

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO Y
LOS CETES COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO
DEL DEFICIT PUBLICO.

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE LICENCIADO EN ECONOMIA PRESENTA

JOSE LUIS LOPEZ ZAMUDIO

1 9 8 7

84
Zej



Universidad Nacional
Autónoma de México



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 está 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.

I N D I C E

	Pag.
1. LA INTERMEDIACION FINANCIERA COMO PARTE IMPORTANTE DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA	1
1.1. LA INTERMEDIACION FINANCIERA EN LOS PAISES EN DESARROLLO	2
1.2. ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO	3
1.3. LA BANCA CENTRAL	3
1.4. INTERMEDIARIOS BANCARIOS	4
1.5. INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS	4
1.6. FUNCIONES DE LA INTERMEDIACION FINANCIERA	5
1.7. EL MERCADO DE VALORES	6
2. EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO (SFM).....	11
2.1. ORIGEN Y DESARROLLO DEL SFM	11
2.2. ESTRUCTURA Y FUNCIONES DEL SFM	14
2.2.1. EL SISTEMA BANCARIO MEXICANO	15
2.2.1.1. EL FRACASO DE LA ORTODOXIA MONETARISTA Y LA "NACIONALIZACION DE LA BANCA".....	15
2.2.1.2. ESTRUCTURA DEL SISTEMA BANCARIO MEXICANO A PARTIR DE LA "NACIONALIZACION".....	22
2.2.2. EL MERCADO DE VALORES	27
2.2.2.1. FACTORES QUE INTEGRAN EL MERCADO DE VALORES	28

3.	LOS CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION (CETES)	43
3.1.	ALGUNOS ANTECEDENTES	43
3.2.	ORIGEN DE LOS CETES	44
3.3.	COLOCACION PRIMARIA DE CETES	45
3.4.	OPERACIONES CON CETES	48
3.5.	LOS CETES FRENTE A OTROS ACTIVOS FINANCIEROS..	52
3.6.	EVOLUCION DE LOS CETES EN EL PERIODO 1978-1985	55
4.	LAS FINANZAS PUBLICAS Y EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO	61
4.1.	ESTRUCTURA DE LAS FINANZAS PUBLICAS	61
4.1.1.	EL DEFICIT PRESUPUESTAL Y SU COMPORTAMIENTO EN LOS 80's	62
4.1.2.	MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO	67
4.1.3.	LOS CETES COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO	72
4.2.	EFFECTOS DE LA EMISION EXCESIVA DE CETES EN LA ECONOMIA	76
4.2.1.	LA CARRERA DE LAS TASAS DE INTERFS	76
4.2.2.	DESINTERMEDIACION FINANCIERA	79
4.2.3.	EL DESPLAZAMIENTO DE LA INVERSION PRODUCTIVA, UN ANALISIS ECONOMETRICO	83
	CONCLUSIONES	91
	AFENDICE ESTADISTICO	94
	AFENDICE ECONOMETRICO	132
	BIBLIOGRAFIA	141

INTRODUCCION

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

En el trabajo titulado "El Sistema Financiero Mexicano (SFM) y los CETES como Mecanismo de Financiamiento del Sector Público" se plantea la estructura y funciones de los diferentes organismos que integran el Sistema Financiero Mexicano y en este contexto se establece el papel de los CETES como mecanismo de financiamiento del sector público, manteniendo como hipótesis principal que el Estado a través de este instrumento obstruye el proceso de intermediación financiera y compete con la actividad productiva en la canalización de los recursos, al absorber los recursos que bien podrían ser invertidos por el sector privado de la economía.

Para el mejor desarrollo del presente trabajo se elaboraron 4 capítulos y un apartado para las conclusiones y recomendaciones.

En el primer capítulo titulado, "La intermediación financiera como parte importante de la actividad económica" se trata de ubicar al lector dentro del tema proporcionándole una explicación sencilla de como se lleva a cabo el proceso de intermediación financiera y cuales son las ventajas que le ofrece a cualquier economía que cuenta con un sistema financiero.

Asimismo, en este apartado se hace mención de los diferentes organismos que conforman la estructura del sistema financiero como son: La Banca Central, los intermediarios financieros bancarios, los intermediarios financieros no bancarios y el mercado de valores; enfatizando en la descripción de cuales son sus funciones y características dentro del proceso.

En el segundo capítulo nos abocamos al caso de México en la descripción y análisis del Sistema Financiero, señalando su origen y desarrollo, así como su estructura y funciones. En este apartado se hizo una división entre el Sistema Bancario Mexicano y el Mercado de Valores.

Dentro del Sistema Bancario Mexicano, nuestro interés se centra en mostrar la configuración del mismo a partir de la "Nacionalización de la Banca" tomando en consideración las condiciones que dieron lugar a ella, analizando las diversas reformas y leyes orgánicas que le dan un nuevo matiz a este sistema dentro del proceso de captación y financiamiento de recursos.

En el apartado del Mercado de Valores se pretende plantear una breve reseña del desarrollo formal del Mercado de Valores de nuestro país para posteriormente explicar detalladamente los factores que lo integran, sus funciones y las operaciones que se realizan dentro de él.

En este apartado resalta la importancia de establecer una distinción entre los activos financieros que forman parte de dicho mercado, caracterizándolos en activos financieros del mercado de capitales, ya sea valores de renta variable o valores de renta fija, y activos del mercado de dinero. Esto con la finalidad de establecer claramente a que mercado pertenecen los CETES, dadas sus características y cuales son sus principales competidores desde el punto de vista del inversionista, de tal forma que se facilite nuestro estudio sobre este instrumento.

En el tercer capítulo, llevamos a cabo un análisis detallado de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), importante instrumento de financiamiento del Gobierno Federal, tomando en consideración desde su origen hasta su importante desarrollo que ha tenido al constituirse en el instrumento más operado en la Bolsa Mexicana de Valores, pasando por la revisión de su emisión primaria, circulación en poder del público, tasa de rendimiento y operatividad.

En este apartado, también se dan a conocer las diferentes operaciones con CETES que puede realizar el público inversionista, indicando las fórmulas para el cálculo de su precio, su tasa de rendimiento de acuerdo a los días por vencer y el punto de equilibrio en término de días para no perder ni ganar en la compra venta del título de manera prematura.

El cuarto capítulo está dedicado al estudio de las finanzas públicas, analizando las partes de ingreso y gasto que dan origen al déficit presupuestal y cual ha sido su comportamiento.

Asimismo se analizan las características de los CETES como mecanismo de financiamiento del sector público y sus efectos dentro de la economía, entre ellos se encuentra la carrera de las tasas de interés que cada vez han encarecido más y más el financiamiento al sector privado; la desintermediación bancaria debido a la mayor canalización de recursos hacia el mercado de valores y finalmente, y como resultado de lo anterior, el desplazamiento de la inversión productiva.

En este apartado se ha dejado reservado un párrafo para realizar un análisis econométrico de apoyo que nos ayude a demostrar nuestra hipótesis.

El análisis se centra en la estimación de una función de inversión :

$$I = a + bY + cCETES + dTR + u$$

(+) (-) (-)

en donde: a, b, c, y d son los parámetros a estimar.

I = Inversión Fija Bruta.

CETES = Importe de CETES emitidos

TR = Tasa de rendimiento de los CETES.

u = Término estocástico

Finalmente en un quinto apartado se establecerán las conclusiones.

CAPITULO 1

1.- LA INTERMEDIACION FINANCIERA COMO PARTE IMPORTANTE DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA.

En cualquier economía, para alcanzar el desarrollo económico (1) es necesario que se lleve a cabo un proceso de formación de capital, de tal forma que se incremente la estructura productiva industrial, aumente la productividad, se eleve el nivel de ingreso de las empresas y se incremente el nivel de ingreso y por lo tanto de ahorro de las familias, proporcionando los recursos necesarios para mantener un proceso de crecimiento que permita alcanzar los dos objetivos más importantes de los países en desarrollo: aumentar la tasa de crecimiento del ingreso per cápita y mejorar el nivel de bienestar económico, en términos de bienes y servicios.

Sin embargo, al interior de la economía, las relaciones comerciales dan lugar a la creación de unidades deficitarias y unidades superavitarias, existiendo la separación entre las funciones de ahorro e inversión; Este hecho hace necesaria la existencia de un sistema financiero, el que se constituye como un medio que posibilita la transferencia de recursos de quienes generan ahorros hacia quienes requieren montos adicionales a sus propios ingresos para destinarlos a la inversión o al consumo, dando origen al proceso de intermediación financiera.

Los prestatarios tendrán que pagar intereses por los fondos recibidos y el costo de dichos fondos sirve para racionar su uso entre los diferentes agentes de la economía.

Las condiciones necesarias para la existencia de la intermediación financiera son:

- Una distribución no uniforme de las capacidades empresariales dentro de la sociedad.

- La existencia de grandes inversiones indivisibles que pueden ofrecer altos rendimientos y que además generen un fuerte crecimiento de la economía, que coadyube al desarrollo de la misma, es decir, la existencia de inversiones en donde el volumen requerido de ahorro excede ampliamente el ahorro de una unidad económica.

Este tipo de grandes inversiones solo es posible mediante el uso de instrumentos financieros que transfieren los recursos monetarios de un gran número de ahorradores hacia un pequeño número de inversionistas.

1.1.- LA INTERMEDIACION FINANCIERA EN LOS PAISES EN DESARROLLO.

Cuando los países carecen de sistemas financieros, el crecimiento de las empresas se sustenta esencialmente en el ahorro interno de las mismas, capitalización de utilidades, y en el crédito de corto plazo, sea éste de bancos comerciales o de proveedores. Esta forma de crédito determina una estructura de capital extremadamente sujeta a riesgos, frenando las posibilidades de un desarrollo ordenado de las empresas.

En los países en desarrollo, los ahorradores prefieren acumular activos tangibles, tales como: inmuebles, metales preciosos, divisas, etc., en lugar de activos financieros, primarios o secundarios, como el dinero o el crédito, reflejándose la existencia de una tecnología financiera primitiva afectada por dos factores distorsionantes:

- La dependencia del crédito de la cantidad de ahorro.
- La existencia de fenómenos que deterioran el nivel de ingreso real, como la espiral inflación-devaluación que afecta el flujo de los recursos hacia la inversión y la producción.

En estos países, el sistema financiero por sí mismo no puede desempeñar sus funciones de manera adecuada y eficiente, por lo que se hace necesaria la participación del Estado (2) el que debe crear las condiciones legales e institucionales adecuadas para fortalecer el proceso ahorro-inversión y distribuir los recursos entre las actividades calificadas como prioritarias para el desarrollo socioeconómico.

No obstante, conforme el proceso de desarrollo económico avanza y se modifica la estructura productiva, se hace necesario que el sistema financiero también presente un proceso de crecimiento, manifiesto en una mayor participación de los agentes económicos y de un mayor número de intermediarios financieros que incrementen la productividad del dinero al proporcionar una mayor diversificación de los planes de inversión, cubriendo las preferencias del público ahorrador y presenten un mayor número de alternativas y formas de acceso al crédito, en términos de monto, plazo y tasas de interés.

1.2.- ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO.

Los elementos que conforman un sistema financiero son:

- * El dinero como instrumento para acumular valor;
- * Los órganos reguladores como el Banco Central y las Comisiones Nacionales;
- * Las instituciones especializadas en la intermediación;
- * Las normas jurídicas que regulan su funcionamiento; y
- * Las políticas que determinan la orientación del sistema.

Los órganos centrales ejercen sus funciones reguladoras sobre las instituciones especializadas en la intermediación, las que pueden clasificarse en instituciones bancarias (monetarias) y no bancarias (no monetarias), de propiedad pública, privada o mixta.

1.3.- LA BANCA CENTRAL

El concepto de Banco Central da a éste la connotación fundamental, como banco de bancos, de ser la institución reguladora de los medios de pago y del crédito, otorgando apoyo de última instancia a la banca comercial, a las finanzas públicas y a la balanza de pagos.

La distinción entre la banca central y la banca comercial radica en sus objetivos; La banca comercial persigue antes que nada obtener utilidades, en tanto que al Banco Central le interesan los efectos de sus operaciones sobre el sistema económico. Así, el objetivo fundamental de un Banco Central es el de controlar a los bancos comerciales en una forma tal que se promueva la política monetaria general del Estado. Sin embargo, el hecho de que el Banco Central obre como banquero del Gobierno presenta la desventaja de influir de manera perturbadora en la cantidad de dinero del sistema bancario, restándole eficiencia a la política monetaria. (3)

A la mayor parte de los bancos centrales se les prohíbe hacer negocios ordinarios con el público, ya que entra en relaciones de competencia con los bancos comerciales, lo que se puede traducir en una menor autoridad para desarrollar su actividad fundamental de regulación, como banco de bancos, sobre el sistema económico.

