradoras las admiten.

4. Las tasas de las emisiones de bonos son usualmente fijadas por las agencias reguladoras. Estas hacen una objetiva comparación entre las comisiones que cobran en cada emisión.

Debe ser notado que con muy pocas excepciones todas las emisiones en "Yankee bonds" han sido similares desde la reaparición del Interest Equalization Tax, incluso algunos de los gobiernos extranjeros han logrado ser llevados a un rating AAA. (El que un gobierno o entidad tenga sus emisiones de bonos en un rating de Tipo AAA implica que éste deberá ser vigilado por agencias gubernamentales norteamericanas especializadas dentro de todos sus aspectos y ésto le permitirá tener una buena aceptación en otros mercados.

5. El volumen de las emisiones que pueden ser hechas en este mercado, alcanzan un monto superior a los US--Dls. 50.0 millones y es común que ocurran emisiones que excedan los US Dls. 100.0 millones.

Los plazos finales para los compradores en este mercado, normalmente exceden los 15 años y algunas veces llegan hasta 20, 25 años. No obstante, algunos prestatarios extranjeros tienen plazos hasta de 40-años.

6. La mayor diferencia entre las emisiones públicas de el euródólar y las emisiones de dólares, es la estructura de la comisión. Las tasas de comisión en-

los Estados Unidos es menor que la del euródolar. - Ello se debe a la menor tasa de comisión de las emisiones de bonos de los Estados Unidos que descansa en la reducción de la comisión de venta.

La línea corriente del sistema de seguridad de los Estados Unidos hace que el papel sea colocado más rápida y fácilmente que el de otros mercados, lo que constituye un incentivo de venta y menores costos.

COLOCACIONES PRIVADAS

El mercado de colocaciones privadas de los Estados Unidos, es una alternativa más para poder alcanzar un financiamiento. Estas constituyen la venta directa de bonos a largo plazo de un número limitado de inversionistas de los Estados Unidos; por lo general, las colocaciones privadas se disponen a través de banqueros de inversiones quienes actúan como agentes comisionistas. Dentro de sus principales características que presenta este mercado resaltan:

- A). La colocación hecha nunca es vendida y por lo tanto, no hay ningún precio posterior en el mercado, tampoco hay posibilidad de un traslado dentro de las ofertas de eurodólar, o sea, es colocada entre un mínimo establecido de inversionistas.
- B). Una colocación privada no requiere ninguna declaración pública o un asunto financiero o corporativo. - Tampoco requiere de un registro, como en las ofertas públicas.
- C). Las colocaciones privadas son normalmente organiza-

das a través de un intermediario o un banco inversionista, con el objeto de tener una base mejor (por ejemplo, la oferta no puede ser suscrita). Por esta razón las compañías involucradas son significativamente menores que las de una emisión pública.

- D). Los montos disponibles son menores a una emisión pública. Una de las razones, es que las colocaciones privadas sólo pueden ser tomadas por algunas instituciones. En las condiciones actuales del mercado, los compradores no pueden normalmente hacer una colocación por más de 50 a 75 millones de dólares.
- E). Los plazos disponibles son de menor flexibilidad comparados con el mercado de bonos públicos. Generalmente tiene una vida final que fluctúa entre 15- y 18 años con un promedio de vida entre 10 y 13 años. No obstante, los prestatarios extranjeros tienen la posibilidad de colocar montos con plazos no mayores de 25 años.
- F). Al igual que una emisión pública, el interés es pagadero semestralmente.
- G). Tan pronto como es determinada la duración del crédito, el proceso es mucho más largo que en Europa y puede llevarse arriba de ocho semanas para obtener las firmas de los comités.
- H). Es requerido un memorandum de oferta que es bastante similar en su contenido al prospecto presentado para las emisiones públicas.

III.2 EL MERCADO DE EURODOLARES

El mercado de eurodólares es por volumen y rango de plazos, el más importante sector del mercado internacional de capitales fuera de los Estados Unidos y consecuentemente, cuenta con aproximadamente dos terceras partes en volumen de los fondos que alcanza el mercado de eurobonos.

Este mercado se ha venido expandiendo por el crecimiento considerable del volumen de sus actividades en monedas extranjeras. Este fenómeno se remonta a fines del decenio de los cincuentas, cuando los bancos europeos y en particular, los de Londres empezaron a aceptar depósitos en eurodivisas y a otorgar préstamos en moneda extranjera a una escala mucho más amplia que en el pasado, lo que dio lugar a la creación de un mercado interbancario.

Se ha considerado el desarrollo de este mercado como el de mayor importancia en la evolución del sistema monetario internacional de la postguerra. Asimismo, se ha contribuido en forma significativa a acelerar la integración mundial de los mercados financieros y a ampliar sus operaciones de financiamiento y colocación de fondos líquidos a los países en desarrollo.

Las principales características que presenta este mercado son las siguientes:

- A). Son suscritas por un grupo internacional de bancos-comerciales, bancos de inversión y corredores.
- B). Las emisiones en administración son al portador, es decir, que prevalecen en el anonimato del poseedor.

- C). El interés es pagado libre de impuestos por manejo.
- D). Las emisiones son enlistadas en una bolsa de valores de reconocido prestigio ya sea en Londres o en Luxemburgo.
- E). La madurez alcanza rangos de 3 a 20 años con periodos de gracia de 7 a 15 años.
- F). El interés es pagadero anualmente.
- G). El mercado no es regulado; esto quiere decir que no se rigen por el sistema de espera, administrados por el comité de mercado de capitales de cada país en particular.
- H). Mientras que la mayoría de los intereses en el mercado norteamericano son fijados y sus compradores son agrupaciones bancarias, los compradores de bonos en eurodólar son aún en un grado muy significativo, inversionistas individuales. Hay otra diferencia, mientras que los cupones de los bonos de Estados Unidos se establecen desde el principio, en el de eurodólares la tasa de interés se establece desde antes.

Las emisiones de bonos en el mercado del eurodólar son generalmente con gobiernos, entidades internacionales (como el Banco Mundial) y otras instituciones públicas de países desarrollados por un lado, y por otro, compañías grandes internacionalmente conocidas. El gobierno y el sector internacional tienden a captar aproximadamente el 60% del mercado.

En este mercado, las colocaciones exceden normalmente los 100.0 millones de dólares. La más grande oferta individual ha sido de 500.0 millones por la Comunidad Económica Europea, en abril de 1976, e igual monto por la compañía Shell en diciembre de 1977. Las condiciones de mercado con el mínimo de volumen permitido es de 20.0 millones, ya que una cantidad menor a ésta no constituye una base suficientemente grande como para poder ser demandada en el mercado secundario, como tampoco una adecuada liquidez para el inversionista.

Como se mencionó con anterioridad, los plazos fluctúan entre 3 a 20 años, aunque los plazos más favorables en el tiempo actual descansan aproximadamente entre 7 y 15 años.

De nuevo debe ser notado que los plazos del mercado pueden cambiar dependiendo del ambiente económico internacional. En el período 1974-1975 no se realizaron emisiones públicas de bonos a 15 años, ya que restringían a 5 y 8 años, mientras que antes de 1973 los plazos estándar se extendieron a 15 años.

Resulta importante destacar que el mercado secundario de eurodólares ha incrementado su volumen dramáticamente. Se ha estimado que en 1979, el volumen marcado en el mercado secundario creció a una tasa anual promedio (\$100.0 billones comparados con \$25.0 billones en 1975).

La estructura por la comisión estándar para las comisiones de los bancos de eurodólares, ofrecen las siguientes características:

	<u>5-6 años</u>	<u>7-10 años</u>	<u>12-20 años</u>
COMISION DE COMPROMISO	3/8%	3/8%	1/2%
COMISION DE SUScriptor	3/8%	3/8%	1/2%
COMISION DE VENTA	<u>1 1/4%</u>	<u>1 1/2%</u>	<u>1 1/2%</u>
	2 %	2 1/4%	2 1/2%

III.2 EUROMARCOS ALEMANES

El mercado alemán se ha caracterizado por ser un mercado activo. Es tal su actividad, que México ha colocado D.M. 1,880.0 millones con 18 emisiones públicas y privadas y una sindicación.

Este mercado ocupa el tercer lugar de colocaciones internacionales después del mercado de Estados Unidos y el mercado de eurodólares, colocando en 1979 US Dls. 8.3 billones comparados con US Dls. 19.0 billones en el mercado doméstico de los Estados Unidos.

Las características principales que presenta este mercado para las colocaciones de bonos públicos son:

- A). Las emisiones en D.M. están reguladas por un comité de capital de emisiones, el cual comprende representantes de los bancos comerciales alemanes más importantes y un observador del Banco Central.
- B). No permiten emisiones individuales que excedan de D.M. 100.0 millones (la excepción es hecha por grandes colocadores como son B.I.R.P., Comunidad Económica Europea y algunos gobiernos y organismos oficiales que se caracterizan por ser buenos colocadores).

- C). Estos bonos son enlistados en la bolsa de valores-- de Frankfurt. Esto contrasta con las emisiones de bonos en eurodólares que se registran en Londres y Luxemburgo. (Sus vencimientos son más cortos que los del eurodólar).

Las colocaciones privadas del mercado Alemán se caracterizan por tener dos principales formas de colocación.- La primera se destaca por vender colocaciones privadas al - menudeo y sus principales características son:

- A). Al igual que las emisiones públicas, están regula - das por un comité que además les determina tanto el monto como el plazo.
- B). No hay cotización en el mercado.
- C). No se requiere el prospecto.
- D). Las comisiones tienden a ser menores que las de las emisiones públicas.
- E). Obviamente sus plazos son más cortos, así como sus - montos.

La segunda forma es a largo plazo con tasas de inte - rés fijo. Debe notarse que los bancos comerciales no tie - nen la misma capacidad de préstamo a mediano como a largo - plazo.

Dentro de las principales características que presen - tan estas últimas, destacan:

- A). No son sujetas a regulación por el comité de capi -

pital de emisiones.

- B). El volumen posible de compradores es muy flexible y puede variar de D.M. 20.0 a 500.0 millones.
- C). El período del plazo depende de las condiciones del mercado, pero pueden tener un rango que oscila entre 15 a 20 años.
- D). La documentación es extremadamente rápida, pues consiste en un simple acuerdo de préstamo. No son negociables los bonos que quedan como evidencia de la deuda.
- E). Los costos son menores y no existen comisiones.

Si bien este mercado no exige autorización estatal para la colocación de bonos, el Comité Central del Mercado de Capitales (organismo privado de los bancos Underwriters), establece una "cola" de emisiones tendientes a ordenar el mercado en forma similar al Sistema Suizo que a continuación se describe.

III.4 FRANCOS SUIZOS

El mercado suizo se ha caracterizado por ser un mercado bastante complejo y sus emisiones públicas se han comportado débilmente en los últimos años, aunque tienden a incrementarse dada las bajas tasas con que están participando en el mercado. En 1977, se colocaron emisiones públicas por un monto F.S. 3.7 billones, cifra mayor a las colocadas en 1976, F.S. 3.4 billones.

En términos de volumen este mercado ha alcanzado el

tercer lugar en el mercado europeo después del mercado de -
eurodólares y el de euromarcos.

Es importante resaltar la política de las autoridades suizas respecto al control del uso de su moneda (el -- Franco Suizo), en el Mercado Internacional de Capitales, -- así como en sus reservas monetarias. Las autoridades sui - zas tienden a imponer cierto tipo de restricciones a las po - tencias compradoras y acreedoras de este mercado. Estas - restricciones varían y se han modificado principalmente pa - ra protegerse de las recientes caídas del dólar.

Si bien técnicamente se trata de un Mercado Nacio - nal, en realidad es un mercado internacional, ya que la ma - yoría de los valores ofrecidos son extranjeros, y extranje - ros son también los compradores con fondos depositados y ad - ministrados por Bancos.

Como se señaló una de las ventajas de este mercado - son las tasas que han venido cobrando en los últimos años, - comparados con los bonos en eurodólares.

	Final de 1976	Final de 1977	Final de 1978	Final de 1979
S.F. BONOS DOMESTICOS	4.8	4.2	3.8	4.0
S.F. BONOS EXTERNOS	5.3	5.1	5.1	5.25
BONOS EURODOLARES	8.0	8.1	8.6	10.0

Dentro de las principales características que pre -
sentan las emisiones públicas en este mercado son:

- A). Las leyes suizas requieren un prospecto que es pu - blicado en francés.
- B). Sus emisiones son colocadas en las bolsas de valo - res de Zurich, Ginebra, Brasilea y Berna.
- C). Sus plazos fluctúan entre 10 y 15 años.
- D). La comisión que se cobra en este mercado es mayor -- que las de las emisiones públicas tanto en eurodóla - res como en euromarcos.
- E). El Banco Suizo permite redimir opcionalmente los pa - gos de las emisiones públicas a partir del sexto - año de la fecha de la emisión.
- F). El Banco Nacional Suizo deberá de asesorar y dar el permiso para el establecimiento de las condiciones - que prevalecerán en el crédito.
- G). Las emisiones públicas no son generalmente mayores - a F.S. 100.0 millones.
- H). Las colocaciones son disponibles en pequeñas denomi - naciones que fluctúan en F.S. 5,00 y F.S. 100,000.

Las colocaciones privadas presentan también diferen - tes características que son:

- A). No se requiere prospecto.
- B). No existen anuncios ni reportes.
- C). Tienen un plazo de 5 a 8 años.

- D). Sus comisiones son menores que las cobradas en las emisiones del sector público.
- E). No se da redención opcional en este tipo de colocaciones.
- F). Los montos son iguales que las emisiones públicas y muchas veces mayores.
- G). Pueden ser comprados por cualquier banco, pero de preferencia por bancos agrupados.

Este mercado, al igual que el alemán, existe un sistema de "cola", pues se establecen cada dos meses topes de emisiones extranjeras teniendo en cuenta las condiciones del mercado, el efecto de las tasas de interés y las necesidades de exportar capital.

III.5 MERCADO HOLANDES

El mercado holandés es un mercado con muchas flexibilidades para cualquier comprador extranjero. Asimismo, las emisiones públicas de bonos son disponibles para cualquier tipo de gobierno o empresa que desee acudir a este mercado.

Dentro de las principales características que presenta este mercado para las emisiones de bonos públicos, son:

- A). Sus montos no exceden los F.H. 75.0 millones.
- B). Sus plazos fluctúan de 10 a 8 años con un promedio de vida de 5 a 7 años.

- C). De una inversión, se otorga entre el 15 y el 25% de la misma a los compradores extranjeros, o sea, se localiza su venta en el exterior representada por uno o dos bancos extranjeros. El resto debe de estar dentro del país.
- D). Los administradores y aseguradores tienen una combinación de la comisión que varía $1 \frac{1}{2}\%$ a $\frac{5}{8}$ del 1%.
- E). Los bonos, al igual que en otros mercados, son al portador en denominaciones de F.H. 1,000.0 y están cotizados en las bolsas de valores de Amsterdam.
- F). Al igual que en la mayoría de los mercados, se requiere un prospecto totalmente en Holandés y en el caso de comprador extranjero, un abreviado en inglés.

Existen dos instrumentos financieros en el mercado de colocaciones privadas en Florines Holandeses:

1. Colocaciones privadas per se

- A). Se comportan generalmente por encima de las emisiones públicas en Florines Holandeses (75.0 millones aproximadamente).
- B). No se requiere prospecto. No obstante, es el único mercado de colocaciones privadas en que se dan cotizaciones en el mercado secundario.
- C). Sus plazos se comportan alrededor de 7 años y los montos de los bonos son al portador y están denominados por F.H. 10,000.

- D). Las emisiones no están a la venta para residentes - holandeses.
- E). Las comisiones totales son de 1 1/2%.

2. Colocaciones Domésticas Institucionales.

- A). Estas son análogas a las colocaciones privadas de - Estados Unidos y se llaman a colocación directamente con la mayoría de las instituciones holandesas, - tales como compañías aseguradoras.

Normalmente se requiere un pequeño memorandum, más - no un prospecto.

- B). La colocación por lo general puede ser arriba de -- F.H. 75.0 millones y se solicita un permiso del Banco Central de Holanda.
- C). Los plazos que caracterizan este tipo de instrumento son entre 15 y 20 años, aunque se trata de disminuirlos a 10 u 11 años.
- D). Las comisiones y gastos son menores y no exceden -- 5/8 del 1%.

III.6 OTROS

Existen otros tipos de mercados, los cuales México - no ha recurrido, como es el caso de Luxemburgo y Bruselas. - Estos mercados podemos decir que son nuevos, y al igual que los anteriores tienen diferentes características.

III.7 MONEDAS COMPUESTAS

Debido a la creciente internacionalización de los mercados de capitales y la mayor flexibilidad de los tipos de cambios experimentados en los últimos años, se crearon instrumentos para la obtención de préstamos. El método -- aplicado fue el de emitir bonos internacionales denominados "Unidades de Cuenta de Monedas Europeas", cuyo valor es más estable que el de cualquier moneda.

Si bien las unidades de cuenta no suprimieron por completo los riesgos cambiarios, por su conducto se intentó satisfacer los intereses de los prestamistas y de los prestatarios al margen de las fluctuaciones en los tipos de cambio, tratando que los mencionados riesgos sean compartidos por ambos.

Es preciso reconocer que las unidades de cuenta no desempeñaron una función muy importante en las emisiones de bonos internacionales.

Fue en 1961 cuando se utilizó por primera vez una unidad de cuenta para emisiones de bonos internacionales, la cual manifestó un desarrollo relativo en relación a los volúmenes realizados en la región debido a diferentes complejidades. En 1971, se despertó un súbito interés entre los inversionistas por este tipo de instrumento, principalmente por la crisis monetaria de mediados de ese año y el afán de mantener el valor de los bonos en relación con ciertas monedas europeas llamadas monedas de referencia.

Las características que presentaron las diferentes unidades de cuenta para realizar sus pagos son:

A). En las emisiones en Unidades Monetarias Europeas --

(ECU) correspondía al suscriptor elegir la moneda de pago, soportando el Deudor los cambios de mercado en el momento de realizarse los pagos. Este tipo de Unidad de cuenta no ha podido favorecer su expansión en los mercados especializados y debido a la estructura de su composición, se había visto afectada, lo que ha limitado significativamente su utilización.

- B). En los pasivos en Unidades de Cuenta Europea (EUA), los riesgos que para el deudor podrían representar los cambios en valor o eventual devaluación de su moneda. Quedando cubiertas por la estructura de dicha unidad, así como de alguna revaluación aislada de las monedas, que componía el EUA.

Esta unidad de cuenta, no obstante que no correspondía a la idea comunitaria, representaba una buena experiencia. La Comisión Federal de Electricidad ha acudido a este mercado en 1961, 1968 y 1974 (Ver cuadro 3).

- C). En las operaciones con la Unidad Europea Compuesta (EURCO), el deudor tenía opción a seleccionar 30 días antes de los pagos, la moneda en que se realizarían, quedando como derecho alternativo para el tenedor de los bonos designar 15 días antes otra divisa.

Los riesgos cambiarios para efectos de cubrir pasivos estaban de manifiesto cuando las monedas seleccionadas por los tenedores hubieran experimentado alguna fluctuación, depresionando o revalorizando, según sea el caso del EURCO, frente a esa moneda específica. El desarrollo de esta uni -

dad tampoco fue del todo satisfactoria ya que el Banco Inversionista Europeo que colocó la primera emisión tuvo que realizarla después de varios aplazamientos, debido a la renuencia de los bancos centrales comunitarios de apoyar dicha emisión, por el efecto de la inestabilidad de las monedas débiles en los mercados de inversión.

La última emisión de bonos realizada mediante el móvil de inversión EURCO, fue hecha por European Investment Bank en 1974, con un cupón de 8 1/4% y monto de 70 millones. El precio medio de la emisión en la fecha de lanzamiento fue de 117% y sus cotizaciones en el mercado secundario oscilaron a un precio de 124%. Tales condiciones de comportamiento permiten inferir la poca solidez financiera de los títulos.

Dado el poco éxito de las anteriores Unidades de Cuenta, varios países, entre los que destacan Alemania y Francia, pugnaron por la creación de un nuevo Sistema Europeo que entró en vigor el 13 de marzo de 1979 y se le denominó el nombre de Sistema Monetario Europeo (SME) y tiene como fin estabilizar los tipos de cambio entre las monedas de los países miembros de la Comunidad Económica Europea y contribuir al fortalecimiento de las relaciones monetarias interregionales.

El Sistema Monetario Europeo sustituye al Bloque Europeo de tipos de cambio de 1972 (denominado Serpiente), reuniendo así reglas ya existentes y nuevas para las relaciones monetarias en la Comunidad Económica Europea.

Con esto se pretende establecer una zona de estabilidad monetaria en Europa y lograr una mayor convergencia de políticas financieras y económicas de los países partici

pantes, mediante un sistema de tipos de cambio e interven -
ción combinada con servicio de crédito.

Un papel clave dentro de S.M.E. lo ocupa la Unidad -
Monetaria Europea (ECU)^{20/} que ocupará el centro del S.M.E.
y que ha sido definida como una cesta monetaria compuesta -
de importes fijos de las nuevas monedas de la Comunidad y -
además, será un medio de pago e instrumento de reserva de -
los bancos centrales de la Comunidad Europea.

III.8 EL MERCADO DE MEDIO ORIENTE

El Mercado del Medio Oriente se creó en 1974; ha -
adquirido una apreciable importancia dentro del Mercado In -
ternacional de Capitales. Una de las razones de esta impor -
tancia, se debe a la debilidad que ha manifestado el dólar.

Desde su creación, este mercado ha realizado 76 -
préstamos representando un total de US Dls. 17,360 millones,
destacando dos mercados, el de Dinares de Kuwait y el de -
Rial de Saudi Arabia.

El Rial de Saudi Arabia se ha desarrollado durante -
los últimos años debido a la posición privilegiada de este -
país como primer productor de Petróleo en el Medio Oriente.
Las emisiones en este mercado, se realizan en la forma de -
colocaciones privadas vendidas principalmente en el Medio -
Oriente a través de un pequeño grupo líder de la emisión.

Respecto al Mercado de Kuwait, se puede apuntar que
ha desarrollado sus propias instituciones financieras y, -
además de ser el mercado representativo, es uno de los prin -
cipales proveedores del Mercado de Capitales del Medio -
Oriente.

20/ European Currency Unit.

Las principales características que presenta este mercado son:

- A). Monto. Es un mercado en el cual ha habido una tendencia a incrementar el monto unitario de cada una de las emisiones. Paralelamente ha tenido también un incremento en el número de operaciones realizadas. Sus plazos son de 12 años.
- B). Tasa de Interés. Después de la creación de este mercado, la tasa de interés de las emisiones de bonos, ha variado (8 1/4% a 8%). En las últimas emisiones estuvieron tasas inferiores al 12%.
- C). Modalidades de Amortización. Cuando las amortizaciones son normales el préstamo es con frecuencia reembolsado a finales del plazo. Algunas emisiones recientes establecen un fondo de recompra que opera durante los primeros años con el fin de asegurar el apoyo a los precios.

Cuando se trata de amortizaciones por anticipado, existen dos modalidades: en primer lugar, el prestatario tiene la posibilidad de propagar después de tres años el total o una parte del préstamo mediante el pago de una prima del orden del 2%, que disminuye a medida que se acerca el vencimiento final. Se puede igualmente en cualquier momento recomprar sus propios títulos en el mercado con vista a amortizarlos. En segundo lugar, cuando las operaciones tienen un plazo igual o superior a siete años, existe la posibilidad de demandar el reembolso anticipado de sus valores. Por ejemplo, para los préstamos a 10 años esta facilidad se ofrece a partir del

quinto o sexto año, mientras que para los préstamos a 12 años, a partir del séptimo u octavo año.

- D). Registro. Bolsa de Luxemburgo desde Londres.
- E). Documentación y Derecho Aplicable. La documentación requerida es similar a la de todos los préstamos internacionales y los contratos son regidos por el derecho inglés.
- F). Comisiones. La comisión global varía en función del plazo de la operación (2% para 5 años o reembolso opcional a partir del quinto año, 2 1/4% para 7 años u 8 años y 2 1/2% para 10 años o más).

Dado que Kuwait es uno de los principales países del Medio Oriente, tanto por sus reservas petroleras como por su participación en el Mercado Internacional de Capitales, México ha realizado 6 emisiones de Dinares de Kuwait por un monto total de D.K. 41 millones, siendo la única moneda que ha tenido una expansión considerable de las demás del Medio Oriente.

El manejo de los préstamos de Dinares de Kuwait -- siempre está asegurado por el banco o institución financiera de dicho país, mismos que con un sindicato de manejo, -- suscriben la totalidad de la operación.

El euromercado en Dinares de Kuwait ha estado hasta hace poco reservado a una clientela restringida, o sea que el 50 o el 75% de las emisiones han sido suscritas por las grandes sociedades de inversión de Kuwait y por el Ministerio de Finanzas. Las personas privadas han estado ausentes de este mercado, ya que prefieren invertir su dinero en big

nes raíces y en acciones cotizadas en la bolsa de Kuwait, donde las posibilidades de ganar son considerablemente mayores, en comparación a las de ingreso fijo que no son suficientemente rendidoras.

Hasta 1977, el mercado secundario había sido casi inexistente. En abril de este año, KIIC y el Industrial Bank of Kuwait crearon conjuntamente la "Arab Company for Trading Securities" (ACTS), con el objeto de asegurar un mercado de las obligaciones denominadas en las divisas del golfo y en particular el Dinar de Kuwait, así como los certificados de depósito en esta divisa. ACTS cotiza actualmente 42 emisiones. Existe entonces un mercado real animado por este organismo y por los líderes de las operaciones que aseguran un mercado para las actividades que ellos dirigen.

Hasta ahora, los prestatarios de buena calidad han rechazado al mercado de Dinares de Kuwait por las siguientes razones:

- A). Las tasas de interés no tomaban en cuenta la calidad del prestatario.
- B). Los plazos han sido demasiado cortos.
- C). No existía mercado secundario.
- D). Los prestatarios que han acudido ya sea porque no podían encontrar otras fuentes, o que ya había agotado todas las otras disponibilidades.
- E). La colocación del préstamo se concentra siempre en el Medio Oriente a pesar de la presencia en los sin

dicatos de bancos extranjeros.

F). El temor de que el Dinar de Kuwait se revalúe.

Esta última razón ha sido uno de los mayores inconvenientes que han disuadido a los prestatarios de acudir al mercado de Dinares de Kuwait.

La política actual del Banco Central de Kuwait, -
 tiende a mantener la paridad del dinar en un promedio entre
 las monedas fuertes y las monedas débiles. Se fija cotidiana-
 mente el valor del dinar contra el US dólar en función a
 una canasta de monedas ponderadas de acuerdo a las cifras -
 de comercio exterior de la moneda de cada país.

III.9 MERCADO JAPONES

El acceso a este mercado en el pasado, había estado
 relativamente restringido para prestatarios extranjeros, -
 contrariamente a lo que está sucediendo en la actualidad, -
 que es uno de los mercados que mayor colocaciones ha tenido.
 Esto se debió indudablemente a los fuertes excedentes en su
 balanza de pagos.

Actualmente hay tres tipos de financiamiento que -
 pueden ser utilizados:

- A). Emisiones Públicas
- B). Euro Yenes
- C). Colocaciones Privadas.

Cualquiera de las tres son disponibles como fuentes
 de financiamiento para cualquier entidad o gobierno que quie

ra participar, pero, es importante señalar que solamente - pueden entrar una sola vez al año, a excepción de los organismos oficiales como el B.I.R.F. que han colocado emisiones hasta tres veces por año.

- A). Las emisiones públicas del mercado japonés son similares a las colocadas en el mercado norteamericano (Yankee Bonds).

Son para prestatarios extranjeros y se producen con una frecuencia mensual, aproximadamente, siendo conocidas como bonos Samurai. Estos tipos de instrumentos financieros son controlados en el Japón por las grandes casas de seguridad de Nomura Securities y otras, las cuales colocan bonos en pequeñas denominaciones. Estos instrumentos requieren de un prospecto y documentación subsidiaria en Japonés. Los plazos para este tipo de financiamiento fluctúan entre 10 y 15 años y las tasas de interés para 1979 fueron de 8.5% con comisiones de compromiso 2 o 2 1/4%. A su vez, los gastos totales son similares a los de una emisión de Eurodólares.

- B). Los Euro Yenes son un instrumento nuevo; su primera emisión fue en abril de 1977. Este se había caracterizado por ser un instrumento financiero demandado por organismos de carácter oficial como el Banco Mundial, B.I.D. y Bancos de Exportación e Importación, particularmente el Eximbank de Asia. A partir de diciembre de 1978, este instrumento se abre al Mercado Internacional de Capitales, como consecuencia de la internacionalización que quiere hacer el gobierno japonés de su moneda. Cabe señalar que tanto el Euro Yen como las Emisiones Públicas Japo-

neas, podrán alcanzar niveles tan importantes como el del Marco Alemán.

- C). El tercer instrumento del mercado japonés son las colocaciones privadas que son administradas por el Ministerio de Finanzas de Japón (FOB).

Este ha reflejado una menor actividad que el de las emisiones públicas, dado que éste es para los gobiernos o empresas tanto internas como externas que requieran montos no mayores de 10,000 millones de ¥ a plazos de 15 años y tasas de 7 1/4% con comisiones de 1/4%. Este instrumento será requisito para todas aquellas empresas o gobiernos que no hayan colocado Emisiones en este país, principalmente -- para dar mayor importancia a todo el mercado japonés.

Este, al igual que otros países siguen sistemas semejantes de "cola", lo que les permite cerrarse al mercado conforme se sucedan problemas en su balanza de pagos.

III.10 ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES, MULTILATERALES Y REGIONALES

México ha sido miembro del Banco Mundial (B.M.) y del Banco Interamericano de Desarrollo (B.I.D.) desde la creación de cada una de estas Instituciones, en 1948 la primera y en 1959 la segunda.

Tratándose de instituciones para apoyar el desarrollo de sus Países Miembros el financiamiento otorgado por B.I.D. y B.M., se destina a los requerimientos de divisas para proyectos específicos que coadyuven al desarrollo económico.

Este tipo de financiamiento ha sido muy útil para México. En una primera etapa, fue una importante fuente de financiamiento externo, cuando México tenía un acceso limitado a los mercados internacionales de capitales. Además, las condiciones de relativamente bajo costo financiero, amplios períodos de gracia y largos períodos de amortización han sido muy convenientes para reducir el costo promedio de la deuda externa del sector público mexicano y para mejorar el perfil de la misma.

Otras ventajas de la utilización de los créditos de Organismos Internacionales han sido el apoyo técnico para la preparación de proyectos y para la supervisión de su instrumentación.

No obstante, que se considera que el financiamiento obtenido de B.I.D. y B.M. por México ha sido ventajoso, especialmente en la época en que México tenía acceso a los recursos del Fondo de Operaciones Especiales del Banco Interamericano de Desarrollo, esta fuente de financiamiento ha absorbido una proporción relativamente pequeña de la deuda externa del país. Esto se debe a las limitaciones que existen para utilizar este tipo de recursos, tanto por lo que se refiere a la disponibilidad de proyectos elegibles para financiamiento por instituciones internacionales de crédito, como a las escasas disponibilidades de recursos con que cuentan estas instituciones. En efecto, el requisito de que se trate de proyectos de desarrollo económico, que no estén en proceso de ejecución y que cumplan con una serie de requisitos técnico-económicos, limita el número de proyectos que pueden someterse a la consideración del B.I.D. y B.M., para su financiamiento. Además, aún en el caso de proyectos elegibles, el financiamiento ha sido exclusivamente para los requerimientos de divisas del proyecto, limitando la participación del financiamiento de estos bancos a

aproximadamente 40% del costo estimado de inversión de los mismos.

Por otra parte, los Organismos Financieros Internacionales son distintos de la banca privada internacional, ya que sus fuentes de recursos se limitan a las aportaciones de capital que realicen los gobiernos de los países miembros y a la emisión de bonos en los mercados de capital. Consecuentemente, los recursos disponibles para que las Instituciones Internacionales de Crédito otorguen financiamiento a sus países miembros está limitada por los niveles establecidos de capital. Por un lado se encuentra el capital pagado, y por el otro, el capital exigible que sirve como garantía de las emisiones de bonos que estas instituciones hacen en los mercados de capital.

III.10.1 BANCO MUNDIAL

Dentro de los organismos multilaterales destaca el grupo de Banco Mundial que está compuesto por el BIRF (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento), C.F.I. (Corporación Financiera Internacional) y A.I.F. (Asociación Internacional de Fomento). El BIRF fue establecido con el propósito fundamental de cooperación para la reconstrucción y el desarrollo de los países miembros, facilitando la inversión de capital, primero, para la reconstrucción de las economías damnificadas por la guerra, y segundo, para el fomento económico de las zonas poco desarrolladas del globo, principalmente para proyectos de infraestructura económica.

El Banco fue establecido con el carácter de institución gubernamental, es decir, para realizar todas sus operaciones con los gobiernos de los países miembros, ya sea directamente a través de las agencias gubernamentales, exigiendo en este caso la garantía de los gobiernos.

El B.I.R.F. acude al Mercado Internacional de Capitales para fondearse y este mercado le proporciona en tres formas distintas recursos:

Primero, por la suscripción directa de emisiones de bonos del B.I.R.F. que se han caracterizado por su diversificación. El Banco ha obtenido empréstitos, en forma de emisiones públicas o colocaciones privadas, en la República Federal de Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, los Estados Unidos, Francia, Italia, Japón, Líbano, los Países Bajos, el Reino Unido, Suiza, Suecia y Yugoslavia, así como los países miembros de la OPEP. (Estos últimos poseen por sí solos una gran parte de los títulos emitidos por el Banco). Además, en otros países se ha facilitado la ampliación del mercado para estas emisiones, permitiendo su registro en las bolsas de valores.

Las obligaciones del Banco han recibido la clasificación (AAA) de los principales servicios de catalogación -- de bonos de los Estados Unidos. (Standard and Poor's Moody's) y se negocian en el mercado a precios y con rendimientos pa ralelos a los de las obligaciones de sociedades de máxima calidad.

Segundo, por la venta de los créditos otorgados por la institución, con o sin la garantía del B.I.R.F. No obstante, desde hace aproximadamente 25 años, las ventas se han realizado sin la garantía directa del Banco, lo que refleja la confianza en la calidad de los préstamos y en el progreso económico experimentado de los países miembros.

Finalmente, se encuentra la participación directa de terceros en los préstamos de B.I.R.F. en el momento de hacerlos.

Este procedimiento ha mostrado una tendencia reciente y se ha convertido en forma normal de las operaciones del Banco.

El primer crédito que concedió el Banco a México fue en enero de 1949, con un monto de US Dls. 24'100,000 y un cupón de 4 1/2% con un plazo de 20 años y con 4 de gracia para un proyecto de energía eléctrica y el último por US Dls. 325'000,000 el 15 de agosto de 1980 con un cupón de 7 1/2%, a un plazo de 17 años y con 5 de gracia que se canalizaría para el mantenimiento y mejoras de carreteras (Ver cuadro 6).

En su primera etapa, los créditos otorgados por el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento se obtenían a tasas de interés menores a las que México podría obtener en el Mercado Internacional de Capitales de tal manera que el costo financiero que los que pudiera obtener de otras fuentes de financiamiento externo. Asimismo, los períodos de amortización, que en los préstamos recibidos por México durante el período 1949-1955 era de 25 años, paulatinamente se han ido reduciendo quedando en la actualidad en 17 años.

A partir de 1975, la tasa de interés que cobre el B.I.R.F. se determina al promediar el costo efectivo de captación de recursos de los últimos cuatro trimestres, ponderando cada trimestre consecutivo en un 10, 20, 30 y 40%. La sobretasa o diferencia, es de 0.5% sobre ese costo. Así mismo, la tasa de cada nuevo préstamo se ajusta cada trimestre redondeándola al 0.125%.

Con la adopción de esta fórmula, se ha elevado sustancialmente el costo de los préstamos otorgados por el B.I.R.F. Adicionalmente existe una comisión de compromiso-

de 0.75% sobre saldos no desembolsados.

Por lo que se refiere a los plazos de vencimiento de los préstamos otorgados a México, se refleja una dimen - sión en los períodos de los préstamos entre 21 a 25 años - a partir de 76 los plazos se reducen entre 15 y 20 años. - (Ver cuadro 7).