1.4.- INTERMEDIARIOS BANCARIOS

El sistema bancario actúa como intermediario que emite obligaciones y ofrece créditos para lograr la transferencia de fondos; se divide en Banca Comercial y Banca de Fomento, esta última está constituida por instituciones financieras dedicadas a facilitar recursos no solamente crediticios, sino de asistencia técnica para la evaluación y desarrollo de proyectos; Asimismo tiene la misión de promover y satisfacer las necesidades de financiamiento de los diferentes sectores productivos.

El sistema bancario, es también denominado monetario, por la capacidad de creación de dinero que tiene; El Banco Central la tiene por la facultad de emisión de moneda a base de la compra de activos (oro y divisas) o del endeudamiento del Estado; la Banca Comercial y la de Fomento son instituciones financieras capaces de crear dinero al recibir depósitos y otorgar créditos, un banco que hace un préstamo a un cliente no le proporciona dinero en efectivo, sino que le da el préstamo en forma de un depósito, permitiéndole adquirir efectivo o girar cheques contra su cuenta y así hacer sus pagos, de esta manera aunque de manera física no se incrementa la cantidad de dinero en circulación, existe un incremento de la oferta monetaria a través del efecto multiplicador. (4)

El sistema bancario está vinculado con el sector real al financiar el proceso de producción, adelantando los fondos necesarios para el pago de los factores de la producción, parcial o totalmente, hasta el momento en que el bien o servicio producido sea vendido y recuperados los costos incurridos.

1.5.- INTERMEDIARIOS NO BANCARIOS.

El sistema financiero no bancario, no tiene la capacidad de crear dinero, sólo permite la transferencia directa de fondos por medio de la colocación de acciones y obligaciones de empresas entre las unidades económicas que poseen excedentes monetarios. Este sistema está vinculado al proceso de desarrollo de la economía, en concreto con la creación de capacidad productiva a través del proceso ahorro-inversión.

Entre las instituciones que pertenecen a este sistema se encuentran : Las Compañías de Seguros y Fianzas, las que captan recursos del público a través del préstamo de un servicio que asume algún riesgo y para hacerles frente acumulan reservas que, al ser invertidas en activos que proporcionan rendimientos, las transforman en importantes inversiones institucionales; Los Fondos de Pensiones, en donde se mantienen los recursos de las empresas que garantizan la jubilación de sus obreros y empleados, las reservas de estos fondos son invertidas en activos que generan rendimientos y de esta manera canalizan el ahorro que captan hacia la inversión; y Las Casas de Bolsa, que son intermediarios financieros que se encargan de proporcionar diversos servicios de ahorro e inversión, sustentados en los activos operados en la Bolsa Mexicana de Valores.

1.6.- FUNCIONES DE LA INTERMEDIACION FINANCIERA.

Las funciones de la intermediación financiera son crear créditos, traspasar fondos de préstamo y permitir la diversificación y acumulación de activos.

El crédito.-La creación de crédito permite a los diversos agentes económicos (Gobierno, empresas y familias) endeudarse, es decir, tener un nivel de gasto superior a su ingreso corriente.

Los créditos pueden destinarse:

- Al financiamiento de la inversión primaria de la planta productiva, incrementando la capacidad económica de un país y por consiguiente fomentando el proceso de desarrollo económico a largo plazo.
- A la producción corriente, siendo ésta la función típica de la intermediación financiera tradicional. Esta tarea esta ligada al sostenimiento de un determinado nivel de actividad económica.
- Al financiamiento del consumo, de esta manera se asegura y/o amplía el nivel de la demanda efectiva en dos vertientes: por un lado, facilita los gastos en bienes de consumo que tienen un alto valor unitario, sobre todo cuando sus precios de venta son muy superiores al nivel del ingreso medio corriente de la población; y por el otro, busca elevar el nivel de la demanda efectiva cuando por razones coyunturales se encuentra deprimida.
- A la adquisición de los activos financieros ya existentes con fines especulativos o de acumulación. La adquisición de activos financieros es la actividad que históricamente originó y promovió los llamados mercados de capitales.

En la medida en que la acumulación financiera permita obtener utilidades y que éstas induzcan decisiones de inversión productiva, aumentará la actividad económica, por el contrario, una baja excesiva en la tasa de utilidad de la acumulación financiera puede crear condiciones para desestimular la actividad económica, al reducir las oportunidades atractivas de inversión.

Traspaso de fondos de crédito.- En forma complementaria al sistema bancario, el traspaso de fondos se constituye como una forma de financiamiento directo entre las unidades económicas, las unidades deficitarias toman prestado recursos mediante la emisión de obligaciones primarias (acciones, bonos, deudas comerciales, hipotecas y títulos del gobierno) que las unidades superavitarias adquieren directamente o en el mercado de valores.

Diversificación y acumulación de activos.- Esta función del sistema financiero se desarrolla a través del financiamiento indirecto, cuando el sistema bancario y las distintas instituciones financieras adquieren las obligaciones primarias emitidas por las unidades deficitarias (deuda directa) y emite obligaciones propias (deuda indirecta) que adquieren las unidades superavitarias, este proceso de separación entre la deuda directa y la indirecta permite multiplicar el crédito y compatibilizar una estructura de pasivos, con distintos plazos, riesgos y garantías, de acuerdo con los gastos que se necesita financiar, diversificando los activos financieros de acuerdo a los intereses de los ahorradores.

Una vez establecida la distinción entre los intermediarios financieros bancario y no bancarios; y establecer sus funciones, es necesario distinguir el mercado de capitales, en donde se efectúan las operaciones a largo plazo; y el mercado de dinero, en donde se efectúan las operaciones de corto plazo, dentro del mercado de valores.

1.7.- EL MERCADO DE VALORES.

El mercado de valores es un sistema que permite la emisión, colocación y distribución de títulos bursátiles, dentro del mercado de dinero y de capitales, sin considerar al sistema bancario.

Al interior del mercado de valores existe el mercado primario y el secundario:

El mercado primario.- Es el mercado de nuevas emisiones de títulos, acciones u obligaciones, de nuevas firmas o de firmas ya existentes; Se constituye como el intermediario del flujo de recursos entre la empresa y el público inversionista, afectando el capital productivo de la primera.

El mercado secundario.- Es el mercado donde se efectúan transacciones entre los inversionistas de títulos, bonos, acciones u obligaciones, previamente emitidas públicamente, además propicia la mejor valoración de los activos financieros y otorga liquidez al sistema.

Los dos mercados, primario y secundario, se encuentran íntimamente relacionados, ya que, a menos que exista un mercado secundario eficiente que provea de liquidez necesaria a los inversionistas, los ahorradores se mostrarán reacios a invertir; por otra parte, si el mercado secundario atraviesa un momento de auge, es muy probable que las nuevas emisiones del mercado primario tengan una acogida positiva.

En relación al mercado de capitales y de dinero podemos mencionar lo siguiente:

En el mercado de capitales los instrumentos financieros son usados a largo plazo, por lo que lo podemos definir como el conjunto de ofertas y demandas de fondos para el financiamiento o la inversión a largo plazo, su objetivo principal es incrementar la tasa de ahorro para financiar la formación del stock de capital, los activos financieros que participan en el mercado son: préstamos bancarios a largo plazo como son: hipotecarios, refaccionarios, de habilitación y de avío; los bonos, las obligaciones y las acciones en general.

Asimismo, el mercado de dinero lo podemos definir como el conjunto de ofertas y demandas sobre fondos para el financiamiento o la inversión a corto plazo; Los activos financieros que participan en este mercado son: las aceptaciones bancarias, pagares bancarios, el papel comercial, los valores gubernamentales de corto plazo, etc..

El propósito principal de todo mercado de dinero es el de auxiliar a las unidades económicas en su esfuerzo por aprovechar al máximo posible sus recursos ociosos, manteniendo al mismo tiempo la liquidez necesaria que les permita hacer frente a las variaciones en su flujo de fondos, por lo que los elementos esenciales de los activos financieros de corto plazo son rentabilidad y liquidez.

El origen de los fondos del mercado de dinero son: las instituciones bancarias, los recursos temporales excedentes de las empresas, los inversionistas institucionales, diversas entidades extranjeras y el Banco Central como fuente residual.

La demanda es ejercida por el Gobierno y sus entidades a través de emisiones de deuda, cuyos fondos se utilizan para cubrir déficits transitorios o estacionales; Por empresas privadas que requieren recursos financieros para capital de trabajo o activo circulante; Por las instituciones bancarias que ceden parte de su cartera para obtener liquidez; y por los corredores de bolsa que obtienen préstamos para financiar las operaciones de sus clientes, así como para mantener sus propias tenencias de valores.

NOTAS AL CAPITULO 1

(1) El desarrollo económico se entienda en términos de un cambio estructural en el que la economía esta en proceso de alcanzar un nivel de desarrollo industrial, en el que existe un mayor stock de capital, una mayor participación de la producción industrial, un incremento del ingreso per cápita, etc.. Suárez, Eduardo; "Consideraciones sobre el concepto del desarrollo económico", El Trimestre Económico No. 123, México; F.C.E.

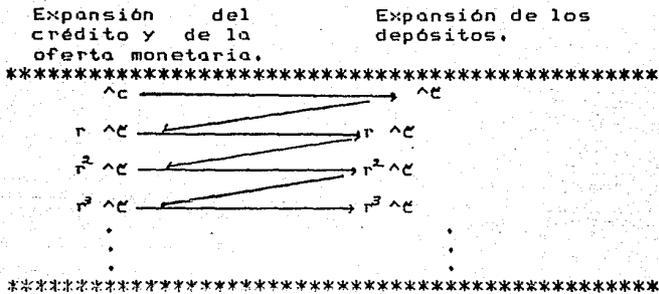
(2) En el caso de México es necesaria la intervención del Estado para un mejor control y vigilancia de las instituciones de crédito. En las reformas realizadas en 1967 a la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares de 1941 se señala: "La actitud del Estado... no puede ser simplemente de vigilancia, por el contrario, ante la trascendencia de los fenómenos monetarios y crediticios, sobre el consumo, el ahorro y la inversión y, en última instancia, sobre la economía en general, la necesidad de intervenir en la regulación de tales procesos es no sólo conveniente, sino que constituye un imperativo de la política económica contemporánea." Tello, Carlos; "La Nacionalización de la Banca en México", México, 1984, Ed. Siglo XXI.

(3) El Banco Central puede influir sobre la base de efectivo del sistema bancario comercial o a través de una modificación del encaje legal, a su vez el Banco Central puede controlar la emisión primaria de dinero, pero no la cantidad de dinero en circulación debido al efecto del multiplicador bancario. Por otra parte, las perturbaciones que sufre la política monetaria se relacionan con el nivel de las tasas de interés y la cantidad de crédito otorgado a los diferentes sectores de la economía. Dornbusch y Fischer; "Macroeconomía", México, 1983. Ed. Mc Graw Hill.

(4) El efecto multiplicador del sistema bancario, se fundamenta en el hecho de que los bancos deben mantener sólo un determinado porcentaje de sus depósitos como reserva; dicho porcentaje esta determinado por el encaje legal que fija el Banco Central, de tal forma que el resto lo pueden otorgar como un crédito, el que nuevamente se puede constituir como un depósito, y así sucesivamente, incrementándose la oferta monetaria en un múltiplo de la expansión original del crédito.

En el cuadro siguiente se muestra un análisis por etapas del efecto multiplicador:

Supongamos una expansión original del crédito de " Δc " donde el porcentaje de encaje legal es " r ".



La suma de la expansión de la oferta monetaria es:

$$\begin{aligned} \Delta c &= \Delta c + r \Delta c + r^2 \Delta c + r^3 \Delta c + \dots \\ &= \Delta c (1 + r + r^2 + r^3 + \dots) \end{aligned}$$

donde $r < 1$ y al ser una progresión geométrica su suma es:

$$\Delta c = \Delta c \frac{1}{1 - r}$$

donde $\frac{1}{1 - r}$ es el multiplicador bancario máximo, en la

realidad, el efecto multiplicador esta sujeto a filtraciones y compensaciones por lo que nunca adquiere su nivel máximo.

Op cit.: Dornbusch y Fischer; "Macroeconomía" ...

CAPITULO 2

2.- EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Generalmente el desarrollo de los mercados financieros se produce paralelamente a la forma productiva que tiene un país dado. Así, si un país cuenta con una economía subdesarrollada difícilmente contará con mecanismos altamente desarrollados para financiar su sector productivo, por lo que ésta responsabilidad la tendrá que asumir el sector público, tratando de canalizar parte de sus ingresos hacia la producción industrial o cuando menos crear condiciones de infraestructura que permitan una mayor acumulación de capital que provoque una expansión de los sectores económicos.

En nuestro país el sistema financiero se ha venido desarrollando con características especiales de acuerdo al desenvolvimiento de nuestra economía y se ha definido la actividad financiera como un servicio público sujeto a concesión del Estado de acuerdo con cuatro leyes: Las bancarias de 1924, 1926 y 1932; y la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares de 1941.

Sin embargo, para poder hablar del Sistema Financiero Mexicano (SFM) es necesario señalar el origen y desarrollo de las instituciones más importantes que lo integran, tales como: El Banco de México S.A., Nacional Financiera S. A. y la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V., así como la Comisión Nacional Bancaria.