Durante la última década, el B.I.R.F. ha diversifi- cado sus fuentes de fondos, pasando de los mercados de capi- tales en los Estados Unidos a otros mercados financieros -- tales como Frankfurt, Zurich y Tokio. Es en estos mercados donde se negocian las monedas con mayor tendencia revaluato- ria.

Los créditos que México recibe son otorgados en di- versas monedas, mismas en que el país debe amortizarlos, -- por lo que el riesgo cambiario se transfiere al prestatario. Las proporciones desembolsadas de monedas duras han venido aumentando en los últimos años; alcanzando un total de -- US Dls. 1,887.45 (Ver cuadro 8).

Lo que incide sustancialmente en el costo de los - créditos contratados con el Banco Mundial debido a que las- monedas "duras" se han apreciado respecto al dólar, entre - 1976 y 1979 en la siguiente proporción el marco alemán en - un 45.9%, el franco suizo un 63%, el yen un 57% y el florin holandés con un 37.6% (Ver cuadro 9).

La Corporación Financiera Internacional (C.F.I.), - que fue establecida en el año de 1956 como organización afi - liada del B.I.R.F., funciona con el exclusivo propósito de- estimular el crecimiento de las empresas privadas de sus -- países miembros. El origen de los recursos de la C.F.I. - son las acciones de capital suscrito por los países miem -

C U A D R O 7

PERIODOS*	HASTA 15 AÑOS	DE 16 A 20 AÑOS	DE 21 A 25 AÑOS	TOTAL
1949-60	4.5	16.3	79.2	100.0
1961-65	-	53.8	46.2	100.0
1966-70	-	94.2	5.8	100.0
1971-75	-	49.6	50.4	100.0
1976	-	68.3	31.7	100.0
1977	-	100.0	--	100.0
1978	10.1	89.9	--	100.0
1979	12.4	87.6	--	100.0
Acumulado	1.8	63.5	34.7	100.00

* Por última fecha de amortización, a partir de la firma - del contrato de crédito.

FUENTE: Dirección General de Crédito
Dirección de Financiamiento Externo

C U A D R O No. 8

(Cifras al 31 de diciembre de 1978)

DIVISAS	MONTO	EQUIVALENTE EN US. DLS.	PARTICIPACION %
FRANCOS SUIZOS	451.19	303.13	16.06
MARCOS ALEMANES	913.98	529.08	28.03
YENES JAPONESES	62,028.32	349.94	18.54
FLORINES HOLAN DESES	<u>72.80</u>	<u>61.35</u>	<u>3.25</u>
SUB TOTAL	-	1,243.48	65.88
OTRAS MONEDAS	-	92.31	4.89
US DOLARES	<u>551.66</u>	<u>551.66</u>	<u>29.23</u>
T O T A L		1,887.45	100.00

FUENTE: Dirección General de Crédito
Dirección de Financiamiento Externo

C U A D R O No. 9

	MARCOS ALEMANES	FRANCOS SUIZOS	YENES	FLORINES HOLANDESES
DICIEMBRE 1976	0.3815	0.3819	0.005278	0.3722
DICIEMBRE 1979	0.5534	0.6225	0.005176	0.5122
APRECIACIONES	45.1%	63.0%	57.9%	37.6%

83

FUENTE: Prontuario Analítico, Banco de México.

bros. Resulta importante resaltar que la C.F.I. puede obtener préstamos del B.I.R.F. para sus operaciones crediticias, hasta un monto equivalente a cuatro veces el capital suscrito.

El convenio constitutivo de la C.F.I. determina tres funciones principales: suministrar en capital de riesgo a empresas privadas productivas, promover el desarrollo de mercados de capital locales y estimular el movimiento internacional de capitales.

Puesto que el objetivo de la C.F.I. es completar el capital privado y nunca competir con él, cuenta con que otros inversionistas proporcionarán la mayor parte posible de capital necesario para un proyecto determinado, lo que se da a llamar un cofinanciamiento con fuentes privadas de fondos, o sea el proporcionado directamente por bancos comerciales, compañías de seguros y otras instituciones de los mercados de capital fuera del país prestatario.

La C.F.I. asume cierta responsabilidad administrativa con respecto al préstamo privado, como el de prestar asistencia para su desembolso y actuar como conductor para los pagos de servicios por parte del prestatario. Además, incluye a su propio convenio un préstamo, una cláusula recíproca en caso de incumplimiento que permite suspender los desembolsos o de acelerar el reembolso de sus préstamos si por alguna causa (por ejemplo el incumplimiento de los pagos de servicio), los bancos privados suspenden o aceleran sus préstamos.

Al utilizar este tipo de financiamiento, se ha logrado ampliar sus programas para los países en desarrollo pese a la limitación de recursos, y la estrategia de estimular el desarrollo de los sectores productivos y sociales.

Así, no se ha visto forzada a renunciar a su importante función de desarrollo institucional en los sectores más tradicionales de la infraestructura.

Los fondos que proporciona la C.F.I., pueden emplearse tanto para cubrir gastos de divisas como en moneda local para la adquisición de activos fijos o para satisfacer las necesidades de capital de trabajo. Estos no están condicionados a la compra de equipo específico en su utilización - por un país determinado.

La amortización de los préstamos suele efectuarse - en forma de pagos semestrales a partir de un período de gracia convenido y existe una comisión de compromiso del 1% sobre la parte no dispuesta del crédito, y el tipo de interés varía de acuerdo a las características de la operación.

El total de US Dls. 1,505.0 millones de créditos - otorgados por la C.F.I. desde la creación (1956-1977), se han distribuido de la siguiente manera:

582.0 millones (39.0%) se han invertido en América-Latina y en el Caribe; 382.0 (25.0%) en Asia; en Europa, -- 329.0 millones (22.0%) 147.0 millones (10.0%) en Africa y - el resto 65.0 millones (4.0%) en el Medio Oriente.

La Asociación Internacional de Fomento (A.I.F.) la otra filial del B.I.R.F., estableció en 1960, teniendo como principal objetivo el de contribuir a financiar el desarrollo económico de los países en desarrollo cuya capacidad de crédito es mínima. (En general sólo los países en desarrollo más pobres, con un producto nacional bruto per cápita - anual de US Dls. 550.0 como máximo, pueden recibir créditos de la A.I.F.)

Este organismo, al igual que todos los del Grupo - Banco Mundial se fondea con recursos del Mercado Internacional de Capitales.

México nunca ha recibido financiamiento por parte - de la A.I.F., debido principalmente al criterio que aplica la Agencia para otorgamiento de fondos. Esto se concede - fundamentalmente a países con un nivel sumamente bajo de desarrollo y que no están en posición de ser sujetos de crédito de instituciones como el propio Banco Mundial, situación que no es compatible en el caso de México.

Estas tres instituciones (B.I.R.F., C.F.I y A.I.F.), forman el llamado grupo del Banco Mundial, cuya función -- principal es suministrar financiamientos para proyectos destinados a estimular el crecimiento económico de los países - con los que operan.

El financiamiento otorgado a México por el Banco Mundial, asciende a US Dls. 2,684.1 millones hasta el 30 de - septiembre de 1980 (Ver cuadro 10).

México ha sido uno de los más importantes prestatarios del Banco Mundial desde su inicio de operaciones. El Banco había canalizado 7.24% del total de sus préstamos - otorgados a América Latina, ésta llegaba a 23% del total.

III.10.2 BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO

El Banco Interamericano de Desarrollo (B.I.D.), fue creado en abril de 1959, con el objeto de contribuir a acelerar el proceso de desarrollo económico individual y colectivo de los países miembros.

1.- PRESTAMOS DIRECTOS A NACIONAL FINANCIERA, S. A.
2.- PRESTAMOS A OTROS ORGANISMOS (CON LA CONCORDANCIA DE LA FINECA).
3.- PRESTAMOS DIRECTOS A OTROS ORGANISMOS (CON LA CONCORDANCIA DE LA FINECA).
4.- PRESTAMOS DIRECTOS A NACIONAL FINANCIERA, S. A. (Expresado en U.S.Dóla.)

Table with columns: No. de Proyecto, Organismo, Descripción, Monto de la Línea, Cancelaciones, Monto Estructurado, Saldo por Pagar, Amortización, Utilización, Importación, Inversión, y Fecha Límite. Includes a sub-section 'A.- IN PERIODO DE PAGO'.

B.- EN PERIODO DE PAGO

Table with columns: No. de Proyecto, Organismo, Descripción, Monto de la Línea, Cancelaciones, Monto Estructurado, Saldo por Pagar, Amortización, Utilización, Importación, Inversión, y Fecha Límite.

C.- EN PERIODO DE PAGO

Table with columns: No. de Proyecto, Organismo, Descripción, Monto de la Línea, Cancelaciones, Monto Estructurado, Saldo por Pagar, Amortización, Utilización, Importación, Inversión, y Fecha Límite.

El Banco demostró en cortos años capacidad y eficiencia en los usos de sus recursos, características que le abrieron las puertas para poder flotar empréstitos en los Mercados Internacionales de Capitales a base de la emisión de bonos, fueron colocados exclusivamente en el mercado nor-teamericano y merecieron ser registrados también en una categoría de (AAA) calificación que se ha mantenido inalterablemente en los años sucesivos, lo que obviamente, ha influido para que mercados europeos y japoneses se abran a la colocación de los bonos del B.I.D., lo que le permite financiar, dentro de su capital ordinario, programas y proyectos de envergadura.

Las operaciones de México con el Banco Interamericana no de Desarrollo se iniciaron a partir de 1961, en que el Banco comenzó sus operaciones. Los préstamos del B.I.D. a México se han orientado principalmente al Sector Agropecuario y a la realización de obras de infraestructura para apoyar el desarrollo del país. A partir de 1980, los créditos del B.I.D. deberán favorecer explícitamente por lo menos en un 50%, a la población de bajos ingresos, por lo que los proyectos en general tendrán un mayor beneficio social.

Las operaciones del B.I.D. con México han contribuído a complementar el desarrollo económico del país, aunque representa solamente el 4% del total del financiamiento externo del sector público, al 31 de diciembre de 1978.

Sin embargo, el notable incremento de los requerimientos de México en los últimos años, ha aumentado consecuentemente el saldo total de la deuda pública externa. El saldo de esta última se incrementó 623% de diciembre de 1970 a diciembre de 1979, al pasar de 3,259.2 a 28,315.0 millones de dólares en tanto que los créditos totales otor-

gados por el B.I.D. lo hicieron aproximadamente 120% (Ver cuadro 11).

Es observable que la participación del B.I.D. en el financiamiento del país sigue en tendencia de alza, su participación relativa es decreciente. Entre otras razones, esto se debe al prestigio de México en los Mercados Internacionales de Capitales, lo cual le permite satisfacer ampliamente sus necesidades de financiamiento.

Por lo que se refiere a las aportaciones totales de México, al capital del B.I.D., estas suman US\$ \$1,097.5 millones, constituida por US \$979.1 millones de capital exigible y US\$300.4 millones en efectivo, de los cuales ----- US \$ 67.8 millones son en divisas y US \$ 232.6 millones en moneda nacional.

Con excepción hecha de Brasil, México es el país que más recursos ha utilizado del Banco Interamericano de Desarrollo. Hasta 1979, México había recibido créditos del B.I.D. por 1,915.7 millones de dólares, absorbiendo el -- 13.62% del total de créditos otorgados por esta institución (Ver cuadro 12).

Hasta 1970, las condiciones de contratación de los créditos se habían caracterizado por sus condiciones favorables, en el período 1961-65, la mayoría de los créditos autorizados, el 61.6% se contrató a tasas de 4 a 6%. En el período 1966-70, el 69.6% reportó tasas de 3 a 7.99%, en tanto que de 1970 a 1979, la mayor parte de ellos fue contratada a tasas entre el 8 y el 8.35% (Ver cuadro 13). La tendencia a la elevación de tasas de interés es causada por la misma situación de los Mercados Financieros Internacionales.

PARTICIPACION DE LOS CREDITOS OTORGADOS POR EL B.I.D.
 EN LA DEUDA PUBLICA EXTERNA DE
 MEXICO

-cifras en millones de dólares-

	Saldos de la deuda pública externa de México a plazo ma- yor de un año.	CREDITOS Desembolsos	BID CON Amortizaciones	MEXICO Saldos	Participación Relativa
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
1962	1,126.6	4.3	-	4.3	0.4
1963	1,315.4	13.2	-	17.5	1.3
1964	1,724.5	14.4	0.7	31.2	1.8
1965	1,808.4	15.3	0.6	43.9	2.4
1966	1,886.9	20.6	2.3	62.2	3.3
1967	2,176.1	26.9	5.4	83.7	3.9
1968	2,482.9	33.3	7.5	109.5	4.4
1969	2,943.3	66.0	9.2	166.3	5.7
1970	3,259.2	79.5	11.1	234.7	7.2
1971	3,564.8	63.7	15.4	183.0	7.9
1972	3,986.4	95.0	18.9	360.0	9.0
1973	5,594.3	116.8	19.3	457.5	8.2
1974	8,159.8	108.9	21.2	545.2	6.7
1975	11,895.2	110.6	25.3	630.5	5.3
1976	15,923.4	146.2	32.3	744.4	4.7
1977	23,600.0	193.5	44.1	893.8	4.4
1978	25,027.7	139.6	50.6	997.1	4.0
1979	28,315.0	157.4	60.8	1330.1	4.7

CUADRO 12

PRESTAMOS DE B.I.D. 1961 1979

-millones de dólares-

PAIS	MONTO	%
Argentina	\$ 1,599.3	11.42
Barbados	33.7	0.24
Bolivia	600.2	4.29
Brasil	2,911.3	20.81
Colombia	1,114.3	7.49
Costa Rica	307.0	2.84
Chile	631.1	4.51
Ecuador	549.6	3.93
El Salvador	308.7	2.21
Guatemala	384.7	2.75
Guayana	71.5	0.51
Haití	150.9	1.08
Honduras	411.2	2.94
Jamaica	119.2	0.85
México	1,915.7	13.62
Nicaragua	245.3	1.75
Panamá	324.4	2.32
Paraguay	277.5	1.78
Perú	497.7	3.56
República Dominicana	305.7	2.19
Trinidad Tobago	23.4	0.17
Uruguay	218.4	1.56
Venezuela	324.8	2.32
Regional	582.7	4.17

FUENTE: Informe Anual Banco Interamericano de Desarrollo.

C U A D R O No. 13

TASAS DE INTERES

AÑOS	3	4-5.99	6-7.99	8-8.99	Total
1961-65	17.0	61.6			100%
1966-70	25.5	21.6	24.8	30.1	100%
1971-75	28.3	3.7	0.7	67.3	100%
1967-79	-	-	-	-100.0	100%

FUENTE: Dirección General de Crédito Dirección de Financiamiento Externo.

En cuanto a tasas, es necesario añadir la comisión-de compromiso del 1.25% sobre saldos no desembolsados como-costo financiero adicional.

El B.I.D. cuenta con tres ventanillas para financiar aquellos proyectos específicos que tienen su apoyo y cuyo - cumplimiento al pie de la letra es exigido. Al otorgar fi- nanciamiento no se miden necesariamente consideraciones más generales sobre la política económica del gobierno deudor.

Las tres ventanillas del B.I.D. son: su Capital Or- dinario integrado por suscripciones de los países miembros, concediendo préstamos de confiable recuperación a empresas- privadas y agencias gubernamentales, que principalmente son canalizadas prioritariamente, con el desarrollo agrícola y- el industrial. Es tan alta la prioridad de estos dos ren- glones que juntos absorben más del 50% de esta ventanilla.

Estos créditos tienen por lo general un plazo mayor de vencimiento que fluctúa entre 5 y 25 años, incluyendo el período de gracia. Las tasas de interés son de aproximada- mente el 8% anual.

El Fondo de Operaciones Especiales (F.O.E.). La se- gunda ventanilla del B.I.D., está integrada igualmente por- contribuciones de sus miembros, pero cuyos créditos se suje- tan a condiciones un poco más flexibles, son créditos blan- dos de gran interés para aquellos países con limitada capa- cidad de pago de divisas.

Ya que pueden ser reembolsados en monedas locales - con la excepción de los préstamos a los gobiernos miembros, se estipula la condición de mantener el valor de las obliga- ciones al tipo de cambio de la fecha de operación. La tasa de interés oscila entre el 3 y 4% anual y los plazos de ven-

cimiento son entre 15 y 25 años.

El Fondo de Operaciones Especiales a diferencia de la ventanilla anterior, dedica más del 70% al financiamiento de obras de infraestructura fundamentalmente obras de riego y transporte.

Los préstamos de esta ventanilla F.O.E., se hacen en condiciones y términos que permiten hacer frente a circunstancias que se presenten en determinados países o proyectos. Estos préstamos ordinarios se conceden para proyectos que no son directamente productivos o para financiar proyectos de infraestructura social. Este fondo tiene como principal función el de contribuir a acelerar el proceso de desarrollo económico y social individual y colectivo de los países miembros regionales en vías de desarrollo.

México determinó voluntariamente no solicitar créditos en divisas en términos concesionarios del F.O.E. durante el período 1977-82, esto ha repercutido en la cartera global de crédito provenientes del B.I.D. que encarece las tasas de interés.

La tercera ventanilla del Banco la constituye el fondo de proyectos sociales cuyos recursos ascienden a US \$ 547.1 millones y provienen exclusivamente del gobierno de los Estados Unidos. Están sujetos a condiciones más flexibles, pudiendo inclusive su reembolso efectuarse en moneda nacional, por lo que en última instancia, constituye una fuente de crédito llamada blanda. Este tipo de créditos que presta son canalizados principalmente al desarrollo social, es decir, relacionados con la vivienda, agua potable y educación avanzada.

Existen otros fondos del B.I.D. de reciente creación, en los cuales México ha participado, como son Fondo Canadiense y el Venezolano, que son canalizados principalmente para estudios de preinversión.

Fondo Canadiense: antes de que Canadá ingresara al B.I.D. como miembro, estableció fideicomisos con el Banco para que éste pudiera hacer préstamos en moneda canadiense y sin interés, destinados a estudios y proyectos de índole social que beneficiaran a los estratos sociales de más bajos recursos, la única condición que impuso el fideicomitente fue la de que las adquisiciones que deben efectuarse con recursos de los préstamos sean realizadas forzosamente en Canadá.