2.1.- ORIGEN Y DESARROLLO DEL SFM.

Al inicio del actual siglo, México disponía de un rudimentario sistema bancario, carente de Banco Central, en donde los grandes bancos comerciales emitían su propio papel moneda. Este esquema se resquebrajó durante la etapa armada de la Revolución Mexicana, por lo que al final de este periodo el país carecía de un sistema de intermediación financiera.

La constitución del Banco de México S.A. en 1925, que fue precedida por el decreto de la Ley de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios en 1924, constituyó el primer paso para la reorganización de un sistema financiero que tuviera como base la existencia de un Banco Central.

El Banco de México comenzó operando como un banco comercial, prestando y recibiendo depósitos directamente del público, con privilegios especiales al asignarles las siguientes funciones:

- Regular el circulante y el tipo de cambio a través del monopolio de la emisión de billetes y mantener la administración del "fondo regulador" que determinaba la acuñación de monedas, según el resultado de las transacciones con el exterior y las necesidades de circulante de la economía.

- Regular las tasas de interés al ser autorizado como banco de depósito y descuento, y a redescantar documentos de carácter mercantil a tasas inferiores a las del mercado.

En esta década, los 20's, también se crea la Comisión Nacional Bancaria y el Banco Nacional de Crédito Agrícola, creándose los primeros requisitos institucionales para la restauración del sector financiero.

Para la década de los 30's el Banco de México S.A. dejó de fungir como banco comercial, debido principalmente a la gran depresión mundial de 1929-1933 que dejó sentir sus efectos sobre la economía mexicana al deteriorar la balanza comercial, así como, disminuir las reservas internacionales, la oferta monetaria y la producción de bienes y servicios, por lo que se requería de una reforma monetaria que restructurara el funcionamiento del Banco de México S.A..

La reforma monetaria se inició con la Ley Calles que se decretó en 1931, implicando cambios en la Ley constitutiva del Banco de México S. A. en 1932, eliminando su función como banco comercial que venía desempeñando y convirtiéndolo en un banco central de duración indefinida que persiguiera los siguientes objetivos:

- *.-Regular la emisión y circulación monetaria, la tasa de interés y los cambios sobre el exterior.
- *.-Redescantar documentos de carácter mercantil.
- *.-Centralizar las reservas bancarias de los bancos comerciales y fungir como cámara de compensación.
- *.-Encargarse del servicio de tesorería del Gobierno Federal.

Años más tarde se decide crear las primeras grandes obras de infraestructura, incrementar la manufactura de bienes y servicios estratégicos, así como los de educación y salubridad, con lo que el esquema de desarrollo económico rebasó las posibilidades del servicio de intermediación financiera con que se contaba, por lo que se plantean las primeras reformas a la Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios, perfeccionando el marco jurídico que daría origen, en 1934, a la Nacional Financiera, con el objetivo básico de crear un sistema movilizador de recursos financieros destinados a crear una infraestructura y una planta industrial para el país.

Otros bancos oficiales que se organizaron fueron el Banco Nacional de Crédito Ejidal y el Banco Nacional de Comercio Exterior, con la finalidad de promover aspectos sectoriales del desarrollo económico.

Asimismo, el Banco de México S.A. se fortaleció como banco central al requerir de mayor flexibilidad financiera el programa de desarrollo social y económico lanzado por el Presidente Cárdenas, por lo que se introducen dos innovaciones a su reglamento estatutorio:

- 1.- El sistema de encaje legal flexible que serviría como instrumento de política de control selectivo del crédito.
- 2.- Se le otorgaría la autorización para emitir valores de renta fija en representación del Gobierno Federal.

De igual manera en 1940, la Ley Orgánica de Nacional Financiera la facultó para operar definitivamente como banca de fomento, siendo su existencia fundamental para obtener el financiamiento que permitiera llevar a cabo los programas estatales de inversión e infraestructura de acuerdo a los planes gubernamentales de desarrollo económico, posteriormente, en 1974, la Ley Orgánica de la institución la constituyó como banca múltiple y como agente para la emisión y colocación de títulos de deuda del Gobierno Federal.

Paralelamente a la constitución del Sistema Bancario, se venía constituyendo el Mercado de Valores.

La primera Bolsa de Valores de México se constituyó el 21 de octubre de 1884, sin embargo, tuvo una existencia muy corta debido, principalmente, a que la oferta de capitales era exigua. No obstante la desaparición de esta bolsa, el 4 de enero de 1907 los miembros de la misma la hicieron renacer bajo el nombre de Bolsa Privada de México y para 1910 se transformó en la Bolsa de Valores de México S.C.L.

En 1928 se decretó que las Bolsas de Valores estarían sujetas a la inspección de la Comisión Nacional Bancaria; y un año más tarde se facultó al Ejecutivo Federal para legislar sobre instituciones de crédito con el propósito de abrir causas más amplias para el desarrollo del sistema financiero, lo que permitió establecer la Ley Bancaria de 1932, estableciéndose las bases para que en 1933 la Bolsa de Valores de México S.C.L. se transformara en la Bolsa de Valores de México S.A. de C.V. y se considerara como una organización auxiliar de crédito.

De esta manera, quedaron constituidas las instituciones que permitirían el financiamiento del desarrollo económico bajo el régimen de banca central en el que se basa el SFM para controlar y regular la política monetaria y crediticia del país.

2.2.- ESTRUCTURA Y FUNCIONES DEL SFM.

En este apartado señalaremos las instituciones y organismos que constituyen el SFM, haciendo una separación entre el Sistema Bancario Mexicano y el Mercado de Valores, únicamente con fines metodológicos ya que en la realidad se encuentran estrechamente vinculados.

En el cuadro siguiente se presenta la estructura global del SFM :

ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO	
	BANCA MULTIPLE
	- S.N.C.
	- Banco de Comercio
	Nacional
	Regional
BANCA NACIONALIZADA	< - Interregional
	BANCA ESPECIALIZADA
	- Depósito
	- Ahorro
	- Calificación
	- Hipotecaria
BANCO DE MEXICO	Banco Nacional del Pequeño Comercio
	Banco Nacional de Ouros
INSTITUCIONES	Banco Nacional de Comercio Exterior
NACIONALES DE	< Banco de Crédito Rural
CREDITO Y/	Nacional Financiero
	Banco Nacional de Pesca
	Banco Nacional del Comercio y Fomento Mero
	Patrimonio del Ahorro Nacional
INSTITUCIONES DE	CITI BANK
CREDITO NO	< BANCO GIBERO
NACIONALIZADAS	
REPRESENTACION DE	MORGAN GUARANTY TRUST
BANCOS EXT. EN	< CHASE NATIONAL BANK
MEXICO	BANK OF CANADA
EXISTENCIA NACIONAL	PRIVADAS Y PUBLICAS
BANCA Y DE	- FINANCIERAS
SEGUROS	- ASESURADORAS
	< FINANCIERAS
INSTITUCIONES	- FIANCIERAS DE CREDITO
ASISTENTES DE	- BANCOS DE DEPOSITO
CREDITO	- CASAS DE CAMBIO
	PRIVADAS
	- VIDA
	- ACCIDENTES
	- SAUROS
	- SEGUROS
COMPANIAS DE SEGUROS	PUBLICAS
	- ASESURADORA B.
	- ASESURADORA B.
	- SEGURO AGRICOLA Y
	SEGURO
EXISTENCIA NACIONAL	EXISTENCIA DE PAPEL
DE VALORES	BURSATIL
	BOLSA DE VALORES
	CASAS DE BOLSA
mercado de valores	<
	SOCIETADES DE
	INVERSION
	- RENTA FIJA
	- RENTA VARIABLE
	INDENAL
	AGENCIAS CALIFICADORAS
	STANDARD & P. MOODY'S

2.2.1.- EL SISTEMA BANCARIO MEXICANO (SBM)

Hasta el primero de septiembre de 1982 el SBM estaba constituido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCF), el Banco de México S.A., las Instituciones Nacionales de Crédito, la Banca Múltiple, las Organizaciones e Instituciones Auxiliares de Crédito y la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.

A partir de esta fecha, con el decreto de la "Nacionalización de la Banca" (retiro de concesión a los particulares para realizar la actividad de banca y crédito) se inicia un proceso de reestructuración del SBM, dando lugar al establecimiento de un nuevo marco jurídico que de sustento a las instituciones que lo forman y a las funciones que desempeñan.

El SBM pretendía adecuarse a las necesidades de la política monetaria que hasta esta fecha se mostró ineficiente, en parte por la ortodoxia monetarista (1) y en parte por la falta de control sobre el sistema bancario privado que predominó en la economía.

A continuación se presenta brevemente los sucesos económicos que antecedieron a la "Nacionalización de la Banca" y que dieron origen al nuevo SBM, para después presentar su estructura y funciones.

2.2.1.1.- EL FRACASO DE LA ORTODOXIA MONETARISTA Y LA "NACIONALIZACION DE LA BANCA"

Al inicio de los 70's la política económica adoptada para el desarrollo de la economía mexicana durante los últimos 20 años se agotaba, el llamado modelo de sustitución de importaciones había ampliado el déficit comercial de la balanza de pagos, generando un creciente desempleo y subempleo, deteriorando la situación de las finanzas públicas, aumentando la concentración del ingreso y propiciando un crecimiento desproporcionado de los sectores y ramas productivas.

Síntomas que anunciaban el inicio de una crisis económica, que también se hacía presente en el ámbito financiero. En 1973 se inicia un proceso de desintermediación financiera que se traducía en una fuerte fuga de capitales, a ello se aunó el crecimiento de la participación del crédito externo dentro del financiamiento del gasto público y privado, tanto por la insuficiencia de la intermediación financiera, como por las altas tasas de interés que se aplicaban a los créditos en moneda nacional.

A partir de 1973 se da un proceso de diversificación de los instrumentos de captación, con el propósito de aumentar la captación en pesos y de lograr una mayor permanencia del ahorro.

Primero fueron los certificados de depósito bancario a 3, 6, 12 y 24 meses, asimismo, con la finalidad de evitar la fuga de capitales, se autorizó a los bancos de depósito a captar recursos en dólares en toda la república, pero únicamente provenientes de residentes en el extranjero y en la zona fronteriza del país. En 1974, se autorizó a las financieras a captar dólares en toda la república y en 1976 el Banco de México autorizó la apertura de depósitos en dólares a 3 y 6 meses a nivel nacional, hasta por un 10% de pasivo exigible de las instituciones de depósito y financieras; esta medida no evitó la salida de capitales y en cambio si activó una reconversión de pasivos en moneda nacional a los denominados en moneda extranjera, dándose la pérdida de soberanía monetaria al permitir las autoridades la operación paralela de dos patrones monetarios: el peso y el dólar.

Posteriormente, se autorizaron los depósitos a plazo retirables en días preestablecidos, para sustituir a los que hasta 1977 se constituían como los bonos financieros, asimismo, se eliminan los depósitos a plazo opcional, se introducen los Petrobonos y en 1978 empiezan a circular los Certificados de la Tesorería (CETES). Con estas medidas no se cambió en forma importante la estructura de pasivos del sistema bancario, al no existir un ajuste en la estructura de tasas de interés que acompañara las modificaciones en los instrumentos de captación.

Durante el periodo 1978-1981, la economía mexicana presentó una leve expansión, como resultado del descubrimiento y explotación de los recursos petroleros, favorecido por la expansión a nivel mundial del mercado de hidrocarburos, siendo los recursos derivados de la exportación de petróleo el aval para mantener el crecimiento económico.

En la segunda mitad de 1981, diversos indicadores mostraban la gestación de una nueva recesión en la economía, como consecuencia del agotamiento de la expansión petrolera, manifestándose serios desequilibrios que se vinieron a sumar a los graves problemas estructurales del país, destacando el de las relaciones económicas con el exterior y el de las finanzas públicas.

El desequilibrio con el exterior se debió a que el ahorro externo fue un mecanismo de apoyo al proceso productivo durante el periodo 1970-1981, sin embargo, no existió una asignación adecuada de los recursos, no solo se contrató deuda para pagar deuda, sino para acumular reservas y poder financiar movimientos especulativos de capital, al mantenerse la política de libre convertibilidad, de tal forma que la situación con el exterior era la siguiente:

- Se petrolizaron los ingresos del exterior;
- Se deterioró el superávit por turismo y transacciones fronterizas;

- Se aumentó el déficit por servicios financieros;
- Se elevó el endeudamiento privado externo; y
- Se incrementó el resultado negativo de las operaciones con valores y se colocaron mayores recursos en el exterior.

Por su parte, el desequilibrio de las finanzas públicas fue el resultado de mantener cuantiosos montos de gasto e inversión pública y no aumentar los ingresos de manera proporcional a través de una reforma tributaria, mantener los subsidios y estímulos a la inversión privada y al mantener rezagados los precios y tarifas de los bienes y servicios que el sector público proporciona a la economía.

En la segunda mitad de 1981, el proceso de dolarización se aceleraba, la desintermediación financiera se acentuaba, los precios del petróleo disminuyeron y la fuga de capitales adquirió dimensiones de pánico, era evidente que el modelo de política monetaria y crediticia seguido a lo largo de varias décadas estaba en crisis y que era necesario instrumentar reformas profundas a su funcionamiento.

En julio de 1981, se establece el primer programa de ajuste, que pretendía mejorar los desequilibrios de balanza de pagos y de finanzas públicas mediante:

- Mantenimiento de políticas de libertad cambiaria;
- Controles a la importación;
- Incremento de subsidios y apoyo a la exportación;
- Incremento en el ritmo de crecimiento de las tasas de interés internas; y
- La reducción del 4% del presupuesto anual de cada entidad del sector Federal.

Los resultados de la aplicación del programa de ajuste no fueron los esperados, no se desaceleró la inflación, el gasto público fue mayor al presupuestado originalmente, el déficit público como proporción del PIB se duplicó de 7.5% en 1980 a 15% en 1981, las importaciones crecieron a un mayor nivel y el déficit de la balanza de transacciones en cuenta corriente se mantuvo, incrementándose los depósitos en moneda extranjera y acelerándose la fuga de capitales.

El déficit que pasó del 7.5% del PIB en 1980 al 15% en 1981, se financió con un endeudamiento neto con el exterior, contratado principalmente a corto plazo y con los ingresos derivados de la exportación de petróleo, absorbiendo el pago de intereses de la deuda una parte importante del gasto público, que aunado a una sangría de divisas que la especulación y la política cambiaria permitía, agravaba el desequilibrio.

Ante la ineficiencia de la política puesta en práctica, se instrumentó un segundo programa de ajuste, teniendo como objetivo principal la reducción de la demanda agregada a través de una política restrictiva, caracterizada por:

- Una reducción del gasto público;
- Un incremento en los ingresos del gobierno, aumentando los precios de los bienes y servicios del sector público;
- Incrementar las tasas de interés;
- Aumentar el ritmo de devaluación del peso.

Como consecuencia se agudizó la recesión, se aceleró el proceso inflacionario vía costos financieros y de importación de mercancías y se mantuvo la dolarización de la economía y la fuga de capitales. El Banco de México se vio obligado a retirarse del sistema de cambios frente a la disminución de las reservas internacionales, estableciéndose la paridad del peso frente al dólar según la ley de la oferta y la demanda.

En tan cortos periodos de tiempo la política económica se reforzaba una y otra vez, siempre con el objetivo recesivo de la economía a través de una disminución de la demanda agregada.

En abril de 1982 se da a conocer un decreto que reafirma y amplía las medidas adoptadas después del ajuste cambiario, destacando:

- Un ajuste presupuestal en 8% para disminuir el déficit fiscal en 3%;
- El establecimiento de mecanismos de control presupuestal del Gobierno Federal;
- Aumentos en los precios y tarifas de los bienes y servicios del sector público;
- Limitación en el ritmo de crecimiento del endeudamiento público interno y externo;
- Reducir la liquidez a través del control de la circulación de billetes y monedas al elevarse las reservas internacionales, manteniéndose la creación de depósitos de regulación monetaria;
- Reducir las importaciones para disminuir el déficit en cuenta corriente, interviniendo el Banco de México para evitar la sobrevaluación del peso; y
- El establecimiento de tasas de interés pasivas en función de las tasas externas y del tipo de cambio, estableciéndose una prima a favor de la inversión en pesos.

Por otra parte, el Director del Banco de México, Miguel Mancera, consideró que la aplicación de un control de cambios con la finalidad de disminuir o evitar la fuga de capitales y de reducir o eliminar el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, era inadecuado, debido principalmente a los siguientes factores:

En el caso de un control de cambios integral las desventajas son: (2)

- La existencia en nuestro país de costas deshabitadas de gran extensión propicias para el contrabando. Se comparte una frontera de más de 3000 Km con una nación que no tiene control de cambios y cuenta con la moneda de más amplio uso internacional.
- La necesidad de personal altamente calificado en las instituciones bancarias para llevar a cabo las operaciones cambiarias, cuyo entrenamiento toma largo tiempo, corriendo el riesgo de que se otorguen divisas para la exportación de capitales o se limite la venta de divisas cuando se trate de créditos auténticos de importación. Además, se prolongarían los tramites de importación, en detrimento de la actividad económica.
- La subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones, con lo que disminuye la captación de divisas por las autoridades.
- La fuga de capitales a través del contrabando de exportación, como lo es la venta de: oro, piedras preciosas, joyas, plata u objetos de arte, en el exterior; lo que representaría montos importantes de divisas que las autoridades cambiarias dejarían de percibir.
- La dificultad de captar los ingresos de divisas derivados del turismo.

En el caso de un control de cambios dual las desventajas son: (3)

- No se evita, ni siquiera en teoría, la fuga de capitales, al mantenerse libre una parte del mercado.
- La devaluación acelerada en el mercado libre, al soportar toda la presión del desequilibrio externo de la economía.
- Algunas exportaciones se desincentivarán, como consecuencia de un tipo de cambio controlado, a menos de que sean de productos en los que el país gozara de una considerable ventaja comparativa.
- La dolarización de las transacciones financieras y de la contratación comercial en general, como consecuencia de la incertidumbre respecto al valor de la moneda nacional, incurriendo la economía nacional en el costo implicado por la pérdida del señoreaje sobre los pesos cuya circulación quedaría sustituida por la de dólares.

En cualquier tipo de control de cambios las desventajas son:

- La necesidad de legislar el control de cambios; lo que lleva tiempo y propicia una acelerada fuga de capitales que sólo se podría evitar con el cierre de los bancos.
- Propicia la redistribución inequitativa del ingreso. Los exportadores que logren obtener un tipo de cambio alto, al operar en el mercado libre, tendrán beneficios extraordinarios. A la vez, los importadores que logren adquirir divisas en el mercado oficial, con el tipo de cambio sobrevaluado, también obtendrán beneficios extraordinarios. En contrapartida, los exportadores e importadores que se encuentren en la posición inversa deberán sufrir una considerable merma en sus ingresos.
- La desconfianza que causaría el control de cambios propiciaría la desintermediación financiera, en virtud de que supuestamente ya no sería preciso mantener condiciones competitivas respecto de los mercados financieros internacionales.
- El racionamiento de divisas, resultado de que la demanda es mayor a la oferta existente, implicaría inevitablemente la restricción de la oferta de bienes y servicios importados, lo que tendría efectos inflacionarios más graves que los devaluatorios.
- La evidencia empírica indica que en ningún país en donde se haya llevado a cabo la aplicación del control de cambios, ha logrado evitar las devaluaciones. No obstante, la relativa eficacia del control de cambios aplicado en países de economía centralmente planificada.

Así, la adopción del control de cambios en nuestro país, además de los problemas ya señalados, paralizaría amplios sectores de la economía al escasear y encarecer las divisas necesarias para la importación de insumos.

La situación económica del país se agravó de abril a junio de 1982. La crisis continuó avanzando: la producción de la industria manufacturera y de la construcción había empezado a declinar, lo mismo sucedía en la ocupación, la inflación se aceleraba, la captación bancaria en moneda nacional se estancaba en tanto que la dolarización aumentaba. A lo anterior se sumaba la elevación de las tasas de interés y la devaluación del peso en forma continua, lo que reforzaba la inflación, misma que derivaba en un aumento en la desconfianza y alentaba la fuga de capitales, que se reflejaba en una disminución de las reservas internacionales del país, factores fundamentales para que la banca extranjera suspendiera sus préstamos al considerarlos demasiado riesgosos, estableciéndose reuniones con el Fondo Monetario Internacional.

Lo anterior condujo a que el 6 de agosto de 1982, la SHCP anunciara el establecimiento de un doble mercado para el cambio de moneda extranjera, constituyéndose temporalmente dos tipos de cambio, el preferencial y el de aplicación general. Sin embargo, al continuar la especulación y la fuga de capitales, la SHCP y el Banco de México, en el mismo mes, recurrieron al Art.8 de la Ley Monetaria de los Estados Unidos Mexicanos del 25 de julio de 1931, Ley ignorada durante mucho tiempo, que establece:

1.- Los depósitos bancarios denominados en moneda extranjera, constituidos dentro o fuera de la República para ser restituidos en ésta, deberán ser pagados entregando el equivalente en moneda nacional al tipo de cambio general en el lugar y fecha en que se haga el pago.

2.- Las instituciones de crédito depositarias de los mencionados depósitos no deberán pagarlos mediante transferencias de moneda extranjera al exterior a sucursales o agencias u otras entidades financieras.

La banca privada mexicana se opuso a las disposiciones gubernamentales, por lo que impulsó la transferencia de los depósitos en moneda extranjera por parte de personas físicas y morales hacia el exterior.

El marco macroeconómico formado por las políticas económicas adoptadas mostraban su fracaso, la liberalización de importaciones, los cronogramas devaluatorios y las tasas de interés que privilegiaban la captación de pesos en cuentas denominadas en dólares (4), propiciaban que el sector bancario obtuviera sus ganancias de la especulación financiera y que las inversiones fáciles y de rápida recuperación desplazaran cada vez más a la inversión productiva.

En esta situación el gobierno tomó la decisión de "Nacionalizar la Banca" y establecer el control generalizado de cambios, por decreto del primero de septiembre de 1982, para poder recobrar la soberanía monetaria y poder establecer una política monetaria eficaz.

A partir de este momento se inicia un proceso de reestructuración del nuevo sistema bancario, dando lugar al establecimiento de un nuevo marco jurídico que de sustento a las instituciones que lo forman y a las funciones que desempeñan.

En el siguiente cuadro se presentan las principales leyes que regulan el SFM:

PRINCIPALES LEYES QUE REGULAN AL SISTEMA FINANCIERO: NUEVAS LEYES Y MODIFICACIONES.

	HASTA 1982	A PARTIR DE 1983	
MARCO JURIDICO DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO	I Secretaría de Hacienda y Crédito Público	Ley Orgánica de la Administración Pública Federal 29-XII-1976. Ley General de Deuda Pública 31-XII-1976.	Reformas a la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal 29-XII-1982. Reformas a la Ley General de Deuda Pública 28-XII-1983.
	I Banco de México	Ley Orgánica del Banco de México, 26-IV-1941. Ley Monetaria, 25-VII-1931.	Nueva Ley Orgánica del Banco de México 1-I-1985.
	I Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.		
	I Comisión Nacional de Valores.	Ley de la Comisión Nacional de Valores, 11-1-1954.	Reformas a la Ley de la Comisión Nacional de Valores, 8-II-1985.
	I Sociedades B. Múltiple Nacionales B. de Desarrollo de Crédito	Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, 31-V-1941. Leyes Orgánicas de cada una de Instituciones de Crédito.	Nueva Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, 31-XII-1982.
	I Banca Concesionaria	Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, 31-V-1941.	Nueva Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, 31-XII-1982.
	I Instituciones de Seguros: -Privados -Nacionales	Ley General de Instituciones de Seguros, 31-VII-1935. Ley que regula las inversiones de las Instituciones de Seguros, Instituciones de Fianzas y Bancos de Capitalización en Títulos, Valores en Serie e Inmuebles en Préstamos Hipotecarios, 31-XII-1947.	Reformas a la Ley General de Instituciones de Seguros. 14-I-1985.
	I Organizaciones Auxiliares de Crédito.	Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, 31-V-1941.	Nueva Ley de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, 14-I-1985.
	I Instituciones de Fianzas.	Ley Federal de Instituciones de Fianzas, 29-XII-1950. Ley que regula las inversiones de las Instituciones de Seguros, Instituciones de Fianzas y Bancos de Capitalización en Títulos, Valores en Serie e Inmuebles en Préstamos Hipotecarios, 31-XII-1947.	Reformas a la Ley de Instituciones de Fianzas. 31-XII-1984.
	I Sociedades de Inversión	Ley de Sociedades de Inversión 31-XII-1955.	Nueva Ley de Sociedades de Inversión, 14-I-1985.
	I Mercado de Valor	Ley del Mercado de Valores 2-I-1975.	Reformas a la Ley del Mercado de Valores, 8-II-1985.

2.2.1.2.-ESTRUCTURA DEL SISTEMA BANCARIO MEXICANO A PARTIR DE LA "NACIONALIZACION"

Las Instituciones que integran el Sistema Bancario Mexicano son:

I.-La Secretaría de Hacienda y Crédito Público. (SHCP)

II.-La Comisión Nacional Bancaria y de Seguros. (CNBS)

III.-El Banco de México.

IV.-Las Sociedades Nacionales de Crédito (SNC), incluyendo la Banca de Fomento.

V.-Instituciones Auxiliares de Crédito.

VI.-Compañías de Seguros.

I.- La Secretaría de Hacienda y Crédito Público.- le corresponde planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario del país, que comprende el Banco Central, la Banca Comercial, la Banca Nacional de Desarrollo y las demás instituciones encargadas de prestar el servicio público de banca y crédito. (Art. 31, Reformas y Adicionales a la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal.)