Fondo Venezolano: el B.I.D. negoció un contrato de fideicomiso que fue firmado en febrero de 1975, la parte primordial de éste fue el de dotar al Banco de una herramienta que le permitiera realizar actividades en apoyo de los países miembros menos desarrollados.

Este Fondo Venezolano de fideicomiso viene a ampliar la esfera de acción del Banco, haciendo énfasis en respaldar los proyectos de integración y aquellos que están dirigidos al aprovechamiento de los recursos naturales no renovables de los países de menor desarrollo relativo o de mercado limitado.

III.10.5 INSTITUCIONES DE CARACTER BILATERAL

Dentro de la diversidad que existe en los Financiamientos de ayuda o cooperación para el desarrollo, encontramos una modalidad que es el "Crédito Bilateral o Financiamiento Externo Oficial". Tal modalidad, es principalmente-

para el fomento del comercio internacional entre los países desarrollados y países en proceso de desarrollo, donde el contrato que se realiza es de carácter oficial, esto es, bajo el auspicio de los gobiernos en cuestión.

Dada la importancia tan significativa se ha venido a representar este tipo de créditos por parte de los países industrializados hacia las economías subdesarrolladas, se le ha considerado como una fuente importante de recursos para tratar de solventar o equilibrar la relación comercial entre ambas economías.

Podemos situar el inicio de este tipo de financiamiento, al término de la Segunda Guerra Mundial, donde los Estados Unidos se erigieron como su iniciador, debido al fuerte flujo de dólares que prestó a naciones de Europa y Asia, por un total de cinco mil millones de dólares (operación denominada "Plan Marshall", en 1948), que cubrieron compras en los E.U.A. de mercancías y equipos y que a su vez sirvieron de factor restablecedor de las economías de dichos países.

Los objetivos que persigue el crédito bilateral se pueden observar desde dos ángulos: el primero, donde el país receptor lo requiere para complementar el ahorro interno, a fin de mantener un nivel intermedio de consumo nacional que le permitan al país cumplir con sus metas de desarrollo económico.

El segundo, que se refiere al país otorgante, el cual concede los créditos por la razón de que son buen negocio, en el sentido de que la rentabilidad objetiva de esos recursos del exterior es mayor que aquella que pueden obtener en sus respectivos países. Otra razón más importante -

que la anterior, tanto política como económica, es el incremento de las exportaciones, asegurando mercados ya que cuentan con sectores exportadores muy bien definidos, lo que constituye un elemento solvente en las balanzas de pagos de estos países. Además que fomenta la expansión económica interna al tener asegurada una demanda de los bienes y servicios que producen estos países.

Es importante señalar, que cuando un país solicita un financiamiento bilateral, está consciente de que el crédito que recibirá será utilizado única y exclusivamente en la compra de bienes y servicios del mismo origen del país que otorga dicho financiamiento.

Los créditos bilaterales otorgados han sido hasta la fecha utilizados principalmente para financiar los programas de inversión del sector público. La importancia de los créditos varían considerablemente de un país a otro, desde un 5% del total del presupuesto público en los países más desarrollados, hasta más del 55% del presupuesto fiscal en los países menos desarrollados, donde la escasez de ahorro doméstico es mayor. Es decir, la importancia del financiamiento externo oficial y la asistencia técnica que va implícita, tiene diversas formas y grados en cada país y ello dependiendo básicamente del nivel de desarrollo relativo del país receptor.

En un contexto amplio podemos señalar que la producción nacional, más el exceso de importaciones sobre exportaciones, representa la disponibilidad de recursos reales con los que cuenta un país para su distribución y asignación de diferentes usos alternativos.

Siendo el financiamiento externo oficial, uno de los instrumentos que permite importar más de lo que se ex -

porta, éste debe insertarse dentro de la estrategia del programa de desarrollo que adopte el país receptor de este financiamiento. Las metas del programa normalmente se refieren al nivel, composición y distribución del consumo y de la inversión; el programa debe ser consistente y realista en el sentido de las metas de consumo e inversión que en cualquier momento no sobrepasen el monto de recursos reales disponibles en el país en el período correspondiente.

Desde el punto de vista del sector público del país receptor, el crédito externo le permite alcanzar determinadas metas de desarrollo que no hubiera podido lograr en su ausencia. Alternativamente puede considerarse que el financiamiento bilateral es un instrumento que permite en un momento determinado, captar para sí recursos reales que de otra manera hubiera podido obtener de su mayor o más eficiente esfuerzo interno, si es que sus metas de gastos fueran flexibles frente a una mayor o menor disponibilidad de recursos externos.

En consecuencia, el financiamiento oficial es en esencia un instrumento que brinda al país otorgante mayores oportunidades para decidir sobre el nivel y la calidad de vida, que desea darle a su pueblo en el presente y en el futuro; es un complemento a la disponibilidad real de recursos, más bien, que un complemento al ahorro nacional.

De aquí que el beneficio que el país recibe del financiamiento bilateral, depende de las actividades que el país puede realizar con él; en comparación con lo que hubiera podido realizar en su ausencia. El monto de los recursos reales recibidos dependerá fundamentalmente del valor social de la moneda extranjera que se transfiere libre de amarras y del valor social en que el país receptor de

los bienes que se adquieren con el crédito atado.

Por otro lado, la política de ayuda económica que realizó E.U.A. y que fue sumamente benéfica, fue adoptada por varios países desarrollados, que implementaron la creación de organismos oficiales de crédito para fomentar su comercio exterior y equilibrar su cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, en la actualidad tenemos entre otros, el Banco de Exportación e Importación de los Estados Unidos; la Export Development Corporation del Canadá; el Kreditanstalt für Wiederaufbau de Alemania Federal; el Banque Française de Commerce Extérieur de Francia; el Suomen Vienteluoitto Oy Finland Export Kredit, A.B. de Finlandia, o el Banco Exportación e Importación de Japón.

Para los países de América Latina, el tipo de financiamiento externo oficial, ha representado una importante fuente de recursos, principalmente de los E.U.A. Este país cuenta con tres instituciones especializadas en este tipo de financiamiento: la Reserva Federal del Tesoro de los E.U.A.; la Agencia Internacional de Desarrollo y el Banco de Exportación e Importación de los E.U.A.

La participación de México en esta modalidad de financiamiento, se puede considerar como mínima ya que del total de su deuda pública externa, el crédito bilateral ocupa apenas un 6% y de este total, un 59.3% pertenece a créditos contratados con el Eximbank de los Estados Unidos de Norteamérica, y el resto corresponde a financiamiento que nos han otorgado diferentes instituciones oficiales de crédito de diversos países industrializados.

C A P I T U L O I V

LA POLITICA DE ENDEUDAMIENTO EN MEXICO

ANALISIS CRITICO

LA POLITICA DE ENDEUDAMIENTO EN MEXICO
ANALISIS CRITICO

IV.1 ESTRUCTURA FINANCIERA

De hecho el desarrollo económico del país se ha sustentado, en gran medida en el crecimiento continuo de la deuda externa. Las deficiencias del aparato productivo nacional, la escasez estructural de divisas y la mejor imagen crediticia, aunadas a la expansión de los recursos financieros internacionales, han determinado un crecimiento económico impulsado por incrementos sustanciales en la utilización del financiamiento externo.

En relación al endeudamiento público, su proceso acumulativo se ha originado parcialmente por el lado de los ingresos, en una administración y estructura tributaria deficientes, así como en una política poco flexible de ajuste de precios de los bienes y servicios públicos; y por el lado de los egresos, en algunas ineficiencias en el ejercicio del gasto corriente, a la vez que por programas de inversión pública de magnitud y ritmo de crecimiento favorable a algunos de los sectores económicos (seguridad social y los que se crean por la necesidad de proteger el empleo) pero -

la mayoría no son autogeneradores de divisas. Este endeudamiento externo del sector público que genera obligaciones financieras las cuales llegan a niveles altos pueden limitar y condicionar el futuro desarrollo económico del país. (Es por eso que dentro de los propósitos fundamentales de la ley de Deuda Pública promulgada al inicio de 1977, se establece la necesidad de optimizar el uso de los recursos financieros captados por el sector público, así como mantener el servicio de la deuda dentro de la capacidad de pago del sector público y del país en su conjunto).

Por otro lado, el flujo de divisas que recibe el país procedente de endeudamiento externo del sector público, constituye un importante compensador del desequilibrio de la cuenta corriente que en los últimos 20 años se ha registrado en la balanza de pagos de México. Este flujo ha permitido incrementar el volumen de importaciones de bienes de capital y de insumos que requiere el proceso de industrialización del país. (Esto se da porque las importaciones de bienes de capital se han convertido en el procedimiento más cómodo para sostener el ritmo de industrialización y mantener la tasa de crecimiento). Como contrapartida, la generación interna de divisas a cargo de sectores tradicionales, ha resultado insuficiente para reducir la brecha de recursos externos o al menos mantener el endeudamiento a niveles manejables.

Los problemas de carácter estructural financiero mencionados, se agudizaron a partir de 1973, cuando la economía del país quedó enmarcada dentro del proceso de inflación-recesión que caracterizó a la economía mundial y los mercados financieros externos se vieron restringidos por la crisis del sistema monetario internacional. De esta manera, el endeudamiento externo dejó de ser un expediente de ajust-

te para convertirse en un factor de estrangulamiento de desarrollo económico nacional.

Planteados estos antecedentes, resulta explicable - porque la escasez de recursos financieros externos de los últimos años ha constituido una de las limitantes de mayor importancia para la expansión y reorientación de la estructura productiva del país. La alimentación del déficit del sector externo, gestado a lo largo de varias décadas de crecimiento con estabilidad cambiaria, ha impuesto severas - restricciones a la capacidad del Estado para movilizar los recursos internos.

La mayor importancia que en años recientes se ha - concedido al fomento de la producción de artículos exportables y al impulso de políticas que faciliten en diversos - sentidos las ventas al exterior, no ha bastado para contrarrestar el problema que crónicamente arrastra el sector ex - terno de México. La Balanza de Pagos en los últimos diez - años ha mostrado una tendencia de comportamiento muy simi - lar a la de los años anteriores (Ver cuadros 14 y 15). El - déficit en cuenta corriente ha mantenido su tendencia de au - mento excepto en 1971 y 1972, en que el debilitamiento de - la actividad económica general redujo drásticamente la de - manda de importaciones. En los años siguientes, la recupe - ración de la actividad económica interna condujo a déficits sumamente elevados, sobre todo en 1975 y 1976 que fueron cu - biertos a base de un mayor endeudamiento con el exterior. - En efecto, las corrientes de capital tanto a corto como a - largo plazo, no sólo cubrieron el déficit de la cuenta co - rriente, sino también permitieron un incremento de las re - servas del Banco de México en cada uno de los años menciona - dos. Lo anterior confirma que el problema del sector exter

MEXICO BALANZA DE PAGOS 1976 - 1979
(millones de dólares)

CONCEPTO	UNIDAD DE MEDIDA	1976	1977	1978	1979
BALANZA DE PAGOS 1/					
1. CUENTA CORRIENTE	Mill. Dlls.	-3 068.6	-1 623.1	-2 342.3	-4 246.5
1.1 Ingresos	"	7 371.1	8 404.1	11 925.7	16 403.4
- Exportación de mercancías	"	3 315.8	4 418.4	6 217.3	8 913.3
- Servicios por Trans <u>formación</u>	"	535.7	524.7	714.3	1 027.2
- Oro y plata no mon <u>etarios</u>	"	160.3	185.9	243.0	509.7
- Transportes diversos	"	176.6	199.5	251.3	322.4
- Turismo	"	835.6	866.5	1 121.0	1 429.1
- Transacciones Fronte <u>rizas</u>	"	1 637.1	1 506.3	2 363.5	2 981.8
- Ingresos provenien <u>tes de inmersiones</u>	"	122.7	168.6	246.6	333.3
- Otros servicios	"	414.4	344.8	543.0	640.1
- Transferencias	"	172.7	189.4	255.6	246.7
1.2 EGRESOS (-)	"	10 439.7	10 027.3	14 268.0	20 649.9
- Importación de mercan <u>cías</u>	"	6 029.6	5 889.8	8 143.7	12 097.2
- Oro no monetario	"	41.7	30.9	73.9	157.5
- Transportes diversos	"	202.4	191.8	357.8	512.9
- Turismo	"	423.1	396.0	519.0	692.3
- Transacciones Fronte <u>rizas</u>	"	1 192.7	786.4	1 751.5	2 516.0
- Egresos Relacionados con inversiones	"	2 001.5	2 151.3	2 773.9	3 881.2
- Utilidades remitidas por empresas con participación extranjera	"	327.6	171.8	215.5	280.1
- Intereses por financiamientos al sector público	"	1 266.0	1 542.3	2 023.1	2 894.4
- Otros intereses	"	407.9	437.2	535.5	706.7
- Otros servicios	"	530.4	560.1	620.5	763.4
- Transferencias	"	16.7	20.9	27.7	28.7
2. CUENTA DE CAPITAL (NETO)	"	5 202.0	2 228.6	4 223.8	4 554.7
2.1 Capital a largo plazo (neto)	"	4 650.9	4 379.3	4 357.5	4 094.9
- Sector público (neto)	"	4 215.5	3 872.4	4 063.2	3 146.7

- Disposiciones de créditos y colocaciones de bonos	"	5 417.9	6 232.3	8 343.3	10 415.0
- Amortizaciones de créditos y bonos	"	-1 155.4	-2 295.0	-4 264.3	-7 285.9
- Créditos concedidos al exterior (neto)	"	-47.1	-64.9	-15.8	17.6
- Sector Privado (neto)	"	435.5	506.9	294.3	948.2
- Inversiones extranjeras directas	"	299.1	327.3	293.6	408.0
- Compra de empresas extranjeras	"	-12.0	-1.0	-25.5	-48.4
- Pasivos con el exterior (neto)	"	201.9	211.5	24.7	647.6
- Empresas con participación extranjera (neto)	"	291.0	213.5	-8.8	600.9
- Otras empresas (neto)	"	-89.2	-1.9	33.5	46.7
- Operación con valores (neto)	"	-53.5	-30.9	1.5	-59.0
2.2 Capital a corto plazo (neto)	"	551.0	-2 150.7	-1 133.7	459.7
- Pasivo	"	1 252.6	-1 273.1	-670.9	1 204.6
- Sector Público (neto)	"	878.0	-949.7	-1 489.4	205.5
- Sector Privado (neto)	"	374.6	323.4	818.5	999.1
- Activos (neto)	"	-701.6	-877.6	-462.8	-744.9
3. DERECHOS ESPECIALES DE GIRO	"				70.0
4. ERRORES Y OMISSIONES	"	-2 454.2	-101.2	-659.0	-89.3
5. VARIACION DE LA RESERVA DEL BANCO DE MEXICO, S.A. (Suma de 1, 2, 3, y 4) 1/	"	-320.9	504.2	222.5	288.9

1/ El decimal de las cifras puede no sumar el total, debido al redondeo.

(-) El signo negativo significa egreso de divisas.

FUENTE: Cuarto Informe Presidencial, Anexo Estadístico Histórico.

C U A D R O 14
MEXICO BALANZA DE PAGOS 1970-1975
(millones de dólares)

CONCEPTO	UNIDAD DE MEDIDA	PERIODO ANUAL					
		1970	1971	1972	1973	1974	1975
BALANZA DE PAGOS DE MEXICO 1/ 2/							
1. Balanza de Mercan- cías y servicios	Mill.Dls.	-945.9	-726.4	-761.5	-1 175.4	-2 558.1	-3 592.9
1.1 Exportación de mer- cancías y servicios	"	2 933.1	3 167.1	3 800.6	4 828.4	6 342.5	6 305.4
- Exportación de mer- cancías	"	1 281.3	1 363.4	1 665.3	2 070.5	2 850.0	2 861.0
- Producción de oro-- y plata 3/	"	66.4	46.9	51.1	69.8	148.9	145.7
- Turismo	"	415.0	461.0	562.6	724.2	842.0	800.1
- Pasajes Internacio- nales	"	39.3	47.3	59.5	63.4	78.1	88.7
- Transacciones Fron- terizas	"	878.9	966.9	1 057.0	1 207.7	1 372.9	1 541.6
- Servicios por Trans- formación	"	80.9	101.9	164.7	277.6	443.5	454.4
- Otros conceptos	"	171.3	179.7	240.4	415.2	607.1	413.8
1.2 Importaciones de -- mercancías y servi- cios (-)	"	3 879.0	3 893.5	4 562.1	6 003.8	8 900.6	9 998.4
- Importación de mer- cancías	"	2 326.8	2 254.0	2 717.9	3 813.4	6 056.7	6 580.2
- Turismo	"	169.7	172.2	220.4	258.0	334.8	399.4
- Pasajes internacio- nales	"	53.9	54.3	65.7	72.6	96.8	134.1
- Transacciones fron- terizas	"	585.0	612.5	649.3	695.0	819.2	957.7
- Remesas al exterior de empresas con in- versión extranjera- directa	"	357.5	383.0	451.5	528.4	633.7	632.6
- Intereses sobre deu- das oficiales	"	229.2	236.8	261.8	378.5	588.5	850.9
- Nafinsa y otros	"	210.6	219.3	241.5	357.6	560.3	752.3
- Gubernamental	"	18.6	17.5	20.3	20.9	28.3	98.6
- Otros Conceptos 2/	"	498.7	217.7	233.5	-378.4	- 135.8	-460.0

2.	ERRORES Y OMISSIONES (NETO)		498.7	217.7	233.5	-378.4	-135.8	-460.0
3.	CAPITAL A LARGO PLAZO (NETO)	"	503.9	669.1	735.5	1 676.1	2 730.8	4 318.0
3.1	Inversiones extranje- ras directas	"	200.7	196.1	189.8	286.9	362.2	295.0
3.2	Compras de empresas - extranjeras	"	0.0	0.0	-10.0	-22.2	-2.1	-35.9
3.3	Operación con Valores	"	-7.2	52.0	6.2	-10.3	-59.8	65.0
3.4	Créditos del exterior (neto)	"	324.2	450.6	546.0	1 370.7	1 999.2	3 532.9
-	Sector Público (neto)	"	263.1	286.4	359.7	1 046.6	1 672.9	3 053.8
-	Disposiciones	"	799.0	742.2	864.2	1 891.9	2 233.9	3 859.4
-	Amortizaciones	"	-535.9	-455.8	-504.5	-845.3	-561.0	-805.6
-	Sector Privado (neto)	"	61.1	164.2	186.3	324.1	326.3	479.1
-	Empresas con I.E.D. (neto)	"	41.7	168.0	179.4	196.4	196.5	404.1
-	Otras Empresas (neto) 2/	"	19.4	-3.8	6.9	127.7	129.8	75.1
3.5	Deuda gubernamental (neto)	"	-2.3	-28.9	37.8	69.9	470.9	456.1
3.6	Créditos al exterior (neto)	"	-11.5	-0.7	-16.3	-18.9	-39.5	4.9
4.	DERECHOS ESPECIALES DE GIRO	"	45.4	39.6	39.2	0.0	0.0	0.0
5.	VARIACION DE LA RE- SERVA DEL BANCO DE MEXICO, S.A. (suma de 1, 2, 3, y 4) 5/	"	102.1	200.0	264.7	122.3	36.9	165.1

FUENTE: Cuarto Informe Anual Presidencial, Anexo Estadístico Histórico

1/ A partir de 1976, las cifras fueron elaboradas bajo una clasificación conceptual diferente por lo que se consignan por separado.