II.- Comisión Nacional Bancaria y de Seguros.-como organismo descentralizado de la SHCP, tiene a su cargo la inspección y vigilancia de las instituciones de crédito en la prestación del servicio público de banca y crédito. (Art. 97, Reformas a la Ley General de Instituciones de Seguros.)

Por otra parte, "La Secretaría de Hacienda y Crédito Público, el Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, cada una en la esfera de su competencia, dictará las medidas necesarias a fin de que la prestación del servicio público de banca y crédito, así como la operación y el funcionamiento de las instituciones de crédito, se realicen dentro de los lineamientos de los programas de financiamiento formulados en el contexto integral de los planes nacionales de desarrollo, cuidando que en todo momento dichas instituciones orienten sus actividades hacia la consecución de los siguientes objetivos:

* Fomentar el ahorro nacional;

* Facilitar al público el acceso a los beneficios del servicio público de banca y crédito;

* Canalizar eficientemente los recursos financieros a las actividades de nacionales y socialmente necesarias o prioritarias;

* Establecer la adecuada coordinación entre los programas de orientación y asignación de los recursos presupuestales del erario público y los correspondientes a los recursos crediticios de las instituciones;

* Procurar una oferta suficiente de crédito y evitar la concentración de recursos en personas o grupos, a fin de atender eficientemente el mayor y más diversificado número de proyectos rentables;

* Descentralizar geográficamente la canalización de recursos;

* Promover mejores y más eficientes instrumentos de captación que ofrezcan al público amplias opciones de ahorro e inversión; y

* Promover la adecuada participación de la banca mexicana en los mercados internacionales." (Art. 4, Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.)

III.- El Banco de México.- es constituido como organismo público descentralizado del Gobierno Federal, con personalidad y patrimonios propios.

Tiene como finalidad emitir moneda, poner en circulación los signos monetarios y procurar condiciones crediticias y cambiarias favorables a la estabilidad del poder adquisitivo del dinero, al desarrollo del sistema financiero y, en general, al sano crecimiento de la economía nacional.

El banco desempeña las siguientes funciones:

1.- Regular la emisión y circulación de la moneda, el crédito y los cambios;

2.- Operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante de última instancia, así como regular el servicio de cámara de compensación;

3.- Prestar servicios de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero del mismo en operaciones de crédito interno y externo;

4.- Fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y financiera;

5.- Participar en el Fondo Monetario Internacional y en otros organismos de cooperación financiera internacional o que agrupen a bancos centrales; y

6.- Las tasas de interés, comisiones, premios, descuentos u otros conceptos análogos, montos, plazos y demás características de las operaciones activas, pasivas y de servicios que realicen las instituciones de crédito, se ajustarán a las disposiciones dictadas por el Banco de México. (Arts. 1, 2 y 14, Ley Orgánica del Banco de México.)

IV.- Sociedades Nacionales de Crédito (Banca Múltiple y Banca de Desarrollo).- Las Sociedades Nacionales de Crédito son instituciones de derecho público creadas por decreto del Ejecutivo Federal y cuentan con personalidad jurídica y patrimonios propios.

Las Sociedades Nacionales de Crédito cuentan con un capital representado por certificados, que son títulos de crédito y se rigen por las disposiciones aplicables de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Los certificados de aportación patrimonial se dividen en dos series, la serie 'A', que representa en todo tiempo el 66% del capital de la sociedad y solo puede ser adquirido por el propio Gobierno Federal, y la serie 'B', por el 34% restante (5), que puede ser suscrita por el Gobierno Federal, por entidades de la administración pública federal paraestatal, por los gobiernos de las entidades federativas y de los municipios, por los usuarios del servicio público de banca y crédito y por los trabajadores de las Sociedades Nacionales de Crédito.

Las funciones de las Sociedades Nacionales de Crédito son:

- Recibir depósitos bancarios de dinero (a la vista, de ahorro, y a plazo);
- Emitir bonos bancarios;
- Emitir obligaciones subordinadas;
- Constituir depósitos en instituciones de crédito y entidades financieras del exterior;
- Efectuar descuentos y otorgar préstamos o créditos;
- Expedir tarjetas de crédito con base en contratos de apertura de crédito en cuenta corriente;
- Operar con valores en los términos de las disposiciones de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito y de la Ley del Mercado de Valores; y
- Llevar a cabo por cuenta propia o de terceros operaciones con oro, plata y divisas, incluyendo reportes sobre estas últimas.

En relación a la Banca de Desarrollo, podemos señalar que fueron transformadas las Instituciones Nacionales de Crédito Societades Anónimas en Societades Nacionales de Crédito por decreto del 12 de julio de 1985.

Las funciones de la Banca de Desarrollo deben realizarse dentro del contexto del Plan Nacional de Desarrollo y en especial del Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo, procurando la satisfacción de las necesidades financieras de los sectores que le son encomendados en su Ley Orgánica.

V.- Instituciones Auxiliares de Crédito.- Se consideran Instituciones Auxiliares de Crédito las siguientes:

- 1.- Almacenes generales de depósito;
- 2.- Arrendadoras financieras;
- 3.- Uniones de crédito; y
- 4.- Casas de Cambio.

Almacenes Generales de Depósito.

Los Almacenes Generales de Depósito tendrán por objeto el almacenamiento, guarda o conservación de bienes o mercancías y la expedición de certificados de depósito y bonos de prenda. También podrán realizar la transformación de las mercancías depositarias a fin de aumentar el valor de éstas.

Las actividades que podrán realizar son:

- Prestar servicios de transporte de bienes o mercancías que salgan de sus instalaciones o entren a ellas, siempre que dichos bienes o mercancías les esten o vayan a estar confiados en depósitos;
- Certificar la calidad de los bienes y mercancías recibidos en depósito, así como evaluar los mismos, para efecto de hacer constar tales datos en los certificados de depósito y bonos de prenda correspondientes;
- Anunciar con carácter informativo la venta de los bienes y mercancías depositadas en sus bodegas, para cuyo efecto podrán exhibir y demostrar los mismos, y dar a conocer las cotizaciones de venta respectivas; y
- Empacar y envasar los bienes y mercancías recibidos en depósito, por cuenta de los depositantes.

Arrendadoras Financieras.

Las sociedades que disfrutan de concesión para operar como Arrendadoras Financieras, sólo podrán realizar las siguientes operaciones:

- Celebrar contratos de arrendamiento financiero;
- Adquirir bienes, para darlos en arrendamiento financiero;
- Obtener préstamos o créditos de instituciones de crédito y de seguros del país o de entidades financieras del exterior;
- Otorgar créditos refaccionarios e hipotecarios;
- Otorgar créditos a corto plazo que se relacionen con contratos de arrendamiento;
- Constituir depósitos, a la vista y a plazo, en instituciones de crédito y bancos del extranjero, así como adquirir valores aprobados para el efecto por la Comisión Nacional de Valores; y
- Adquirir bienes, muebles e inmuebles, destinados a sus oficinas.

Uniones de Crédito.

Las Uniones de Crédito pueden operar de acuerdo a la siguiente clasificación:

- * Uniones de crédito agropecuarias.
- * Uniones de crédito industriales.
- * Uniones de crédito comerciales.
- * Uniones de crédito mixtas de cuando menos dos de las actividades anteriores, siempre y cuando guarden relación directa entre sí.

Las uniones de crédito, de acuerdo con el ramo al que pertenezcan, sólo podrán realizar las siguientes actividades:

- Facilitar el uso del crédito a sus socios y prestar su garantía o aval en los créditos que contraten sus socios;
- Recibir exclusivamente de sus socios, préstamos o títulos onerosos sujetos a los términos y condiciones sobre montos, plazos, intereses y demás características que mediante disposiciones de carácter general señale la SHCP, CNBS y el Banco de México;

- Practicar con sus socios operaciones de descuento, préstamo y crédito de toda clase;
- Recibir de sus socios, para el exclusivo objeto de servicios de caja y tesorería, depósitos de dinero, cuyo saldo podrá depositar la unión de instituciones de crédito;
- Adquirir acciones, obligaciones y otros títulos semejantes y aún mantenerlos en cartera; y
- Cualquier otra actividad relacionada con la producción y distribución de los bienes de la unión de crédito.

Casas de Cambio.

Las casas de cambio son sociedades anónimas autorizadas por la SHCP para realizar en forma habitual y profesional operaciones de compra, venta y cambio de divisas dentro del territorio de la República Mexicana.

VI.-Compañías de Seguros.- tienen como objetivos principales el de cubrir con eficacia las necesidades de protección a personas y capitales, y generar los requerimientos financieros principalmente a largo plazo.

Las compañías de seguros deben administrar las reservas para fondos de pensiones y jubilaciones de personal, según lo establece la Ley del Seguro Social y de Primas de Antigüedad.

2.2.2.- EL MERCADO DE VALORES

El Mercado de Valores en México se ha desarrollado formalmente a partir de 1977, como resultado de la aparición de la Ley del Mercado de Valores de 1975, que proporcionó un marco institucional adecuado para mejorar la canalización de los ahorros generados en la economía hacia las diversas opciones de inversión, ofreciendo seguridad y nuevos instrumentos a los inversionistas. A partir de entonces, la Bolsa Mexicana de Valores dejó de ser una institución auxiliar de crédito, y adquirió autonomía operativa y rango financiero propio.

De la misma manera, la aparición de algunos fenómenos económicos lo han venido a fortalecer en forma directa o indirecta, como la crisis económica de 1976, que incrementó las necesidades de financiamiento interno a través del Mercado de Valores, aumentando la operatividad de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

El Mercado de Valores representa un importante pilar de apoyo para el desarrollo económico, al ser una fuente de financiamiento para la consolidación, diversificación y expansión de las empresas.

2.2.2.1.- FACTORES QUE INTEGRAN EL MERCADO DE VALORES.

Los factores que integran el Mercado de Valores son los siguientes:

I.- La Bolsa Mexicana de Valores.- Es una institución privada, constituida como Sociedad Anónima de Capital Variable, (6) la podemos considerar como un mercado de valores organizado que representa un medio de financiamiento para las empresas y de inversión para el público ahorrador, al establecer contacto entre oferentes y demandantes de títulos bursátiles.

Actualmente, la BMV es la única autorizada por la SHCP para operar en México, y está regulada por la Ley del Mercado de Valores y vigilada por la Comisión Nacional de Valores.

Funciones de la Bolsa Mexicana de Valores

Las funciones de la BMV se establecen en el Art. 29 de la Ley del Mercado de Valores, de la siguiente manera:

"Las Bolsas de Valores tienen por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado respectivo, a través de las actividades siguientes:"

- Establecer locales, instalaciones y mecanismos que faciliten las relaciones y operaciones entre la oferta y la demanda de valores;

- Proporcionar y mantener a disposición del público información sobre los valores inscritos en Bolsa, sus emisoras y las operaciones que en ella se realicen;

- Hacer publicaciones sobre los materiales señalados en el inciso inmediato anterior;

- Velar por el estricto apego de las actividades de sus socios a las disposiciones que les sean aplicables;

- Certificar las cotizaciones en Bolsa; y

- Realizar aquellas otras actividades análogas o complementarias a las anteriores, que autorice la SHCP, oyendo a la Comisión Nacional de Valores.

Operaciones Bursátiles

Los agentes de Bolsa y los operadores de piso de las Casas de Bolsa, son las únicas personas autorizadas para realizar operaciones dentro del salón de remates de la Bolsa.

Las operaciones pueden clasificarse en función a su forma de contratación y en función a su forma de liquidación.

A) Operaciones en función a su forma de contratación:

1.- Orden en firme.— Cuando se desea realizar una operación de compra o de venta a un precio fijo, se deposita en el corro respectivo una forma de orden en firme, de compra o de venta, en donde se especifican las condiciones de la postura, número de acciones, emisora, precio y características del pago, quedando registrada en orden cronológico. Al coincidir las condiciones especificadas en una orden en firme de compra con una de venta, la operación queda cerrada.

2.- De viva voz.— La operación se inicia con la proposición que realiza un Agente de Bolsa u Operador de Piso en voz alta, anunciando si desea vender o comprar, indicando la emisora, la serie del título, la cantidad de unidades y el precio al que quiere comprar o vender.

El Agente u Operador de Piso que acepta la propuesta, lo hace usando el término "cerrado", considerándose así concertada la operación, la cual deberá ser registrada. El Agente u Operador de Piso vendedor elaborará y entregará la "ficha única" al corro respectivo, el que a su vez distribuirá las copias de éste al vendedor y al comprador; el "hecho" se anota en la pizarra.

Las operaciones se consideran concertadas y surten sus efectos tan pronto como la proposición hecha de viva voz se acepta verbalmente.

3.- "Cruzada" o de registro.— En el caso de que un Agente o Casa de Bolsa reciba de un cliente una orden de compra y de otro una orden de venta, sobre acciones o valores de la misma emisora y al mismo precio, la operación deberá realizarse en la Bolsa mediante una operación "cruzada".

La mecánica que se sigue en este tipo de operaciones se inicia anunciando con un timbre, que enciende una luz verde en el corro respectivo, que se va a realizar una orden cruzada; en seguida se anuncia el nombre de la emisora, la serie, la cantidad y el precio.