2/ Incluye la importación de oro destinado al uso industrial.

no a largo plazo se manifiesta principalmente en un endeudamiento creciente con el exterior.

El aprovechamiento racional de las divisas, como fuente de recursos económicos fundamental, es impostergable, ya que permiten adquirir en el exterior aquellos bienes y servicios que hasta ahora el país no ha estado en posibilidades de producir y que resultan imprescindibles para elevar el ritmo de desarrollo. Ello reviste especial importancia en el corto y mediano plazo, dado que la recuperación de la actividad económica traerá consigo un significativo aumento de las importaciones, y que las condiciones previstas en los mercados internacionales, excepción hecha del petróleo, no son lo suficientemente alentadoras a corto plazo.

Conviene señalar que ante una abundancia de divisas previstas para el período de consolidación económica (1978-1982)^{21/}, que servirá para adquirir los bienes y servicios de origen externo que requerirá la expansión del aparato productivo nacional, su uso deberá racionalizarse, para asegurar que los beneficios implícitos de la adecuada explotación de los recursos nacionales se irradien a todos los sectores económicos y sociales a través de una acertada selección de proyectos, sobre todo de aquellos cuyo impacto se acuse en el corto plazo.

La correcta administración de divisas que se generen por las ventas al exterior del energético y sus derivados, deberán permitir el fortalecimiento del Estado, protegiendo, aprovechando racionalmente y aumentando los ingresos. Por lo que toca a la estrategia interna de asignación de excedentes generados, éstos se deberán dedicar a las prioridades nacionales. Tomando en cuenta la magnitud de las necesidades sociales, el sector público continuará ejer

^{21/} Plan Nacional de Desarrollo Industrial 1979-1982.

un endeuda

as, como -
postergable,
s bienes y -
n posibili -
para ele -
al importan
uperación -
ificativo -
nes previs -
echa del pe
corto plazo.

a de divisas
ómica (1978 -
y servicios -
aparato -
se, para ase
ada explota -
odos los sec
ctada selec -
impacto se -

ue se gene -
sus deriva -
tado, prote -
los ingre -
asignación -
dicar a las -
magnitud de -
tinuará ejer

0-1982.

recursos para importar bienes -
pasivos contraídos con el exte -
ficiencia en la asignación del -
ranjera, se requiere la coordina
canismos de política económica -
a puesta en vigor de nuevos ins -
ro, de Comercio Exterior, de Em -

ACION DE NUESTRA DEUDA

deuda externa total al 31 de di -
ización de los créditos externos
iguiente: el desarrollo indus -
a obras de la infraestructura, -
rio 10.8%, el 4.3% a las obliga
iones de Bonos colocados por el -
os en su mayoría a la expansión -
laciones de la industria eléctri
uración de los pasivos de la Co -
dad, Caminos y Puentes Federales
zación de la explotación del azu
% correspondía al renglón de ---
el resto (2.5%) comprendía otras
ederal de escasa importancia, -
60 se atendió el pago anticipado
ya mencionada en el primer capí

mente la evolución experimentada
unque se efectúan consideracio -
pectivo a fin de poder conocer -

no a largo plazo se manifiesta principalmente en un endeudamiento creciente con el exterior.

El aprovechamiento racional de las divisas, como fuente de recursos económicos fundamental, es impostergerable, ya que permiten adquirir en el exterior aquellos bienes y servicios que hasta ahora el país no ha estado en posibilidades de producir y que resultan imprescindibles para elevar el ritmo de desarrollo. Ello reviste especial importancia en el corto y mediano plazo, dado que la recuperación de la actividad económica traerá consigo un significativo aumento de las importaciones, y que las condiciones previstas en los mercados internacionales, excepción hecha del petróleo, no son lo suficientemente alentadoras a corto plazo.

Conviene señalar que ante una abundancia de divisas previstas para el período de consolidación económica (1978-1982)^{21/}, que servirá para adquirir los bienes y servicios de origen externo que requerirá la expansión del aparato productivo nacional, su uso deberá racionalizarse, para asegurar que los beneficios implícitos de la adecuada explotación de los recursos nacionales se irradien a todos los sectores económicos y sociales a través de una acertada selección de proyectos, sobre todo de aquellos cuyo impacto se acuse en el corto plazo.

La correcta administración de divisas que se generan por las ventas al exterior del energético y sus derivados, deberán permitir el fortalecimiento del Estado, protegiendo, aprovechando racionalmente y aumentando los ingresos. Por lo que toca a la estrategia interna de asignación de excedentes generados, éstos se deberán dedicar a las prioridades nacionales. Tomando en cuenta la magnitud de las necesidades sociales, el sector público continuará ejer

^{21/} Plan Nacional de Desarrollo Industrial 1979-1982.

ciendo una fuerte demanda de recursos para importar bienes y servicios y amortizar sus pasivos contraídos con el exterior. A fin de elevar la eficiencia en la asignación del gasto público en moneda extranjera, se requiere la coordinación y adecuación de los mecanismos de política económica existentes y, en su caso, la puesta en vigor de nuevos instrumentos (Fiscal, Financiero, de Comercio Exterior, de Empleo, de energético, etc.).

IV.2 EVOLUCION Y CANALIZACION DE NUESTRA DEUDA

Según cifras de la deuda externa total al 31 de diciembre de 1969^{22/}, la utilización de los créditos externos se comportaba de la forma siguiente: el desarrollo industrial correspondía el 55.2% a obras de la infraestructura, el 24.8%, fomento agropecuario 10.8%, el 4.3% a las obligaciones producto de las Emisiones de Bonos colocados por el gobierno federal y destinados en su mayoría a la expansión y mejoramiento de las instalaciones de la industria eléctrica, así como a la reestructuración de los pasivos de la Comisión Federal de Electricidad, Caminos y Puentes Federales de Ingresos, a la nacionalización de la explotación del azufre en México. Sólo el 2.4% correspondía al renglón de obras de beneficio social, el resto (2.5%) comprendía otras obligaciones del gobierno federal de escasa importancia, una vez que en el año de 1960 se atendió el pago anticipado de la Antigua Deuda externa ya mencionada en el primer capítulo.

^{22/} Se analiza fundamentalmente la evolución experimentada en la última década, aunque se efectúan consideraciones de carácter retrospectivo a fin de poder conocer los antecedentes.

EMISION	DESTINO
15 de julio de 1963	Expansión y mejoramiento - de las instalaciones de la industria eléctrica.
1° de abril de 1964	Gastos requeridos para la compra de bienes de capital en conexión con proyectos de desarrollo económico, incluyendo los relacionados con la generación y distribución de la energía eléctrica, carreteras e irrigación.
1° de noviembre de 1964	Idem.
1° de noviembre de 1965	Apoyo financiero a la Comisión Federal de Electricidad.
1° de julio de 1966	Redocumentación de pasivos de la Comisión Federal de Electricidad.
15 de noviembre de 1966	Gastos originados por la compra de equipo necesario para realización de proyectos como: generación y distribución de energía eléctrica, carreteras e irrigación, así como a redocumentación de pasivos de algunas deudas contraí-

das con Estados Unidos.

- | | |
|--------------------------|--|
| 15 de abril de 1967 | Apoyo financiero a la <u>Comi</u>
<u>si</u> ón Federal de Electrici-
dad. |
| 1° de marzo de 1968 | Pago a la Pan American --
Sulphur por compra de com-
pañías azufreras. |
| 27 de mayo de 1968 | Apoyo financiero a la <u>Comi</u>
<u>si</u> ón Federal de Electrici-
dad. |
| 27 de septiembre de 1968 | Idem. |
| 13 de diciembre de 1968 | Constitución de Fideicomi-
sos a favor de Caminos y -
Puentes Federales de Ingre
sos y Servicios Conexos. |

Como podremos observar, estos empréstitos han sido utilizados para impulsar obras de infraestructura y en algunos casos para redocumentación de pasivo.

A partir de 1970, y principalmente de 1974 a la fecha, los niveles de endeudamiento externo del sector público se han elevado en proporciones sin precedente sobre su tendencia histórica, con el fin de sostener en la medida posible tasas adecuadas de crecimiento económico. La econo-mía mexicana afrontaba una coyuntura internacional desfavorable en donde los países desarrollados presentaban simultá-neamente síntomas de recesión y de inflación; también, internamente, había descendido la tasa de crecimiento de la -

inversión privada en términos reales.

La deuda pública externa a plazo mayor de un año se incrementó en 11.8% en 1970, 9.0% en 1971, 21.6% en 1972, - 32.6% en 1973, 39.2% en 1974, 45.5% en 1975 y 37.1% en 1976.

Su monto aumentó de 3,259.2 millones de dólares a fines de 1970 a 15,923.4 al 31 de diciembre de 1976. Esto se debió inicialmente a la necesidad de financiar proyectos de gran envergadura con un amplio contenido importado, como es el caso del acero, la petroquímica y en general, el sector de energéticos y también la necesidad de compensar mediante esfuerzos internos los efectos de la recesión internacional.

El notable incremento que registró la deuda pública en el sexenio 1970-1976 motivó la promulgación de la Ley General de la Deuda Pública. Dentro de un nuevo contexto de política económica tendiente a recobrar la estabilidad económica y confianza, la ley de la deuda pública enfatiza la necesidad de canalizar óptimamente los recursos financieros procedentes del endeudamiento externo y mantener el endeudamiento público a niveles manejables.

En 1977 se logró reducir el ritmo de crecimiento - (este hecho es propiciado por una restricción económica del F.M.I. de limitar el endeudamiento anual a niveles máximos - de 3,000 millones de dólares como uno de los factores más importantes para equilibrar las finanzas del país) del saldo de la deuda pública pasando de 45.5% en 1975 a 26.8% en 1977. En 1979 el ritmo de crecimiento del endeudamiento externo fue del orden de 13.1%, el menor registrado desde 1971 (Ver cuadro 16).

C U A D R O 16
 DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PUBLICO A PLAZO DE UN AÑO O MAS
 Saldo al 31 de diciembre de cada año
 (Millones de pesos)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
<u>T.O.T.A.L.</u>	<u>3,269.2</u>	<u>3,554.4</u>	<u>4,322.2</u>	<u>5,731.8</u>	<u>7,980.8</u>	<u>11,612.0</u>	<u>15,923.4</u>	<u>20,185.3</u>	<u>25,027.7</u>	<u>28,315.0</u>
<u>Gobierno Federal</u>	<u>701.1</u>	<u>742.1</u>	<u>824.0</u>	<u>1,210.6</u>	<u>1,775.0</u>	<u>2,011.3</u>	<u>3,384.6</u>	<u>3,668.9</u>	<u>4,796.7</u>	<u>5,134.0</u>
<u>Organismos y Entidades Públicas</u>	<u>2,174.9</u>	<u>2,569.8</u>	<u>2,932.0</u>	<u>3,547.8</u>	<u>4,860.8</u>	<u>7,369.0</u>	<u>8,932.0</u>	<u>8,640.1</u>	<u>11,053.6</u>	<u>13,202.2</u>
Sector Eléctrico	989.8	1,056.4	1,213.4	1,494.2	2,057.9	2,762.6	3,264.1	3,734.1	4,813.2	5,823.4
Sector Ferrocarrilero	105.3	86.5	130.8	144.3	232.9	371.6	540.1	632.6	546.1	570.9
Petróleos Mexicanos	357.6	461.4	474.8	570.1	860.0	1,440.8	1,827.0	2,920.6	4,322.0	5,801.8
Caminos y Puentes Fed.	177.8	208.1	199.8	249.9	250.2	213.4	212.6	219.0	207.6	140.0
Aeroméxico, S.A.	39.1	32.0	25.3	23.9	50.5	64.8	38.6	29.8	24.9	20.3
Guanos y Fert. de México	36.6	39.5	51.0	47.6	43.0	49.9	83.3	79.2	101.5	140.6
Conjunto Sahagún	67.7	66.2	71.9	84.6	114.7	119.5	117.8	126.5	139.4	192.7
Inst. Mexicano del Café	--	--	--	4.0	4.0	5.6	3.2	2.8	2.4	2.0
Siderúrgica "Isidro Cardo- nas" "Las Truchas"	--	--	--	4.7	85.0	246.7	283.6	316.9	335.5	287.0
Product. Fesqueros Mex.	--	--	--	--	--	29.2	35.4	32.4	30.1	31.1
CONASUPO	--	--	--	--	--	215.5	488.0	516.5	530.9	392.4
S.T.C. "METRO"	217.4	254.2	267.8	255.4	238.7	252.1	242.6	276.9	38.2	22.3
Altos Hornos de México S.A.	82.1	73.9	104.3	114.3	209.8	362.4	434.5	455.0	411.8	381.2
Teléfonos de México S.A.	--	--	271.3	523.3	452.9	597.1	687.0	750.9	114.7	765.5
Ceres	99.2	91.0	121.6	233.5	261.4	642.0	674.2	873.5	905.4	
<u>ENTIDADES PÚBLICAS FINANCIERAS</u>	<u>383.2</u>	<u>412.5</u>	<u>506.1</u>	<u>973.4</u>	<u>1,345.0</u>	<u>2,231.7</u>	<u>3,606.8</u>	<u>5,520.0</u>	<u>7,047.3</u>	<u>8,153.8</u>
<u>Nacional Financiera S.A.</u>	<u>186.2</u>	<u>224.5</u>	<u>328.6</u>	<u>512.8</u>	<u>602.4</u>	<u>1,060.3</u>	<u>1,791.9</u>	<u>2,196.5</u>	<u>2,130.0</u>	<u>2,369.4</u>
<u>BANOPRAS</u>	<u>49.5</u>	<u>46.9</u>	<u>33.1</u>	<u>124.2</u>	<u>215.7</u>	<u>316.8</u>	<u>498.4</u>	<u>691.6</u>	<u>816.8</u>	<u>1,630.4</u>
<u>Fideicomisos del Gobier- no Federal</u>	<u>131.4</u>	<u>164.5</u>	<u>198.6</u>	<u>239.6</u>	<u>340.7</u>	<u>396.6</u>	<u>425.1</u>	<u>508.8</u>	<u>612.8</u>	<u>754.0</u>
<u>Financiera Nat. Azucare- ra, S.A.</u>	<u>7.8</u>	<u>6.6</u>	<u>5.9</u>	<u>96.8</u>	<u>99.7</u>	<u>237.1</u>	<u>407.2</u>	<u>682.5</u>	<u>1,001.3</u>	<u>1,121.4</u>
<u>Banco Nacional Agrope- cuario, S. A.</u>	<u>9.3</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>86.5</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>
<u>BANRURAL</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>220.9</u>	<u>484.2</u>	<u>653.4</u>	<u>1,280.2</u>	<u>1,220.0</u>
<u>Banco Nacional de Fomen- to Cooperativo</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>15.5</u>	<u>7.4</u>	<u>5.3</u>
<u>Sociedad Mex. de Créd. Ind.</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>15.5</u>	<u>221.0</u>	<u>109.0</u>
<u>Banca Nac. de Cox. Ext.</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>--</u>	<u>236.6</u>	<u>1,077.8</u>	<u>934.8</u>

FUENTE: S.H.C.P. Dirección de Deuda Pública.

Sin embargo, al computar la depreciación del tipo de cambio con el promedio de las cotizaciones anuales, el mayor efecto de la devaluación del 31 de agosto de 1976 recae sobre 1977, año en que, bajo este criterio, el peso se depreció en 46.2% con respecto al dólar. Así pues, el P.I.B. computado en dólares para 1977 resultó inferior en 8.4% al de 1976, por lo cual la relación del saldo de la deuda pública a plazo mayor de un año respecto al P.I.B. decreció de 31.8% en 1976, 31.1% en 1977, 28.4% en 1978 y 25.2% en 1979 (Ver cuadro 17). Aunque estas proporciones corresponden a un efecto retardado de la devaluación y no a un mayor ritmo de crecimiento de la deuda.

La canalización por destino de recursos hasta fines de diciembre de 1979, se comportó de la siguiente forma: el 80.5% del total (28315.0 millones de dólares), le correspondieron al Sector Público de los cuales el 19.6% fue para el Gobierno Federal y 46.6% para organismos y empresas controladas, resaltando el Sector Eléctrico con 20.6% y Pemex 20.5%, siguiendo en importancia fundamentalmente la construcción de carreteras y el mejoramiento del transporte. Dentro de las entidades públicas financieras que representan 28.8% del total resaltan los créditos canalizados por Nafinsa 8.4% y Banobras 5.7%. Banrural alcanza un 4.3% y los fideicomisos del Gobierno Federal 2.7%.

Sin duda alguna, Pemex ha sido el más dinámico en lo que se refiere al uso de recursos provenientes del exterior, prueba de ello es el aumento de sus importaciones dentro del endeudamiento externo a plazo de un año o más, pues mientras en 1969 sus obligaciones con el exterior representaban el 12.2% en 1979 abarcaban el 20.5%. En cambio, el sector eléctrico, experimentó una disminución considerable en sus obligaciones dentro del total, ya que disminuyó de 29.0% en 1969 a 20.6% en 1979, lo mismo aconteció con la --

C U A D R O 17

SALDO DE LA DEUDA EXTERNA DEL SECTOR PUBLICO Y SU RELACION

P. I. B.

Millones

Saldo de la Deuda Externa	1975	1976	1977	1978	1979
En Dlls. Corrien tes	14,449.0	19,600.2	22,912.1	26,264.3	29,755.7
En Pesos Corrien tes	180,612.5	391,624.0	520,936.4	496,837.8	687,504.3
Precios Constan tes de 1960	<u>71,532.0</u>	<u>125,914.6</u>	<u>128,025.7</u>	<u>124,940.0</u>	<u>119,370.0</u>
P. I. B. a Precios de 1960	390,300.0	393,600.0	411,600.0	440,600.0	473,645.0
Porcentajes del Saldo de la Deu da Externa en Re lación al P. I. B.	18.3	51.8	31.1	28.4	25.2

113

FUENTE: BANCO DE MEXICO

deuda externa de Ferrocarriles (4.0% a 1.3%) y Caminos y Puentes aunque la disminución de éste fue de mayor impacto de 7.9% a 0.5%.