El Agente u Operador de Piso que se interese en la operación, podrá intervenir diciendo "doy" o "tomo", de acuerdo a si su postura es de oferente o demandante, cerrando la operación con una variación en el precio convencionalmente previsto, de acuerdo a las "pujas" (7) mínimas que se establecen en un tabulador. Las únicas operaciones cruzadas en las que nadie puede intervenir se dan cuando una Casa o Agente de Bolsa está realizando una oferta pública primaria.

4.- Operaciones "de cama". - Es una operación que se propone en firme, con opción para que otros Operadores o Agentes compren o vendan, dentro de un margen de fluctuación del precio. El Agente u Operador de Piso dirá a "viva voz": "pongo una cama", indicando si vende o compra, así como el nombre de la emisora, la serie, la cantidad de acciones y el diferencial entre los precios de compra o venta. El Agente u Operador que acepte "escuchar la cama" quedará obligado por ese sólo hecho a operar a cualquiera de los dos diferentes precios que resulten del diferencial pactado, según la opción que elija, comprar o vender.

B) Operación en función a su forma de liquidación:

1.- De contado. - Son las operaciones que deberán liquidarse a más tardar a los dos días hábiles siguientes al que fueron concertadas y conforme al horario establecido por el Instituto Nacional para el Depósito de Valores (INDEVAL) y por la BMV. En el primero se realiza la liquidación de los valores; en la segunda la liquidación en efectivo.

2.- A plazo o futuro. - Son operaciones en las que se conviene que su liquidación será hecha en plazo futuro, el cual no podrá exceder de 360 días.

3.- Opcionales. - Cuando el comprador o el vendedor conviene en que puede rescindirse o anularse la operación dentro del plazo que fijen. La opción será de compra, cuando es el comprador el que puede rescindirla y de venta cuando el facultado para hacerlo es el vendedor.

II.- La Comisión Nacional de Valores (CNU). - es un organismo gubernamental que norma y regula las actividades del Mercado de Valores.

El desempeño de sus funciones está enmarcado en la Ley del Mercado de Valores promulgada en 1975.

Funciones de la Comisión Nacional de Valores.

Las principales funciones de la CNV son las siguientes:

- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento de los Agentes y Casas de Bolsa, así como de la propia BMV;
- Inspeccionar y vigilar a las emisoras de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, en cuanto a las obligaciones que les impone la Ley del Mercado de Valores;
- Dictar medidas de carácter general a la Bolsa y a la intermediación para que ajusten sus operaciones a la Ley del Mercado de Valores;
- Intervenir administrativamente a los Agentes de Bolsa, Casas de Bolsa y BMV cuando su solvencia, estabilidad o liquidez estén en peligro, o bien cuando incurran en algún acto violatorio de la Ley del Mercado de Valores que así lo amerite.
- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento del INDEVAL.

III.-La Intermediación.- La intermediación está constituida por los Agentes de Valores, los Agentes de Bolsa y las Casas de Bolsa.

Los Agentes de Valores son personas físicas o morales, inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, a cargo de la CNV, realizan varias actividades dentro del Mercado de Valores con la limitación de operar en Bolsa, lo que hacen a través de un Agente o Casa de Bolsa autorizada.

Los Agentes de Bolsa son aquellas personas físicas autorizadas para realizar operaciones bursátiles, además, deben ser socios de la BMV y respetar las leyes que la rigen.

Las Casas de Bolsa son personas morales socios de la BMV, debiendo cumplir para tal efecto con los lineamientos establecidos tanto por la CNV, como por la propia BMV. Las Casas de Bolsa cuentan con operadores de piso, que son las personas autorizadas para realizar operaciones de compra-venta de valores en el salón de remates de la BMV.

Entre los servicios que proporcionan las Casas de Bolsa destacan los siguientes:

- Realizar operaciones de compra-venta de valores y de los instrumentos del mercado de dinero que se les ha autorizado manejar;
- Otorgar créditos para apoyar la inversión en Bolsa de sus clientes;

- Asesorar a los inversionistas tanto personas físicas como morales, para la integración de sus 'carteras' de inversión y en la toma de decisiones de inversión en Bolsa; y

- Proporcionar a las empresas la asesoría necesaria para la colocación de valores en Bolsa.

IV.- Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL).- Fue creado por decreto el 28 de abril de 1978 y entró formalmente en funciones a partir de 1980. Su objetivo es el de prestar un servicio público para satisfacer las necesidades relacionadas con la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores.

V.- Las Empresas Emisoras de Valores.- La oferta del mercado está representada por las empresas que suscriben y ofrecen valores, representativos de un crédito colectivo a su cargo o de una parte de su propiedad, destinados a proveer de recursos financieros para fines operativos o de colectivización en la participación.

VI.- El Público Inversionista.- El público inversionista representa el sector demandante de valores. Existen dos clases de inversionistas: las personas físicas y los inversionistas institucionales, que son las sociedades que invierten sus recursos con el fin de hacerlos más productivos.

VII.- Activos Financieros del Mercado de Valores.- Las empresas cuentan con dos fuentes de financiamiento: los recursos internos, representados por su capital social, sus utilidades retenidas y la depreciación de sus activos; y los recursos externos, que provienen de créditos bancarios, comerciales, emisión de valores, etc., que pueden ser a corto, mediano y largo plazo.

Las empresas mexicanas se han venido financiando tradicionalmente a través de préstamos bancarios. Sin embargo, la BMV se ha convertido en una buena alternativa de financiamiento, ya que le permite participar tanto en el mercado de capitales, como en el mercado de dinero.

En el mercado de capitales se manifiesta su presencia a través del financiamiento de participación y del financiamiento de deuda, mientras que en el de dinero, a través de la emisión de papel comercial.

El financiamiento de participación está representado por las acciones que emiten las empresas, se denomina de participación, debido a que la emisión de acciones constituye la cesión de parte del capital de la empresa y no tiene fecha de vencimiento.

El financiamiento de deuda, está representado por las obligaciones, que constituyen una deuda para las empresas, con fecha de vencimiento y un pago de intereses determinado por la empresa emisora.

Las características de estos instrumentos se desarrollan a continuación.

Instrumentos del Mercado de Capitales

Valores de Renta Variable (Acciones).

Los valores de renta variable están representados por las acciones, las que se definen como un título valor nominativo o al portador, que representa una de las partes equivalentes en que se divide el capital social de la empresa.

La emisión de acciones excluye cualquier compromiso financiero específico por parte de la empresa para con el inversionista y sólo otorga un rendimiento de inversión en función de las utilidades obtenidas al término del ejercicio social, de tal forma que no otorga un rendimiento fijo.

Las empresas pueden obtener la estructura de capital social más adecuada a los intereses de la misma, emitiendo diferentes tipos de acciones, comunes o preferentes.

Las acciones comunes son aquellas que no tienen preferencia alguna y confieren a sus tenedores iguales derechos y obligaciones; tienen voz y voto en las asambleas de accionistas y derecho a percibir dividendos después de que las empresas han pagado los dividendos a las acciones preferentes.

Las acciones preferentes son aquellas con derecho a percibir un dividendo anual fijo y acumulativo, antes del dividendo de las acciones comunes, asimismo, tendrán prioridad en el reembolso del capital si la empresa liquida. Sin embargo, su derecho de voto está limitado.

La emisión de acciones está reservada a las empresas constituidas como Sociedad Anónima.

Valores de Renta Fija (Obligaciones).

Los valores de renta fija son aquellos que obligan a retribuir a su poseedor un determinado interés periódico. Estos valores pueden ser emitidos por las Sociedades Anónimas y están representados por las Cédulas Hipotecarias, Bonos Hipotecarios y Obligaciones: Hipotecarias, Quirográficas y Convertibles.

Las Cédulas Hipotecarias.- Son títulos valor, nominativas o al portador, emitidas por un Banco Hipotecario que tiene como garantía los créditos concedidos por el emisor, los que a su vez, cuentan con el respaldo de una hipoteca sobre el inmueble.

Los Bonos Hipotecarios.- Son títulos valor, nominativos o al portador, emitidos por una institución de crédito hipotecario, reditúa una tasa de interés fija que se paga mensualmente, y están sujetos a amortización por sorteo.

Obligaciones.- La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Art. 208, define a las obligaciones como "títulos que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora".

Obligaciones Hipotecarias.- Son aquellas que están garantizadas con una hipoteca sobre bienes de propiedad de la sociedad emisora.

Obligaciones Quirográficas.- Son aquellas que no tienen una garantía específica sobre algún bien; sino que se establecen ciertas limitaciones en la estructura financiera de la empresa emisora, las que deberán mantenerse durante la vida de la emisión, tales como:

- Una relación mínima y máxima entre su activo circulante y su pasivo circulante;
- Un capital de trabajo no menor al saldo insoluto de la emisión en circulación;
- Una restricción en el pago de dividendos a sus accionistas; y
- Una restricción en la venta de activos fijos de la empresa emisora.

Así, las Obligaciones Quirográficas, son aquellas que únicamente están garantizadas con la forma de la empresa emisora. Finalmente, el plazo de amortización es inferior a los 15 años.

Obligaciones Convertibles en Acciones.- Son aquellas que contienen un derecho de opción que permite a los obligacionistas demandar, en cierta época o momento, el cambio de sus obligaciones contra las acciones de la sociedad emisora; este cambio se hace dentro de las condiciones fijadas en el contrato de emisión.

Los inversionistas esperan que la obligación convertible les proporcione un rendimiento favorable en el interés y en la ganancia del capital. Asimismo, la empresa emisora acepta el pago de una tasa de interés y posteriormente una cesión de parte de su capital social.

Petrobonos.-Los Petrobonos son certificados de participación ordinarios, con reembolso garantizado, que producen un rendimiento fijo; son emitidos por Nacional Financiera como fiduciario de los derechos derivados del contrato de compra y venta de petróleo que se celebra entre PEMEX y el Gobierno Federal.

El rendimiento que paga a sus tenedores es la diferencia entre el precio del petróleo a la fecha de la emisión (evaluado por Nacional Financiera) y su precio de mercado al momento en que vence su vigencia, deduciéndose el importe de los rendimientos ya pagados durante el plazo de la emisión.

Instrumentos del Mercado de Dinero

El financiamiento a corto plazo que se ha venido otorgando a través de la BMV se ha incrementado en los últimos años como consecuencia de la aparición de nuevos instrumentos, que han permitido tanto a la empresa, como al Gobierno Federal obtener recursos monetarios del mercado de dinero; estos instrumentos básicamente están constituidos por: El Papel Comercial, para las empresas y Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) para el Gobierno Federal.

El Papel Comercial.- Es por definición, un instrumento que permite a las empresas allegarse recursos a corto plazo, mediante la emisión de pagarés a través del mercado de valores.

Dentro de las principales características de estos títulos se encuentran las siguientes:

- Los títulos son colocados a una tasa de descuento determinada de común acuerdo entre la empresa emisora y la Casa de Bolsa que lleva a cabo la colocación en cada una de sus emisiones que se efectúen;

- Los plazos para las emisiones quedarán sujetas a las necesidades del emisor, debiendo limitarse a un plazo mínimo de 15 días y un plazo máximo de 91 días;

- El monto anual total autorizado por empresa para circular no podrá exceder de los 500 millones de pesos;

- El valor nominal de los títulos será de \$ 100 000 ó sus múltiplos; y

- Los títulos se pagarán al día de su vencimiento en el domicilio del INNEVAL, o en su caso en las oficinas de la empresa emisora.

Los inversionistas personas físicas deberán adecuarse al régimen fiscal que señala la Ley del Impuesto Sobre la Renta, en tanto que a las empresas se acumula al impuesto global gravable.

Se puede decir que el Papel Comercial es básicamente un instrumento que sirve para financiar necesidades de carácter comercial y para incrementar el capital de trabajo de las empresas.

Los CETES.— Los CETES son títulos valor al portador, emitidos por el Gobierno Federal a través de la SHCP, no estipulan pago alguno de interés a su tenedor. Sin embargo, su rendimiento se obtiene a través de una tasa de descuento, siendo la diferencia entre el precio al que se compra y el valor nominal entregado al ser amortizado, se emiten en serie y otorgan los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.

El valor nominal es de \$10 000 ó sus múltiplos y con un vencimiento de 91 días, aunque existen emisiones a 28 días y 180 días.

La primera emisión de CETES se realizó el 19 de enero de 1978, con un vencimiento a 91 días, la emisión fue por 5 000 millones de pesos, con una tasa de descuento del 9.85% y una tasa de rendimiento calculada del 10.10%.

Las transacciones con CETES se pueden llevar a cabo fuera de la BMV, cuando el inversionista compra a través de una Casa de Bolsa o a través de algún otro Intermediario Financiero, lo que permite el manejo de un gran número de transacciones simultáneas. Sin embargo, las operaciones entre los Agentes e Intermediarios se realizan dentro de la Bolsa, recibiendo los efectos de la oferta y demanda del mercado, que se reflejan en los precios y cotizaciones que se registran en el piso de remates de la BMV.

Los CETES se han constituido para los inversionistas, tanto privados como institucionales, como un instrumento de participación dentro del Mercado de Valores, que auna a su flexibilidad un alto rendimiento, con gran liquidez y seguridad.

Otros instrumentos operados en el Mercado de Valores.— En el Mercado de Valores, también se realizan operaciones con oro y plata amonedados (Centenarios de oro y Onzas Troy de plata exclusivamente), los cuales se manejan en paquetes de 10 en el caso de los Centenarios y de 200 en el caso de las Onzas Troy de plata. El precio de las monedas se establece por el libre juego de la oferta y la demanda.

Existe también un instrumento denominado "Aceptaciones Bancarias", que son letras de cambio emitidas por empresas medianas y pequeñas a su propia orden y son aceptadas por instituciones de Banca Múltiple a cambio de un crédito concedido.

Las Aceptaciones Bancarias quedan endosadas en blanco en poder de la institución aceptante, para aceptar su colocación y operación en un mercado secundario suficientemente líquido a través de las Casas de Bolsa; su rendimiento se negocia a tasa de descuento. El comercio con estas letras se realiza en forma extrabursátil bajo sistemas de centralización, regularización y control llevados a través del INDEVAL.

NOTAS AL CAPITULO 2

(1) La teoría monetaria en su forma más ortodoxa considera que la inflación es, en todo lugar y en todo momento, un fenómeno monetario. La formulación y análisis de esta teoría se deriva de la ecuación:

$$M V = P Q = Y$$

Donde: M = Oferta Monetaria
V = Velocidad de Circulación
P = Nivel de Precios
Q = Producto Nacional Bruto

Siendo ésta la teoría cuantitativa del dinero en su forma clásica. La versión moderna estriva en una ligera modificación de la ecuación anterior, para formularse de la siguiente manera:

$$m + v = p + q = y$$

En donde: m = Crecimiento de la oferta monetaria.
v = Crecimiento de la velocidad de circulación.
p = Tasa de crecimiento de los precios.
q = Tasa de crecimiento real del PNB.

Esta ecuación establece que un aumento en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, conduce a un incremento igual en la tasa de crecimiento de los precios, manteniendo constantes el resto de las variables. El principal problema metodológico del enfoque monetarista es explicar los supuestos de que la velocidad ingreso del dinero y la tasa de crecimiento del producto real, son constantes.

Teoría sobre la Estabilidad de la Demanda de Dinero.

En teoría la velocidad del dinero no es constante, pero es lo suficientemente estable como para permitir predecir la relación entre los cambios de la oferta monetaria y los cambios en el ingreso nominal.

La función de demanda de dinero depende, para Friedman, de las siguientes variables: el nivel de precios, la tasa de rendimiento de los bonos y de las acciones, la tasa esperada de inflación, la proporción de la riqueza humana sobre la no humana, la riqueza total, y los gustos y preferencias de los individuos.

De esta manera, la teoría cuantitativa moderna, es en primera instancia, una teoría de la demanda. Para convertir a la teoría cuantitativa en una teoría de determinación del ingreso es necesario agregar al supuesto de una función estable de la demanda de dinero, una de las dos siguientes hipótesis:

- La demanda de dinero es inelástica respecto a las variables que lo determinan, de tal forma que:

$$m = p + q = y \quad \text{dado que } v = 0$$

Esto significa que todo incremento en la cantidad de dinero se refleja directamente en un incremento proporcional en el ingreso nominal.

- Las variables que afectan la demanda de dinero, están fijadas o determinadas fuera de las fuerzas monetarias. Los monetaristas señalan que la tasa de interés real y el ingreso real, están determinados por fuerzas reales y no monetarias. Así, un incremento en la cantidad de dinero solo se traduce en un incremento del ingreso nominal.

Teoría sobre la Inflación y el Desempleo

La tesis fundamental de la teoría monetarista es que todo incremento en la tasa de crecimiento de la oferta monetaria, se manifiesta en un aumento de la tasa de inflación, y en ningún aumento de la tasa de crecimiento real del producto.

La teoría cuantitativa clásica suponía que la tasa de crecimiento real del producto era constante, dado que la economía siempre se encontraba en pleno empleo. Esto a su vez suponía que los salarios y los precios eran perfectamente flexibles tanto a la alza como a la baja, de tal forma que en el corto y largo plazos el mercado de trabajo siempre estaba en equilibrio.

La teoría cuantitativa moderna, introduce la "Teoría de la Tasa Natural del Desempleo" para explicar que la tasa de crecimiento real del producto es una constante.

Según el análisis monetarista, la tasa natural de desempleo es el pivote alrededor del cual gira la tasa real de desempleo, y esta asociada al equilibrio en el mercado de trabajo y por lo tanto, a la estructura de la tasa de salario real. En esencia, afirman, la tasa natural no depende de la tasa de inflación, sin embargo, cuando la cantidad de desempleados es la correcta, la inflación permanecerá estable.

Las expectativas Adaptativas y Racionales

En un modelo keynesiano con expectativas adaptativas, una política activa, como lo sería un aumento de la oferta monetaria, generalmente bajaría el desempleo y aumentaría el producto, aunque también aumentaría la inflación en alguna medida. Pero en un modelo similar con expectativas racionales, un aumento de la oferta monetaria no tiene ningún efecto en el desempleo o en el producto, simplemente produce inflación.

En la teoría monetarista se acepta la dicotomía clásica entre el sector real y el monetario, lo que se refleja en las implicaciones de política.

A partir de la teoría cuantitativa en su versión moderna, los monetaristas formulan que la expansión del crédito y de la participación del Estado en la economía no son efectivos para aumentar la producción y el empleo.

La acción del Estado en la economía no tiene ningún efecto benéfico y en el enfoque de expectativas racionales ni siquiera en el corto plazo se admite que la producción y el empleo puedan ser modificados a través de cambios en la demanda agregada por la aplicación de la política económica del gobierno.

En cambio el Estado si puede perjudicar el comportamiento de la economía, al provocar inflación (mediante la expansión monetaria) y limita las posibilidades de progreso tecnológico (cuando impide que operen las leyes del mercado, eliminando los estímulos a la producción e innovación).

Es importante señalar que mientras para Keynes y los Neokeynesianos el principal problema del sistema capitalista es el desempleo y la concentración del ingreso, para los monetaristas el principal problema es la inflación, la que es provocada por el exceso en la cantidad de dinero, producto del intervencionismo del Estado.

"Desafortunadamente" dicen los monetaristas, el Estado debe intervenir en la economía para aumentar la oferta monetaria. Sin embargo, concluye Friedman, el Banco Central debe actuar con base en reglas automáticas y no discrecionales; por ejemplo, debe aumentar la oferta monetaria a una tasa constante e igual a la del FNB real potencial, más una tasa de inflación que se establezca como meta; ello permitirá un crecimiento sostenido del producto real con estabilidad de precios; el resto del ajuste lo realizará el sistema de libre mercado.

Bajo esta ideología, en que el Estado es ineficiente se recomienda:

- Limitar los gastos gubernamentales;
- Limitar los impuestos;
- Eliminar los controles sobre precios y salarios;
- Establecer el libre comercio; y
- Eliminar las regulaciones en todos los campos incluyendo los relativos a la educación y salud.

El paquete de políticas de ajuste del FMI que es aplicado a México, en el contexto de la política monetarista, incluye:

- Políticas de contracción de la demanda agregada, reduciendo principalmente el gasto del Estado.
- Políticas de liberalización de mercados, que incluye a las tasas de interés, el mercado cambiario, el mercado de precios internos eliminando subsidios y precios tope pero controlando salarios; y
- Políticas de liberalización del comercio exterior eliminando los obstáculos arancelarios y no arancelarios a la importación.

Debido a la importante participación del sector público en la economía, también se aplican restricciones a la política fiscal y cuando el desequilibrio en la balanza de pagos alcanza magnitudes considerables, se establecen topes cuantitativos:

- Al endeudamiento externo del sector público;
- A la emisión monetaria; y
- Al déficit fiscal.

Política monetaria. Generalmente, el paquete de acciones monetarias comprende un programa de restricción en el crédito y/o alzas en las tasas de interés, por medio del aumento de los requerimientos de reservas del sistema bancario (encaje legal), así como otras medidas de carácter monetario tales como la elevación de la tasa de redescuento del Banco Central y venta de obligaciones de Tesorería en el mercado interno, además del establecimiento de límites a la emisión de pasivos monetarios por el Banco Central.

Política fiscal. El programa fiscal enfatiza la reducción del déficit del sector público, básicamente por la contracción del gasto corriente. En casos drásticos, se requiere de modificaciones en el sistema impositivo para aumentar más la recaudación fiscal y financiar el déficit. Villarreal, René; "La Contrarrevolución Monetarista"; Primera Edición, 1983. Ed. Oceano.

(2) El control de cambios integral tiene como característica el hacer obligatorio que toda venta de moneda extranjera se haga a la autoridad cambiaria y que toda compra de moneda extranjera se sujete a permiso previo de dicha autoridad. Mancera, Miguel; "Inconveniencia del Control de Cambios", abril de 1982, Banco de México S.A..

(3) El control de cambios dual se caracteriza por tener dos mercados de divisas, uno sujeto a control y el otro libre. En el primer mercado se incluyen las exportaciones de algunas mercancías cuyos precios son fáciles de conocer y cuyas ventas al exterior se hacen por un número más o menos reducido de exportadores que pueden ser vigilados en detalle en cuanto a su forma de operar y su contabilidad; también se incluyen los créditos del exterior que se registren ante la autoridad. Por otra parte, en el mercado libre se efectúa el resto de las transacciones, tal y como se hace en un régimen de plena convertibilidad. Op. Cit. Mancera, Miguel;...

(4) Las cuentas en dólares que existieron hasta esta fecha, en realidad, muchas de ellas, no constituían una entrada de divisas al sistema bancario, sino que eran depósitos en pesos al tipo de cambio dólar, ofreciendo un mayor rendimiento, lo que en el momento de su pago en dólares se constituyó en una ganancia de divisas.

(5) Hasta el 2 de febrero de 1987 la SHCF autorizó la venta de Certificados de Aportación Patrimonial (CAP's) de Banamex y Bancomer, como parte del programa de colocación del 34% del capital social de las Sociedades Nacionales de Crédito.

Las colocaciones de Banamex equivalieron al 34% de su capital pagado y su precio inicial fue de 11 000 pesos. En el caso de Bancomer, la oferta representó el 23% de capital (aunque éste se amplió en la misma proporción) y su precio inicial fue de 24 000 pesos. Los CAP's se vendieron por medio de las Casas de Bolsa y tuvieron rendimientos extraordinarios en unos cuantos días. Algunos analistas atribuyeron lo anterior a una presunta subvaluación y otros a la enorme demanda inicial que tuvieron entre los inversionistas. Por su parte, el Banco del Centro, Banca Confia, Banca Cremi y Banco Internacional, pusieron a la venta sus CAP's los días 13, 20 y 21 de abril de 1987. BANCOMEX S.N.C.; "Comercio Exterior", Vol. 37, Num. 3, marzo de 1987, México; y BANCOMEX S.N.C.; "Comercio Exterior", Vol. 37, Num. 5, mayo de 1987, México.

(6) El 3 de febrero de 1976 la Bolsa de Valores de México cambió su razón social por la actual de Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V.

(7) Puja: medida que se utiliza en la Bolsa para determinar el importe mínimo en el que se aumente o disminuya el precio al que se ofrece comprar o vender una acción.

CAPITULO 3

3.-LOS CERTIFICADOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACION (CETES)

3.1.- ALGUNOS ANTECEDENTES

La política monetaria debe disponer de un conjunto de instrumentos que le permitan regular el medio circulante y fomentar el mercado financiero. Los instrumentos de regulación monetaria son las operaciones de mercado abierto, el encaje legal y las tasas de redescuento.

El uso de cada instrumento esta en función del objetivo que se desea alcanzar, y se ve influido por el comportamiento de diversos factores, como por ejemplo: el grado de desarrollo del mercado de valores, la existencia de valores gubernamentales en poder del público, las necesidades financieras del sector público o privado y el comportamiento de las tasas de interés en los mercados internacionales.

Si revisamos los instrumentos de que han podido disponer las autoridades financieras, encontramos que la política monetaria mexicana ha descansado tradicionalmente en el encaje legal como forma de distribuir la cartera de las instituciones de crédito entre el sector público y el sector privado, determinar el multiplicador de expansión crediticia y controlar la disponibilidad del crédito. El redescuento sólo por excepción ha sido utilizado como instrumento de control y a tasas que tienen poco que ver con el costo alternativo del dinero.

Sin embargo, la utilización del encaje legal plantea ciertas limitaciones a los requerimientos de la economía en los 80's para el adecuado ejercicio de la política monetaria y crediticia.