IV.3 SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA

El servicio de la deuda externa y sus implicaciones para México.

Una de las formas de medir la carga financiera ha sido tradicionalmente la de relacionar los pagos al exterior por amortización, intereses y otros, con la generación de divisas vía cuenta corriente de la balanza de pagos. La interpretación de este coeficiente se basa en la consideración de que la fuente principal de divisas para liquidar las deudas con el exterior y cubrir los intereses correspondientes, proviene de los ingresos que se generan por la exportación de bienes y servicios.

Dicha consideración es válida para aquellos países en los que su posibilidad de acceso al Mercado de Capitales, ha sido restringida especialmente a los flujos de capital de las agencias oficiales y organismos internacionales, así como un poco o ningún acceso a otros segmentos del Mercado Internacional de Capitales.

La proporción del servicio de la deuda, es por supuesto, un indicador poco adecuado de lo grave del problema de endeudamiento de un país y por esa razón, la comparación a nivel internacional de la correspondiente a diversos países sólo tiene un significado limitado. Algunos países como México, que gozan de buena reputación en los Mercados Internacionales de Capitales, pueden mantener su posición crediticia favorable sin importar cual sea la proporción

del servicio de la deuda. Para examinar el problema con la debida perspectiva, es preciso tomar en cuenta también muchos otros factores tales como la estabilidad y la diversificación de las exportaciones; las perspectivas para el crecimiento futuro de las exportaciones; en la medida en que pueden reducirse las importaciones sin afectar en forma adversa a la producción actual; la estructura de la deuda pendiente; el volumen de las reservas de divisas y las facilidades existentes del financiamiento compensatorio y el historial del país respecto del servicio de la deuda. No obstante, la proporción del servicio de la deuda, sí da una idea de la atención que tiene prestada un país a su endeudamiento externo al formular su política económica y un incremento rápido de esa proporción, por lo general es un indicio de que existen problemas a menos que haya perspectivas de que las entradas brutas de capital aumenten a un ritmo muy rápido y que los ingresos de exportación sean especialmente favorables.

Los organismos internacionales como el Banco Mundial, F.M.I., etc., en base a su experiencia con diversos países, consideran que cuando el coeficiente de servicio de la deuda externa se excede del 25% suele haber problemas. Por ejemplo, países como Perú, Ecuador y Chile se vieron obligados a declarar moratoria en sus servicios y renegociar sus deudas cuando llegaron al rango 30-40%.

Dicha regla debe ser entendida y juzgada con cuidado, ya que existen diversos factores que pueden hacer variar el margen o capacidad normal de un país para servir sus deudas. Entre otros factores que influyen en dicha capacidad, está la capacidad de un país de allegarse recursos a través de su cuenta corriente.

La evolución del coeficiente de servicio de la deuda para México. Entre 1970 y 1975 dicho coeficiente fluctuó entre 19.7% y 26.3%, lo que podría considerarse normal. En 1976, dicho coeficiente se eleva hasta 36.6% de los ingresos en cuenta corriente. Esta evolución hacía patente una serie de desequilibrios que se habían gestado en la economía mexicana y que se hicieron explícitos a fines de 1976. En 1977, 1978 y 1979 el coeficiente arroja un servicio de la deuda externa de 42.2%, 56.7% y 61.1% respectivamente. Obviamente, los mayores cargos financieros para servicio de la deuda resultan del aceleramiento del endeudamiento externo a partir de 1972. También es innegable que la evolución mencionada refleja aún los efectos de los desequilibrios internos y externos de la economía mexicana (ver cuadro 18).

Los niveles del servicio de la deuda pueden indicar poco en cuanto al crecimiento potencial de las exportaciones, la dotación de recursos, así como la capacidad de la administración económica. Pero no podemos dejar de visualizar que mientras más alta sea la proporción al servicio de la deuda, más limitado se vuelve el campo de acción.

Si nos apegamos a lo estipulado en los organismos oficiales, B.M., F.M.I., etc., de no excedernos en más del 25%, concluiríamos en que hemos perdido capacidad de pago y que se ha deteriorado nuestra imagen crediticia en los mercados internacionales de capital, al aumentar gradualmente el porcentaje que representan los egresos por servicios de la deuda en comparación con los ingresos por exportaciones de bienes y servicios. Sin embargo, no debe exagerarse la validez de este indicador. Los niveles del servicio de la deuda pueden indicar poco en cuanto al crecimiento del potencial de las exportaciones, la dotación de recursos y la capacidad de la administración económica. Existen casos de

C U A D R O 18

SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA EN RELACION A LAS EXPOR-
TACIONES EN CUENTA CORRIENTE
(Porcentajes)

PERIODOS	AMORTIZACION EXPORTACION	INTERES EXPORTA CION	SERVICIO DE LA DEUDA DE EXPORTA- CION	INTERES SERVICIO DE LA - DEUDA
1943-1945	0.4	0.1	0.5	19.0
1947-1952	2.0	0.5	2.5	18.9
1953-1958	4.7	1.0	5.7	17.5
1959-1964	14.6	2.6	17.3	15.3
1965-1970	18.9	5.3	24.2	21.9
1971	16.1	5.7	23.5	32.3
1972	17.2	6.3	24.6	34.6
1973	19.1	7.5	26.9	38.6
1974	10.3	8.8	19.7	82.1
1975	12.8	11.5	25.1	84.2
1976	15.6	14.6	36.6	67.0
1977	27.2	14.8	42.1	54.4
1978	39.8	15.1	56.9	42.3
1979	43.3	16.8	61.1	37.7

FUENTE: S.H.C.P. Dirección General de Crédito,
Dirección de Financiamiento Externo.

países tales como Israel, Brasil o Canadá en los que se han observado altas tasas de servicio de la deuda por muchos años, sin que se les presenten dificultades para cumplir las obligaciones de las deudas contraídas, en tanto que otros con tasas de servicio de la deuda mucho menor han tenido que encarar en ocasiones, serias dificultades.

No obstante, es correcto suponer que mientras más alta sea la proporción del servicio de la deuda, más limitado se vuelve el campo de acción de un país. En efecto, un país con alta tasa de servicio de deuda, es más vulnerable a las fluctuaciones de los precios de sus principales exportaciones, a las malas cosechas y a sucesos adversos en la economía internacional.

Para tener una idea más precisa de los niveles relativos del servicio de la deuda hay que considerar no sólo los ingresos en cuenta corriente sino también los de la cuenta de capital a largo plazo. En este sentido, el saldo de la balanza básica resulta superior como indicador y marco de comparación para un país que, como México, cuenta con ingresos estables y de importancia, provenientes de la cuenta de capital.

Mediante la comparación de los resultados que se obtienen con la balanza básica y los que resultan de la relación con los ingresos en cuenta corriente, se puede observar que la participación de los egresos por servicio de la deuda es sustancialmente inferior cuando se incluyen los conceptos del capital neto a largo plazo o el de disponibilidades del sector público a largo plazo, resaltando la importancia que tiene la cuenta de capital a largo plazo para la balanza de pagos de México. Así observamos que el año de 1979, es donde el coeficiente en relación a los ingresos

C U A D R O No. 19
SERVICIO DE LA DEUDA EXTERNA

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
A) SERVICIO DE LA DEUDA	720.5	743.3	936.1	1,298.9	1,247.6	1,656.5	2,419.3	3,544.2	6,069.4	10,035.9
AMORTIZACION	488.4	510.5	656.6	922.4	655.0	805.6	1,153.4	2,295.0	4,264.3	7,285.9
INTERESES	222.1	233.0	279.6	376.5	594.6	850.9	1,265.9	1,249.2	1,805.1	2,750.0
B) EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS	2,935.1	3,167.1	3,800.6	44,828.4	6,342.5	6,303.6	7,371.1	8,436.6	10,690.7	16,403.4
C) EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS MAS CAPI TAL A LARGO PLAZO NETO	3,607.7	3,890.4	4,661.0	6,504.5	9,073.3	10,193.8	12,622.0	12,826.9	16,282.2	20,498.3
D) EXPORTACION DE BIENES Y SERVICIOS MAS DISPOSICIONES SECT. PUBLICO	3,954.4	3,970.0	4,808.3	6,856.0	9,091.8	11,162.1	12,789.0	14,668.9	15,988.9	19,550.1
- LARGO PLAZO -										
A/B:	24.6	23.5	24.6	26.9	19.7	26.3	32.8	42.0	56.7	61.1
A/C:	20.0	19.1	20.0	20.0	13.8	16.3	19.2	27.6	37.3	48.9
A/D:	18.2	18.7	19.5	18.9	13.7	14.8	18.9	24.2	37.9	51.3

FUENTE: BANCO DE MEXICO
S.H.C.P. DIRECCION DE DEUDA PUBLICA

de cuentas corrientes alcanza un máximo de 61.1% el coeficiente en relación a la balanza básica es de 48.9% (ver cuadro 19).

No obstante, estas cifras son altas y para entender sus implicaciones es necesario hacer explícito el tipo de movimiento que se dió a partir de 1979 y 1979. En estos años se adoptó una política de realizar importantes amortizaciones y prepagos de deuda. Es notorio que el manejo de la deuda de 1977, así como 1978 y 1979, han significado presiones adicionales sobre la generación de divisas. En consecuencia, para apreciar la situación real del servicio de la deuda, deben excluirse todas las amortizaciones de corto plazo que se efectuaron con el fin de manejar la estructura de la deuda externa en la cual a finales de 1979, la deuda de largo plazo representaba más del 95% del total (ver cuadro 20).

C U A D R O 20
DEUDA EXTERNA LARGO Y CORTO PLAZO (1979)
(millones de dólares)

	Diciembre	Enero - Diciembre
Total		2888.4
Corto Plazo	14.0	138.4
Largo plazo	239.4	2 750.0

IV.4 CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO

La regulación de la capacidad de endeudamiento está determinada por la eficiencia con que se utilicen los recursos prestados, lo que a la vez depende de la asignación de los recursos globales para el consumo y la inversión, para la distribución de la inversión entre los programas y proyectos que generan o no generan, respectivamente, divisas, y sobre todo de la política económica en su conjunto.

Consideran varios economistas que la solvencia y la capacidad de endeudamiento de un país depende en buena medida de la capacidad de reembolso de la deuda ya contraída, es decir, debe evitarse que el país caiga en una necesidad creciente de endeudamiento-servicio-endeudamiento que no sólo evitan el desarrollo económico y social sino que condicionan la política económica del país.

Para poder establecer una serie de indicadores para medir la solvencia de ésta y su capacidad de endeudamiento-que depende en buena medida de la capacidad de reembolso de la deuda ya contraída, destacan:

- a) La tasa de servicio de la deuda, esto es la relación entre éste y las exportaciones.
- b) La relación deuda/P.N.B.. Suelen utilizarse también la carga de la deuda de uno a cinco años como medida de estructura de la misma y el grado de fluctuación de los ingresos de exportación entre otros.

En relación al primero (la relación entre la deuda y las exportaciones), el Banco Mundial ha llegado a sugerir

que tal proyección debe ser entre el 6 y 7% mientras que Comisión Económica para América Latina (CEPAL) ha concluido - que cuando la relación alcanza un porcentaje del 25% de los ingresos en Cuenta Corriente, el país deudor ha alcanzado - su límite de endeudamiento.

En cuanto al segundo (relación deuda/P.N.B.), se refiere a que el incremento del P.N.B. no puede ser inferior al aumento que registre el endeudamiento externo, ya que lo contrario significaría que el financiamiento externo no se utiliza para fines productivos sino que es canalizado para cubrir déficits presupuestados o a deficiencias administrativas.

Empieza a prevalecer la opinión entre los estudiosos de que la medición de la capacidad de endeudamiento o alterna-tiva de la solvencia de un país entraña el uso de un conjunto integrado de variables. Se sugiere que este conjunto debería incluir por lo menos:

- A) La tasa de servicio de la deuda, en vista de que su aumento implica una creciente carga de la misma. - Si esta tasa se eleva pudiera arrojar una probabili-dad de incumplimiento.
- B) El ingreso nacional per-cápita; ya que un ingreso mayor puede reflejar un grado máximo de diversifica-ción de la estructura económica y de flexibilidad - de las políticas oficiales respecto al ahorro y las importaciones.
- C) La relación entre los ingresos netos de recursos ex-ternos y los pagos por cuenta del servicio de la - deuda, que refleja el grado en que los recursos ex-

ternos pueden servir no sólo para amortizar la deuda sino para cubrir otras demandas de divisas.

- D) La tasa de crecimiento del P.I.B. que fortalece o debilita la capacidad de endeudamiento a largo plazo.
- E) El crecimiento secular de las exportaciones.
- F) La relación entre importaciones y las reservas internacionales.
- G) La existencia de importantes yacimientos de minerales, hidrocarburos y otros recursos naturales susceptibles de ser aprovechados con relativa facilidad.

Al evaluar la capacidad de endeudamiento los países prestamistas toman en cuenta una larga lista adicional de variables económicas que indican la capacidad potencial del crecimiento del ahorro nacional. Otros indicadores como la tasa de inflación, la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y la posición financiera neta del sector público, en su conjunto reflejan la calidad de la administración financiera; así también toman en cuenta la orientación y la estabilidad política del país como indicativo de su disposición para cumplir con los compromisos de la deuda externa. En vista de que no existe un criterio sencillo ni bien definido mecánicamente aplicable para determinar la solvencia de un determinado país a menudo se recurre a una evaluación general de sus políticas y perspectivas económicas haciendo particular referencia en la balanza de pagos.

La capacidad de pagos puede ser definida como la habilidad de un gobierno para utilizar eficientemente el capi

tal prestado, de manera que se satisfagan las necesidades de consumo y de inversión y se generen fondos suficientes para atender el pago de la deuda, y como su posibilidad de convertir dicha cantidad en divisas extranjeras. En otras palabras, no se trata de satisfacer la demanda y crear un excedente de ingresos, vía utilización productiva del capital prestado y políticas que como la fiscal entre otros, aumenten el nivel de ahorro interno de manera suficiente como para pagar el interés y la amortización de la deuda; se trata también de crear un margen suficientemente amplio en la balanza de pagos en cuenta corriente mediante el aumento de las exportaciones, para realizar las transferencias requeridas.

Sin dejar de estimar la ventaja que este tipo de relaciones puede tener como indicador respecto a la solidez y capacidad de pago de un país, este último es una variable eminentemente dinámica y tal virtud, depende de factores cualitativos y cuantitativos tanto internos como externos.

Existen factores difíciles de cuantificar que afectan sin lugar a dudas, la capacidad de pago, tales como: la aptitud de administración de las autoridades, el futuro potencial del país, las posibilidades de un incremento en la eficiencia productiva, la existencia de minerales, hidrocarburos y otros recursos naturales susceptibles de ser aprovechados con relativa facilidad, las expectativas de crecimiento de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, la capacidad de absorción tecnológica; en síntesis la capacidad de endeudamiento se encuentra delimitada, en forma importante por la confianza que los ahorradores internos y externos, depositan en el futuro mediano e inmediato de un país.

IV.4.1 CAPACIDAD DE ENDEUDAMIENTO DE MEXICO

El crecimiento endeudamiento del país y su respectivo servicio han hecho que se reduzca el margen de divisas disponibles para importar los insumos necesarios para sostener el proceso de desarrollo, y de que al utilizar las reservas en uso de divisas, disminuya el margen para hacer frente a las contingencias que pueden presentarse en los mercados de exportación. Lo cual representa graves obstáculos para el crecimiento económico del país y mayor vulnerabilidad externa.

La magnitud del endeudamiento externo reduce en - gran medida el grado de autonomía del Estado Mexicano, frente a los grandes centros financieros internacionales.

La capacidad del pago del país debe estar basada - principalmente en la habilidad del gobierno para canalizar y utilizar eficientemente el capital externo, de tal manera - que se logren satisfacer las necesidades de consumo y de inversión de usar eficientemente el capital de la inversión - para desarrollo y de ahorrar divisas suficientes por exportación o para la sustitución de importaciones.

Desde 1973, el Gobierno no ha podido mantener su - coeficiente de solvencia por debajo del 25% que es el límite de la capacidad de endeudamiento captado generalmente - por los acreedores internacionales (como se comentó ante - riormente). Sin embargo, se ha podido obtener este resultado al precio de una renegociación constante de los términos de la deuda. Esto consta claramente si se disocian los elementos del servicio de la deuda; mientras que en 1970 los intereses eran de US Dls. 172.9 millones, en 1979 llegaron a US Dls. 2,750.0, esto como reflejo del crecimiento de la-

deuda, y las amortizaciones se comportaban en el mismo período en US Dls. 5.476 millones a 7,285.9 millones, lo que refleja el elevado porcentaje de las disposiciones crediticias del exterior, empleados para el pago de amortizaciones, lo que significa una seria limitación del crédito externo - como compensador del déficit corriente de divisas y la agudización de la capacidad de pago de un país. ("La medida - más utilizada para medir la capacidad de pago de un país la constituye el coeficiente del servicio de la deuda entendiendo por éste la relación existente entre los pagos por capital e intereses de la deuda vigente y los ingresos anuales de las divisas provenientes de las ventas al extranjero de bienes y servicios").

El servicio de la deuda alcanza tal magnitud que -- una parte creciente de las deudas contratadas servirán simplemente para cubrir el servicio de la misma. Ya que en 1979 el servicio de la deuda absorbió más del 30% de la deuda nueva, y si añadimos el concepto de pagos al exterior -- por adquisición de tecnologías, ésta se incrementa, lo que significa que se da un margen poco considerable para las adquisiciones de maquinaria y equipo para la industrialización; esto es que las divisas obtenidas por las exportaciones, una parte reducida se canalice a la adquisición en el extranjero de bienes destinados principalmente a la industrialización del país.

Todo esto indica que México se encuentra en un punto en el que necesita seguir endeudándose para poder amortizar la deuda antigua y pagar sus intereses con lo cual el endeudamiento público externo ha acabado por convertirse en un elemento adicional de presión sobre la balanza de pagos. Tal situación es el reflejo de un constante desequilibrio -- en la balanza en cuenta corriente y la dependencia cada vez

mayor de las entradas de capital público y privado para compensar dicho déficit.

La mayor utilización del capital extranjero indirecta y su productividad en términos de aumento del ingreso nacional y elevación del nivel de ahorros e inversión son de importancia estratégica a este respecto. Debemos tomar en cuenta el hecho de que la capacidad de absorber en el proceso de crecimiento el capital adicional disponible varía de un país a otro. Es importante recordar que el interés y los pagos de la deuda externa deben disminuir y que por consiguiente, no se trata simplemente de asegurar la creación de un excedente de ingresos suficientemente grande para pagar el interés, sino también, de crear un margen suficientemente amplio en la balanza de las exportaciones o la sustitución de las importaciones para hacer la transferencia.

A pesar del incremento en el servicio de la deuda del país, un incremento en su endeudamiento externo no se puede considerar como un factor totalmente adverso. Hablando en términos normales, significa que se está introduciendo capital extranjero para complementar los recursos de inversión disponibles y que este capital está ayudando a ampliar o acelerar la formación del capital necesario para el desarrollo. Por consiguiente, la entrada de capital extranjero tiene el efecto de vigorizar la economía del país prestatario. Esta ventaja está contrarrestada por la desventaja de crecientes obligaciones de pagos externos. De hecho, debe compararse en los países en desarrollo, el aumento en los pagos de intereses y amortizaciones con el efecto que el capital extranjero produce en su crecimiento económico.

El efecto de crecientes obligaciones de pagos externos pueden ser superados de la siguiente manera:

Primeramente está el hecho de que desde el punto de vista del país receptor, en principio, el propósito de las importaciones de capital extranjero es ayudar a acelerar el proceso de crecimiento económico aumentando el nivel de inversión. Así, por ejemplo, cuando se contrata un préstamo para financiar un proyecto industrial o minero es probable que si se determina acertadamente su viabilidad técnica y su rentabilidad económica y financiera, los ingresos que se derivan de esa nueva actividad servirán para atender a los pagos de la deuda. Esos ingresos pueden darse en la forma de divisas si los productos derivados se destinan al menos parcialmente a las exportaciones. O pueden significar un ahorro de divisas si los productos resultantes vienen a sustituir bienes que anteriormente se importaban.

Un segundo aspecto a considerar está en relación con el hecho de que el proceso de crecimiento debe estar convenientemente apoyado por todo un aparato de infraestructura básica que tenga también en principio una alta rentabilidad, si bien a más largo plazo.

Finalmente, hay que referirse a aquellas inversiones cuyos ingresos son virtualmente inexistentes, como la construcción de carreteras y escuelas o que fluctúan considerablemente y a menudo requieren de subvenciones como las obras de riego y abastecimiento de agua que por su escasa rentabilidad son dejadas generalmente a manos del gobierno. En este caso como se trata de los ingresos del Estado en su conjunto, es de esperarse que sean los ingresos fiscales los que cubran los pagos correspondientes a la deuda.

IV.5 PETROLEO COMO ALTERNATIVA DE LA ECONOMIA EXPANSIONISTA DE MEXICO

Por segunda vez en su historia, México se convierte

en un exportador importante de petróleo. Es imposible soslayar la enorme trascendencia de este acontecimiento, pues tiene y sobre todo tendrá repercusiones decisivas en todos los campos de la economía y por lo mismo también en el or-den social y político.

"Esta rama de los hidrocarburos constituye el elo -mento catalizador del crecimiento industrial. Ello no sólo por la producción de energético, necesario como insumo para la industria, derivado de su programa de inversiones y por los encadenamientos hacia adelante que crean nuevas actividades. Desde una perspectiva macroeconómica desempeña un papel central por exportaciones. Estas aumentan la capacidad para importar y en consecuencia, permiten elevar el gas to agregado de la economía sin generar desequilibrios financieros con el exterior. Se busca que los recursos externos así obtenidos sirvan para generar recursos internos en la mayor medida posible"²³ /.

Esta riqueza petrolera ha roto la restricción secu-lar al desarrollo del país y ha fortalecido la confianza - que en lo fundamental el país es el dueño de las decisiones sobre su futuro. Esto ha de permitir que la exportación de hidrocarburos libere el país de su tradicional tendencia al estrangulamiento externo y posibilite plantear las relaciones económicas con el exterior sobre nuevas bases desprendidas de las necesidades del desarrollo interno.

La expansión de esta actividad permitirá al país -- contar con amplios y crecientes excedentes exportables de petróleo. (A partir de 1969, después de 31 años de autosuficiencia e incluso de capacidad exportadora, México dejó de vender crudos al exterior hasta 1974). Esta coyuntura y el

237 Plan Nacional de Desarrollo Industrial 1978-1982.

cambio observado en la producción, determina que se considere al presente decenio como el más significativo para la industria petrolera de México.

En 1938, la producción de petróleo crudo fue de 38.8 millones de barriles y en 1979, de 590.5 millones de barriles, 15.2 veces superior (ver cuadro 21).

Durante el período de 1960-1975, se presentaron pequeñas importaciones de crudo. Sin embargo, la producción de PEMEX fue suficiente para abastecer la demanda, incrementando su participación dentro de la oferta interna total, a excepción del gas licuado cuya importancia ha sido complementaria en gran medida de la producción para establecer la demanda nacional.

La oferta nacional de hidrocarburos presentó en este período una tasa de crecimiento de 5.8% y la demanda de 7.1%. Como consecuencia, las importaciones se elevaron considerablemente creciendo a una tasa de 10.9%. En 1972, el valor de las importaciones de combustóleo, gas natural o artificial en cilindros diesel, gasolina y petróleo crudo ascendió a 100.6 millones de dólares, en 1975 ascendió a 291.1 y en 1976 a 291.7 millones de dólares. Con la explotación de los yacimientos localizados en el sureste del país a partir de 1974, se redujeron las importaciones de gas licuado y se eliminaron las de crudo y gasolinas.

En el período 1977-1978, la política económica presentó un carácter estabilizador. Sin embargo, esta política de estabilización fue tan solo una política de transición para salir de la crisis coyuntural, y definir e instrumentar una nueva estrategia, estas políticas deberán permitir en el futuro resolver los problemas estructurales y al-

C U A D R O 21

PRODUCCION DE PETROLEO CRUDO 1938 - 1979

(millones de barriles)

AÑO	PRODUCCION	AÑO	PRODUCCION
1938	8.8	1971	177.2
1939	43.3	1972	188.1
1940	44.4	1973	191.4
1941	43.4	1974	238.2
1942	35.2	1975	294.3
1943	35.4	1976	327.3
1944	38.5	1977	396.2
1945	48.8	1978	493.4
1946	48.8	1979	590.5
1946	49.5		
1947	57.2		
1948	59.8		
1949	62.2		
1950	73.8		
1951	78.7		
1952	78.9		
1953	74.1		
1954	85.2		
1955	91.3		
1956	94.1		
1957	92.2		
1958	100.6		
1959	105.8		
1960	108.8		
1961	116.8		
1962	121.6		
1963	125.8		
1964	129.5		
1965	132.4		
1966	135.0		
1967	149.9		
1968	160.5		
1969	177.6		
1970	177.6		

FUENTE: Estadísticas de la Economía Mexicana
NAFINSA (México, 1977).

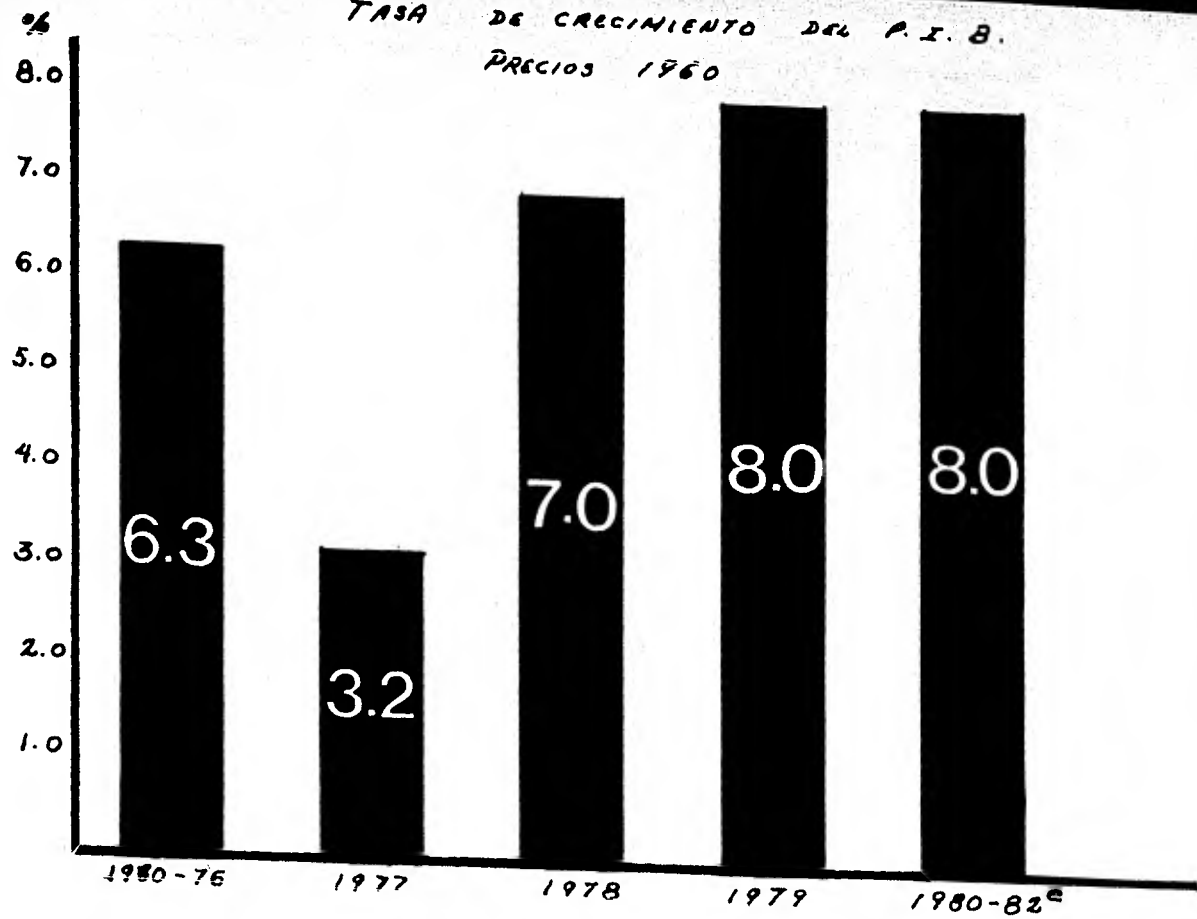
canzar las metas socioeconómicas de México, principalmente los de empleo mínimo de bienestar e independencia.

El programa de desarrollo de la industria petrolera estima para 1980 una producción de 2.25 millones de barriles con un límite a las exportaciones de hasta 1.5 millones de barriles diarios de petróleo y 300 millones de pies cúbicos de gas, que generará alrededor de 1436 millones de pesos en el trienio 80-82. (Estos costos superan los marcos de referencia del Plan Global de Desarrollo). Esto aunado a las nuevas estimaciones de las reservas probadas y potenciales que ascienden respectivamente a 40 mil millones de barriles de petróleo, no sólo indican que México se convertirá en una potencia petrolera, sino que además, demuestran que los ingresos y las divisas que se generan serán de tal magnitud que permitirán eliminar una serie de obstáculos al crecimiento y harán más flexible los instrumentos de política económica.

Así, en el trienio de 1980-1982, la economía podrá crecer a tasas de 8% (ver gráfica 1), en términos reales -- (P.I.B. potencial), que representa el 40% por encima de la tasa histórica de crecimiento que es de 6.3%. Con este crecimiento se podrán alcanzar simultáneamente las metas socioeconómicas de empleo y mínimos de bienestar para la mayoría de la población e independencia del exterior, disminución de la deuda e inversión extranjera siempre y cuando se diseñe e instrumente una estrategia de desarrollo y una política económica adecuada.

Los ingresos en divisas derivados de las exportaciones petroleras permitirán (siempre y cuando se canalicen -- en el fortalecimiento de su mercado interno principalmente a la agricultura e industria), convertir el déficit en cuenta

TASA DE CRECIMIENTO DEL P. I. B.
PRECIOS 1960



FUENTE: PLAN GLOBAL DE DESARROLLO 1980-82
e: ESTIMADA

corriente de la balanza de pagos de seguir creciendo, en un superávit, eliminando el desequilibrio externo como una restricción al crecimiento sostenido (ver cuadro 22). Los im-puestos al petróleo (que fueron para 1979, 47 mil millones de pesos, y se espera que para 1980 asciendan hasta 156 mil millones de pesos únicamente en las exportaciones), a su vez, permitirá financiar parte importante del déficit fiscal sin acudir a los expedientes tradicionales del financiamiento interno inflacionario y el elevado endeudamiento externo. Por otra parte, esto permitirá independizar la política monetaria a la fiscal aumentando la flexibilidad de ambas políticas^{24/}.

Podemos señalar que en lo interno, el petróleo nos brinda la oportunidad de aumentar simultáneamente el consumo y la inversión, es decir, en la medida en que estamos haciendo uso de un activo adicional, no necesitamos reducir el consumo global para aumentar el ahorro y la inversión. En el ámbito externo, el petróleo reduce el impacto de los ciclos internacionales sobre nuestra balanza de pagos, y permite mantener un crecimiento alto y sostenido, al reducir la incertidumbre proveniente del exterior. Ahora se recurre a la inversión extranjera, no por la exigencia de financiar el déficit externo sino por una decisión autónoma que permita seleccionar en función de su contribución en materia tecnológica, o de apertura de nuevos mercados a nuestras exportaciones distintas del petróleo.

Es a tal grado crucial el impacto de uso de recursos

^{24/} Sin embargo, esto no significa que la política tributaria no debe realizar lo que corresponde para aumentar de manera más eficiente y equitativa el coeficiente impositivo, independientemente de los impuestos al petróleo.

petroleros, que los diversos rangos de producción y exportación condicionan opciones globales distintas como son el de que México puede elegir la alternativa de crecer con un superávit en balanza de pagos y depositar esos recursos en el mercado de eurodólares para financiar las importaciones y el desarrollo de otros países. Esta alternativa de que México pudiera en determinado momento convertirse en exportador neto de capitales, debe considerarse poco exitosa, porque esto radicaría en las presiones sobre el ahorro interno y sobre las posibilidades de inversión. Por otro lado, no sería razonable que un país que necesita recursos financieros y que tienen destino para proyectos muy concretos, por congestión tuviera que convertirse en un país exportador de capital.

Otra diferente opción es la de que México puede optar por mantener 40 mil millones de barriles de petróleo de bajo de la tierra y el mar, en lugar de promover un desarrollo económico efectivo, es decir, en producir sólo para satisfacer la demanda interna, conservando el resto en el subsuelo para las siguientes generaciones y hacer descansar el crecimiento económico en el mercado interno y las fuentes tradicionales de ahorro. Esta opción es difícil de justificar en un país de grandes carencias y gran dinámica poblacional.

De no utilizarse los recursos del petróleo, se continuaría con el patrón de crecimiento de la década de los sesentas y mediados de los setenta, apoyando el creciente uso de ahorro externo. Habría que considerar también, que el precio real del endeudamiento externo también podría sufrir modificaciones en un ambiente internacional de inflación.

La opción de guardar el petróleo significaría enton

ces que para acclerar el crecimiento interno y la inversión; sería indispensable elevar la generación de ahorro en base principalmente a fuentes internas públicas y privadas. Al respecto, las tendencias en la propensión a ahorrar muestran que no ha sido factible lograr un coeficiente ahorro-ingreso superior al 20% y en especial sostenerlo. Ello requeriría comprimir en forma sustancial al consumo interno, reducción que no se ha observado en el pasado; y menos se lograría, con una política excesivamente proteccionista de los estratos de altos ingresos.

Otra alternativa consiste en acelerar notablemente la extracción y exportación de crudo para financiar un proceso más acelerado, esta opción permitiría en el corto plazo, un importante aceleramiento en la tasa de crecimiento del P.I.B., y de la oferta ya que el propio dinamismo del sector petrolero y la desaparición o disminución de la restricción que presenta la disponibilidad de divisas, actuarían como elementos estimulantes del crecimiento y de la oferta agregada. El P.I.B., podría alcanzar en el corto plazo tasas de crecimiento de alrededor del 9 y 10%, existiría un importante superávit en cuenta corriente y se registraría un aumento notable en el ahorro corriente del sector público. Poco factible resultaría porque el sector real de la economía no cuenta con la suficiente capacidad de absorción de los niveles de gastos e inversión que requeriría -- un crecimiento del P.I.B. del 10%, se podrían generar niveles inflacionarios superiores al 20%, las consecuencias más importantes de este fenómeno no se originarían por desestímulo al ahorro y afectando a la balanza de pagos, sino principalmente por la baja en el poder adquisitivo de las clases asalariadas y de bajos ingresos que son a las que se les pretende dotar mínimos de bienestar.

En otras palabras, un país no puede absorber cualquier cantidad de divisas, existe un máximo compatible con los objetivos internos y con la capacidad de la economía - más allá de este monto, se presentan desequilibrios estructurales y una congestión financiera que produce inflación - y/o aceleración de las importaciones, ésto a su vez, reduce las exportaciones no petroleras (tanto por efectos precios como por efectos gasto), creando una peligrosa tendencia a la monoexportación, lo que significa cerrar o producir una importante fuente de creación de empleos y de crecimiento - ulterior.

Una última alternativa de optar es por una estrategia que defina la explotación del petróleo en función de un desarrollo integral que vincule el sector real con el financiero, al mismo tiempo que incorpore los efectos en la balanza de pagos y sobre todo que arroje luz sobre el impacto en el empleo y en la distribución del ingreso. Se trata de crecer y distribuir simultáneamente, para esto se debe configurar una estrategia de desarrollo que busque transformar el crecimiento económico en desarrollo social sirviéndose del petróleo (pero no únicamente de él), para acelerar dicha transformación. Por ello, el aprovechamiento de estos recursos, está determinado por consideraciones internas, es decir, por los objetivos de desarrollo y por la capacidad de absorción del país.

Sin duda, la utilización de los recursos petroleros implica el riesgo de que los excedentes se utilicen en promover un crecimiento económico sin desarrollo, lo que caracterizó el modelo económico mexicano en el período 1940-1970

25/

25/ Villarreal R. El desequilibrio externo en la industrialización de México. (1929-1975). Un enfoque estructuralista. F.C.E., México 1976.

C O N C L U S I O N E S

Y

R E C O M E N D A C I O N E S

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

- La experiencia de México en cuanto a su participación en los Mercados Internacionales de Capital a través de los últimos años resulta ilustrativo, no sólo para nosotros, sino también para la comunidad financiera internacional y demás países que atraviesan por una etapa de insuficiencia de ahorro interno.

- A través del mercado internacional observamos que México no está aislado sino que cada vez está más integrado al concierto internacional, de tal suerte que la inflación, el descenso de las corrientes comerciales, las altas tasas de interés y otros fenómenos también nos afectan al igual que lo hacen a la totalidad del mundo occidental.

- Sin embargo, los problemas de México son problemas de crecimiento, no de recesión; problemas de asignación de recursos no de falta de ellos y problemas de administración del crédito externo no de acceso al mismo.

- México cuenta en la actualidad con un acceso casi -

instrumentos financieros para participar en los mer
cados.

* Con el propósito de evitar riesgos cambiarios en mo
nedas duras, es aconsejable contratar créditos deno
minados en dólares, salvo el caso de que el tipo de
inversión requiera de otras monedas.

- Por fuente de financiamiento, la deuda se ha priva-
tizado debido principalmente a que el crédito de la
Banca Privada se obtiene sin condicionamiento en su
destino, ofrece una amplia gama de instrumentos, -
plazos, y términos financieros y al diversificarse
con distintos países e instituciones, la posición -
negociadora se fortalece. A principios de los 60's
la deuda con bancos privados representaba un 20%; -
actualmente suma más del 85%.

- Acudir a los organismos internacionales de financia
miento del desarrollo como el Banco Mundial y el -
Banco Interamericano de Desarrollo, para financiar-
proyectos y programas de desarrollo económico y so-
cial con períodos de gestación de largo plazo. Da-
da la situación actual del sistema económico mun -
dial, difícilmente podríamos abstenernos de recu -
rrir a los Organismos Financieros Internacionales.
Si bien, la participación de éstas instituciones -
con el financiamiento externo de México ha disminu
do en términos relativos, ello no significa que no
tenga importancia para el país, tanto por los crédi
tos a largo plazo que se reciben para sectores prio
ritarios y proyectos larga gestión, como el apoyo -
técnico que en ocasiones proporcionan y por el pa -
pel catalizador que en la actualidad desempeñan en
el proceso de transferencia de recursos. Estos or-

ganismos representan una fuente apropiada para realizar inversiones de fomento económico.

- El recurso del financiamiento externo ha tenido que ser utilizado por México para alcanzar tasas mayores de crecimiento que las que hubieran podido alcanzar con recursos internos solamente. En efecto, el crédito ha permitido financiar el desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos característica de un país en desarrollo y ha permitido aumentar las tasas de inversión al complementar el ahorro interno.

- En el terreno de las inversiones y lamentablemente también del gasto corriente del sector público, el crédito externo ha complementado el insuficiente nivel de ahorro interno derivado de un bajo nivel de ingresos corrientes y de capital frente a las necesidades crecientes del gasto por parte del Gobierno Federal y sus entidades. No es aconsejable el utilizar el ahorro externo para financiar gasto corriente, desgraciadamente ésto se ha hecho en el caso de México con el fin de atender problemas de corto plazo.

- Utilizar el expediente del endeudamiento externo público neto como complemento del ahorro interno, permite que el financiamiento externo se utilice para complementar el financiamiento de proyectos que aumenten la productividad, generen empleos productivos y permanentes, estimulen la creación de una tecnología propia y fomenten la producción de bienes y servicios exportables.

- A fin de resolver el problema de una insuficiente -

generación de ahorro y divisas, México debe conjugar los diferentes instrumentos de política económica como son: la fiscal, monetaria, comercial, financiera e industrial para que la política económica en los próximos años quede orientada a imprimir un gran dinamismo a la inversión pública. En general, la política del gasto público en México debe estar condicionada a política de empleo y distribución del ingreso. La generación de empleo productivo y bien remunerado es el medio más idóneo para distribuir mejor el ingreso.

La canalización de los recursos externos deberá dirigirse a complementar en financiamiento de programas y proyectos de desarrollo industrial y de infraestructura económica a fin de generar fuentes de empleo, y a la vez estimular la producción de algunos bienes industriales que se importan, y otros que se exportan con el propósito de reducir nuestro déficit comercial. Estos programas y proyectos deberán generar su propio pago de divisas.

Cuando la deuda pública externa se utiliza cautelosamente para incrementar la capacidad productiva de el país, el servicio de la deuda no plantea problemas. Un país solvente en crecimiento no se ve en la necesidad de amortizar en términos globales netos sus obligaciones financieras con el exterior. La realidad así lo prueba. De hecho, el único servicio real es el pago de los intereses. Si los recursos han sido invertidos productivamente en forma directa o indirecta, habrá un rendimiento que nos permita cubrir dicho servicio.

En el caso de México, el crecimiento del producto -

ilimitado a una oferta también casi limitada de fondos prestables, ésto es un privilegio que se comparte únicamente con los países del mundo desarrollado y algunos países exportadores de petróleo del Medio Oriente.

- Cuando se recurre al Mercado Internacional de Capitales, se está sujeto a ciertos parámetros dados y no se pueden obtener condiciones ni plazos que rebasen los límites razonables que el propio mercado fija a cada deudor. Sin embargo, aún con estas restricciones existe un cierto margen de maniobra que permite aprovechar de mejor manera las facilidades del mercado en beneficio de un deudor sofisticado.

- El progresivo desempeño de México en el Mercado Internacional de Capitales le ha permitido ir perfeccionando los mecanismos para financiar su desarrollo económico, a la vez que le ha conducido al establecimiento de lineamientos de política como son:
 - * Abrir y ampliar el acceso a los Mercados de Capital principalmente a aquellos de largo plazo, que representan los inversionistas institucionales, con la finalidad de mejorar las condiciones de los créditos comerciales que en la actualidad representan una proporción elevada del total de la deuda, y que en ocasiones, por razones de mercado se conceden a plazos y condiciones no precisamente deseables para el país.

 - * Diversificar las fuentes de crédito por país, mercados, instrumentos y monedas, con el fin de mejorar la posición negociadora del país y seleccionar la composición de nuestra deuda, así como los mejores-

en términos reales y monetarios demuestra que se tiene amplia capacidad de absorción del ahorro externo, pero no deja de tener un riesgo político al mantener el servicio de la deuda en tan altos niveles (61.1% del ingreso estimado) dado que los Organismos Internacionales consideran que el coeficiente del servicio de la deuda externa no debiera exceder del 25%. Un riesgo inmediato al servicio de la deuda sería la obligación de vender cantidades crecientes de petróleo para poder pagar ese servicio o la presión de seguir la política exterior de E.E.U.U. Por otra parte, el recurrir al financiamiento externo para hacer frente al servicio de la deuda refleja un manejo ineficiente de la política económica y financiera.

La capacidad de endeudamiento externo de un país no está bien estimada a través de reglas económicas como la relación entre la deuda y las exportaciones de bienes y servicios o la relación deuda/P.I.B. -- Tampoco es recomendable incorporar en el análisis el potencial de recursos naturales del país deudor, porque esto deja de lado aspectos importantes tales como el impacto que genera el endeudamiento externo sobre la productividad de la economía, la generación de empleo y su efecto sobre el ingreso, en suma, su propia capacidad crediticia.

El análisis de la capacidad de pago debiera hacerse comparando los pasivos derivados del endeudamiento, con la generación de activos por este concepto, y analizar éstos en función de la capacidad de respuesta de la economía.

Los ingresos en divisas procedentes del petróleo de

berán ser utilizados prioritariamente para reforzar la capacidad financiera del Estado, revitalizando con ello su papel en la economía y respaldando su poder decisorio frente a los diversos sectores sociales, así como para pagar las importaciones realmente necesarias que el país y concretamente el sector público requieren.

- Es necesario poner en marcha una estrategia de desarrollo que amplie la infraestructura y fortalezca tanto al sector agropecuario como al industrial. Debe pugnarse por grandes plantas industriales, con tecnologías propias y que sean capaces, de competir en el mercado exterior masiva y dinámicamente, sin descuidar las necesidades de la pequeña y mediana industria y teniendo como base el desarrollo del sector agropecuario.

- Deberá pugnarse por inducir a la industria a generar exportaciones que representen como mínimo el 6% del P.I.B. a fin de poder sostener altas tasas de crecimiento económico capaces de generar el número de empleos que el crecimiento demográfico por sí mismo, nos reclama.

- La política de endeudamiento seguida por las autoridades financieras podría calificarse de "desordenada", debido a que se ha recurrido al financiamiento externo para compensar necesidades inmediatas de cualquier índole, sin objetivos concretos claramente establecidos para los recursos del exterior y mucho menos aplicados en la práctica.

- En este sentido y en el momento actual, es impres-

en términos reales y monetarios demuestra que se tiene amplia capacidad de absorción del ahorro externo, pero no deja de tener un riesgo político al mantener el servicio de la deuda en tan altos niveles (61.1% del ingreso estimado) dado que los Organismos Internacionales consideran que el coeficiente del servicio de la deuda externa no debiera exceder del 25%. Un riesgo inmediato al servicio de la deuda sería la obligación de vender cantidades crecientes de petróleo para poder pagar ese servicio o la presión de seguir la política exterior de E.E.U.U. Por otra parte, el recurrir al financiamiento externo para hacer frente al servicio de la deuda refleja un manejo ineficiente de la política económica y financiera.

La capacidad de endeudamiento externo de un país no está bien estimada a través de reglas económicas como la relación entre la deuda y las exportaciones de bienes y servicios o la relación deuda/P.I.B. -- Tampoco es recomendable incorporar en el análisis el potencial de recursos naturales del país deudor, porque esto deja de lado aspectos importantes tales como el impacto que genera el endeudamiento externo sobre la productividad de la economía, la generación de empleo y su efecto sobre el ingreso, en suma, su propia capacidad crediticia.

El análisis de la capacidad de pago debiera hacerse comparando los pasivos derivados del endeudamiento, con la generación de activos por este concepto, y analizar éstos en función de la capacidad de respuesta de la economía.

Los ingresos en divisas procedentes del petróleo de

berán ser utilizados prioritariamente para reforzar la capacidad financiera del Estado, revitalizando - con ello su papel en la economía y respaldando su - poder decisorio frente a los diversos sectores so - ciales, así como para pagar las importaciones real- mente necesarias que el país y concretamente el sec - tor público requieren.

- Es necesario poner en marcha una estrategia de desa - rrollo que amplie la infraestructura y fortalezca - tanto al sector agropecuario como al industrial. De - be pugnarse por grandes plantas industriales, con - tecnologías propias y que sean capaces, de competir en el mercado exterior masiva y dinámicamente, sin - descuidar las necesidades de la pequeña y mediana - industria y teniendo como base el desarrollo del - sector agropecuario.
- Deberá pugnarse por inducir a la industria a gene - rar exportaciones que representen como mínimo el 6% del P.I.B. a fin de poder sostener altas tasas de - crecimiento económico capaces de generar el número - de empleos que el crecimiento demográfico por sí - mismo, nos reclama.
- La política de endeudamiento seguida por las autori - dades financieras podría calificarse de "desordena - da", debido a que se ha recurrido al financiamiento externo para compensar necesidades inmediatas de - cualquier índole, sin objetivos concretos claramen - te establecidos para los recursos del exterior y mu - cho menos aplicados en la práctica.
- En este sentido y en el momento actual, es impres -

cindible establecer criterios normativos para la política de endeudamiento de país, estrechamente ligados a la conceptualización de la problemática de desarrollo de México y buscar la permanencia de estos criterios, no en períodos sexenales sino en lapsos que caractericen una estrategia definida. En otras palabras, es necesario insistir en la planeación efectiva de la política financiera del estado, en el entendimiento de que las metas establecidas para la sociedad en su conjunto no pueden soslayar por más tiempo la obligación adquirida con el exterior, obligación que compromete no sólo a nuestra generación sino a las generaciones que representan el futuro del país.

B I B L I O G R A F I A

B I B L I O G R A F I A

- ALONSO AGUILAR M. "Política Mexicana sobre Inversión Extranjera"
U.N.A.M.
México, 1977.
- BASCH ANTONIN "Análisis de Mercado Latinoamericano de Capitales"
CEMLA
México, 1969.
- BAZANT JAN "Historia de la Deuda Exterior
de México 1823-1946" ;
El Colegio de México
México, 1968.
- BRCICH M. JUAN "Estructura y Transacciones -
del Sistema Financiero"
CEMLA
México, 1972.
- CHAPOY BNIFAZ ALMA "Ruptura del Sistema Monetario
Internacional"
U.N.A.M.
México, 1979.
- CHIRIBOGA J. JOSE "El Banco Interamericano de De
sarrollo Instrumento del Desa-
rrollo"
Artes Gráficas
Quito, Ecuador, 1978.

- FERNANDEZ HOLMAN ERNESTO "Política Monetaria Estabili -
dad Financiera y Desarrollo -
Económico en Centroamérica"
CEMLA
México, 1970.
- FERNANDEZ HURTADO ERNESTO "Cincuenta años de Banca Cen -
tral"
Fondo de Cultura Económica
México, 1976.
- FLORES VELAZQUEZ ANTONIO "La Crisis Monetaria Interna -
cional y sus Efectos en la Deu -
da Externa de México"
Tesis U.N.A.M. 1979.
- GILMORE "Marking Money in Mexico"
Loge-Quaes
New York.
- GREEN ROSARIO "Continuidad y Cambio en la Po -
lítica Exterior de México 1977"
El Colegio de México
México, 1977.
- GREEN ROSARIO "El Endeudamiento Público Ex -
terno de México 1940-1973"
Colegio de México
México, 1976.
- LEON ISLAS LUIS "Causas y Efectos del Endeuda -
miento Externo del Sector Públi -
co"
Tesis U.N.A.M. 1979.
- LEWIS ARTIUR W. "Evolución del Orden Económico
Internacional"
El Colegio de México
México, 1980.
- LUSTIG NORA "Panorama y Perspectiva de la -
Economía Mexicana"
El Colegio de México
México, 1980.

- LIEFTNCINCK PIETER "Deuda Externa y Capacidad de Endeudamiento de los Países en Desarrollo"
CEMLA
México, 1966.
- MARTINEZ MEZA JOSE MARIA "Sector Externo de la Economía de 1970 a 1976 a través de la Balanza de Pagos"
Tesis U.N.A.M. 1978.
- MCKINNON I. RONALD "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico"
CEMLA
México, 1974.
- DAL EGEA ALEJANDRO "Instrumentos de Política Científica y Tecnológica en México"
El Colegio de México
México, 1977.
- NIUGAU MAURICE "Historia de los Hechos Económicos Contemporáneos"
Editorial Ariel
Barcelona, 1974.
- OJEDA MARIO "Alcances y Límites de la Política Exterior de México"
El Colegio de México
México, 1976.
- PAGANO CARLOI "Evolución y Perspectivas del Endeudamiento Externo de la Banca de Fomento Latinoamericana"
A.L.I.D.E.
Argentina, 1980.
- POLAKOFF MURRAY E. "Financial Institutions and Markets"
Mac Millan
New York, 1974.

- SANCHEZ MONTEMAYOR JAIME "Emisión de Bonos del Gobierno Federal en los Mercados de Capital Internacional"
Tesis U.N.A.M. 1970
- SOLIS LEOPOLDO "La Realidad Económica Mexicana Retrovisión y Perspectivas"
Edit. Siglo XXI
México, 1977.
- SOLIS LEOPOLDO "La Economía Mexicana"
Volúmenes 1 y 2
Fondo de Cultura Económica
México, 1973.
- TORRES GAYTAN RICARDO "Teoría del Comercio Internacional"
Siglo XXI
México, 1975.
- URQUIDI L. VICTOR "Las Perspectivas del Petróleo Mexicano"
El Colegio de México
México, 1979.
- VILLARREAL RENE P. "El Desequilibrio Externo en la Industrialización de México (1929-1975) Un Enfoque Estructuralista"
Fondo de Cultura Económica
México, 1976.
- WIONCZEK MIGUEL S. "Endeudamiento Externo de los Países en Desarrollo"
El Colegio de México
México, 1979.
- "Boletines Fondo Monetario Internacional"
Varios Números
Fondo Monetario Internacional
Washington, E.U.A.

Boletines CEMLA
Varios Números
México

"Boletines de Indicadores Económicos Internacionales"
Varios Números
Banco de México, S. A.
México

"Comercio Exterior"
Varios Números
Banco Nacional de Comercio Exterior, S. A.
México.

"El Mercado de Valores"
Varios Números
Nacional Financiera, S. A.
México.

"Finanzas y Desarrollo"
Varios Números
Fondo Monetario Internacional-
y Banco Mundial
Washington, E.U.A.

Informe Anual
Banco de México
México 1976, 1977, 1978, 1979.

"El Trimestre Económico No. 169"
Fondo de Cultura Económica
México Enero-Marzo, 1976'

"El Trimestre Económico No. 177"
Fondo de Cultra Económica
México Enero-Marzo 1978.

"El Trimestre Económico No. 182"
Fondo de Cultura Económica
México Abril-Junio, 1979.

"El Trimestre Económico No. 183"
Fondo de Cultura Económica
México Julio-Septiembre 1979

Plan Nacional de Fomento Coope
rativo
Secretaría de Trabajo y Previ-
sión Social
México, 1980.

Plan Global de Desarrollo --
1980-82
Secretaría de Programación y -
Presupuesto
México, 1980.

Plan Nacional de Desarrollo In
dustrial 1979-82
México, 1979.

Secretaría de Patrimonio y Fo-
mento Industrial.

Revista Comercio Exterior
Varios Números