Las limitaciones consisten en que el régimen de encaje legal no puede estar variando con la frecuencia ni con la rapidez que demandan las cambiantes condiciones de la economía en épocas de inestabilidad. Debido, al desfaseamiento que existe entre el momento en que se adopta la medida y el momento en que se reflejan sus efectos en la economía. Además, el régimen de encaje legal es muy eficaz para contraer el crédito, pero no para expandirlo, lo que resta eficacia a las medidas de control monetario e introduce un cierto retraso sobre los efectos que con ellas se persiguen.

En contraposición, la colocación pública de títulos gubernamentales hace posible financiar parte de las erogaciones del Gobierno Federal con mayor flexibilidad y suaviza las perturbaciones transitorias de los movimientos de los flujos de caja de la Tesorería de la Federación. Esto se debe a que las condiciones de liquidez del Gobierno y del público están invertidas; cuando el público pierde fondos con motivo del pago de impuestos, vende los títulos que posee y es cuando el Gobierno adquiere liquidez por la recaudación, absorbiendo parte de sus títulos; y cuando éste paga aguinaldos, requiere de la colocación de títulos que adquiere el público en general.

Así, la existencia de títulos gubernamentales es necesaria para poder llevar a cabo una política monetaria más eficaz a través de las operaciones de mercado abierto.

3.2.-ORIGEN DE LOS CETES

Los primeros títulos gubernamentales en México fueron los Bonos de la Tesorería (Bonos Financieros) en 1962, los que tuvieron resultados desfavorables.

Las causas del fracaso fueron:

-Un marco legal muy restrictivo, al establecerse que las Instituciones Nacionales de Crédito y de Seguros no podían obtener los bonos y que sólo en forma excepcional el Banco de México los podría adquirir, además los bonos deberían retirarse de la circulación al finalizar cada ejercicio fiscal, lo que impedía la permanencia del mercado y obstaculizaba su desarrollo;

-Un inadecuado sistema de operación, el procedimiento adoptado para colocar los Bonos no fue el conveniente, ya que los títulos se utilizaban como medio de pago a los contratistas o proveedores gubernamentales sin que existiera una infraestructura ordenada para la negociación de los valores.

Los Bonos de la Tesorería desaparecieron en 1977, al realizar las autoridades del país diversos cambios en el sistema financiero, a fin de adecuarlo a las nuevas condiciones de la economía. Primero fueron los certificados de depósito bancario a 3, 6, 12 y 24 meses. Posteriormente, se autorizaron los depósitos a plazo retirables en días preestablecidos. Asimismo, por decreto, el 28 de noviembre se autorizó la emisión de valores gubernamentales denominados Certificados de la Tesorería (CETES).

La colocación de estos valores gubernamentales responde a los siguientes objetivos:

* Financiar con recursos no inflacionarios parte del gasto público y atenuar las variaciones de los flujos de caja de la Tesorería de la Federación. El mayor contacto con las fuentes financieras permite que en el financiamiento del gasto público se considere más estrechamente la disponibilidad y el costo del dinero.

* Controlar las fluctuaciones de la oferta monetaria e influir sobre las condiciones crediticias de la economía. Esto hace posible que las autoridades financieras inyecten o absorban dinero en el mercado, lo que permite una mayor congruencia de la política financiera con la situación económica general.

* Permitir que el Banco de México realice las operaciones de mercado abierto. La ausencia de un instrumento monetario que permitiera las operaciones de mercado abierto, obedecía a que la regulación del medio circulante y el financiamiento del déficit público se conseguía mediante otros mecanismos, entre los que destacaba un elevado porcentaje del encaje legal.

La emisión de CETES es un factor contraccionista del medio circulante, al adquirir el público o el sistema bancario los valores, a cambio de moneda que el Gobierno capta. En cambio la amortización de CETES provoca una expansión del medio circulante, puesto que el gobierno paga sus adeudos con dinero que entra en la circulación.

Los CETES también influyen sobre las tasas de interés mediante el monto emitido, el plazo y el rendimiento, al representar una opción para los ahorradores frente a otros valores.

De acuerdo con el decreto que los creó, los CETES son títulos de crédito al portador en los cuales se consigna al Gobierno Federal a pagar su valor nominal a la fecha de su vencimiento.

Para la administración de los títulos se creó un sistema de depósito central, que requería de un Comité Mixto de Emisión (compuesto por el Banco de México y por la Tesorería de la Federación) y de un Instituto de Depósito Centralizado de Valores (INDEVAL). Este sistema opera contablemente, los valores se emiten en custodia en el Banco de México; este organismo lleva cuentas de registro de CETES a las Casas de Bolsa y éstas a sus clientes.

Al manejarse las operaciones en libros, se evita el movimiento físico de valores, con los costos y riesgos inherentes, y, de esta manera, la colocación, transferencia y redención se realizan con máxima agilidad, economía y seguridad.

Los adquirentes pueden ser personas físicas o morales, nacionales o extranjeras. El valor de cada título es de 5000 pesos o múltiplos, amortizables en una sola exhibición. Su plazo es de 360 días como máximo.

3.3.-COLOCACION PRIMARIA DE CETES

El monto y las condiciones de colocación primaria los determina la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Para ello debe considerar los objetivos y las posibilidades de regulación monetaria, de financiamiento del gasto público, de influir sobre las tasas de interés y de propiciar un sano desarrollo del mercado de valores. Antes de cada emisión la SHCP consulta al Banco de México que es el agente exclusivo para colocar y redimir los valores.

En México, el Gobierno fija la tasa de descuento y pide a las Casas de Bolsa que realicen sus suscripciones, a diferencia de otros países en donde las autoridades gubernamentales determinan la denominación, el vencimiento y el volumen de los valores que se ofrecerán en venta y solicitan a las Casas de Bolsa presentar sus licitaciones y precios de mercado.

Este procedimiento de colocación se determinó con la finalidad de construir el mercado de Certificados sin distorsionar la estructura de tasas de interés vigentes y sin sustraer violentamente fondos invertidos en otros instrumentos financieros.

El 17 de septiembre de 1982 se modificó el sistema de colocación primaria de los CETES, de tal forma que la tasa de interés sería fijada por subasta.

El 15 de octubre del mismo año se modificaron algunos puntos para evitar que las posturas produjeran efectos que no correspondieran a las condiciones reales del mercado.

Estas son las reglas que estuvieron vigentes hasta finales de 1985 y funcionan de la siguiente manera:

a) Los postores pueden ser las Casas de Bolsa, las empresas con autorización expresa del Banco de México, y las Instituciones de Crédito. Estas dos últimas deben de actuar por cuenta propia y tener contratos de depósito de CETES en administración con alguna Casa de Bolsa. Toda postura tiene carácter de obligatoria para el postor.

b) El viernes a las dos de la tarde el Banco de México emitía una convocatoria donde se indicaba la fecha de colocación, la clave de la emisión, el monto mínimo garantizado a cada postor y el monto total ofrecido.

c) El monto mínimo para cualquier postor era de veinticinco millones.

d) Las posturas podían ser de dos clases: las competitivas, donde el postor propone el monto y la tasa de descuento a la que estaba dispuesto a adquirir los CETES; y las no competitivas, donde el postor solicitaba un monto expresando su conformidad de adquirir los valores al precio que se determinaba por el promedio de las posturas competitivas.

e) Las posturas competitivas de cada postor no debían rebasar el 40% del monto total que estaba solicitando.

f) Se hacía una primera asignación donde se cubrían las posturas no competitivas hasta por el monto mínimo que se garantizaba a cada postor. La tasa ponderada global y su desviación estándar se calculaba con base en las posturas competitivas.

Las posturas cuya tasa era superior a la tasa ponderada global más una vez y media su desviación estándar eran eliminadas.

g) La segunda asignación se hacía sobre el monto restante repartiéndose a las posturas competitivas en orden creciente a sus tasas de descuento hasta que se satisfacían todas las posturas o se agotara el monto por asignar.

h) En la tercera asignación se repartía el monto restante a las posturas no competitivas, a prorrata de su monto aún no atendido.

En 1981 se crearon instituciones especializadas en los títulos, de manera que las Casas de Bolsa dejarían de tener que tratar directamente con el Banco Central para operar con Acciones Bursátiles Somex S.A. y Operadora de Bolsa S.A..

En octubre de 1985 se volvió al antiguo manejo, el Banco de México dejaría de hacer subastas de CETES y fijaría la tasa a pagar a las Casas de Bolsa en la colocación primaria de estos instrumentos. Así, se quitaba a las Casas de Bolsa la facultad de fijar las tasas de rendimiento, las cuales habían alcanzado un alto nivel de 7% anual. Desde luego, lo que hizo el Banco de México fue bajar dichas tasas, mientras que las Casas de Bolsa y la Banca, presentaban sus solicitudes de CETES.

El retorno de esta forma de operar los CETES:

1.-Evita la volatilidad de las tasas de CETES.

2.-Regresa a utilizar instrumentos de financiamiento como el encaje legal (reservas bancarias que exige el Banco de México por cada peso depositado) y la emisión de dinero.

3.-Afecta las utilidades de las Casas de Bolsa, pero les quita el riesgo de asumir posturas en las subastas que, si bien daban buenas ganancias, a varias Casas de Bolsa les costo su desaparición.

4.-Limita la expansión de las Casas de Bolsa y devuelve parte del poder perdido a los Bancos. Sin embargo, se considera que las Casas de Bolsa ya se han ganado a los grandes clientes al satisfacer sus necesidades que los Bancos no pueden cubrir. Así, el mercado se segmenta en los clientes chicos para los Bancos y los grandes para las Casas de Bolsa.

5.-Da la pauta para crear un instrumento similar a los CETES que permita un financiamiento a largo plazo, título que sería el equivalente al "treasury bond" estadounidense. También permitiría el desarrollo del Bono de Indemnización Bancaria (BIB), que se creó para liquidar a los exbanqueros.

6.-En materia de tasas, difícilmente podría esperarse que bajaran de sus altos niveles, ya que debía mantenerse el atractivo para continuar expandiendo el mercado.

Sin embargo, para los tenedores de CETES esto significaba una reducción de sus utilidades, lo mismo que para las Casas de Bolsa, por lo que se llevó a cabo una descolocación de CETES, que para octubre y noviembre fue de 200 mil millones de pesos.

En el mes de noviembre, nuevamente subieron las tasas de rendimiento y empezó a funcionar el método de sondeo. Antes de que el Banco de México fijase las tasas a pagar en cada emisión, existía la obligación de efectuar una consulta entre algunas Casas de Bolsa.

Finalmente, las emisiones de CETES se identifican con una clave, la que se refiere a la semana, al año en que se emiten y a la fecha de vencimiento: por ejemplo 24-83/14-VII-83.

3.4.-OPERACIONES CON CETES

El mecanismo de operación de los CETES consiste en un sistema mixto integrado por transacciones dentro y fuera de la bolsa. Las compras y ventas entre los intermediarios y sus clientes se efectúan fuera del mercado bursátil, lo cual hace posible manejar un número elevado de operaciones y las operaciones entre agentes se realizan en el piso de la bolsa, a fin de que el público conozca las cotizaciones de los valores en forma oportuna. Este sistema permite que los agentes, Casas de Bolsa, actúen como comerciantes dispuestos a formar inventarios de certificados o a desprenderse de ellos, según les ofrezcan o demanden títulos, de manera que el tenedor de un Certificado que desee venderlo no tenga que coincidir con un inversionista dispuesto a adquirirlo, para que la operación pueda llevarse a cabo.

Los pasos a seguir para invertir en CETES son:

I.-Comunicarse telefónicamente o visitar a la Casa de Bolsa de su preferencia y manifestarle al ejecutivo de cuenta o promotor su interés por invertir en CETES.

II.-Firmar un contrato de depósito de títulos en administración con la Casa de Bolsa.

Los contratos que firman el cliente y su Casa de Bolsa, son documentos legales aprobados por el Banco de México y la Comisión Nacional de Valores.

No existe emisión física, por lo que el inversionista recibe por su adquisición los comprobantes de depósito debidamente requisitados, expedidos por la Casa de Bolsa.

III.—Para vender parcial o totalmente sus CETES, notifique a su Casa de Bolsa su decisión en el transcurso de las horas hábiles del día anterior al cual usted necesite el dinero. La Casa de Bolsa pondrá a su disposición el producto de la venta de sus títulos ya sea físicamente en las oficinas de la Casa de Bolsa, o bien lo abonará en la cuenta de cheques del propio inversionista.

Los certificados no estipulan el pago de intereses, sino que se compran y se venden con base en una tasa de descuento. Su rendimiento se deriva de la colocación bajo par, esto es, por debajo de su valor nominal.

Al manejarse el rendimiento de los CETES con base en la tasa de descuento, el precio de los títulos, de no variar las tasas de interés, tiende a su valor nominal. Esta forma de cotizar significa que tasas de descuento más bajas representan precios más altos y viceversa.

Por otra parte, cuando el inversionista adquiere en forma simple un certificado, obtiene un rendimiento que resulta de la diferencia entre el precio de compra bajo par y el valor de redención o precio de venta.

No obstante, puede ocurrir que el rendimiento sea nulo o negativo, es decir, si la inversión se realiza por un plazo muy corto en el cual el título no logra apreciarse lo suficiente para alcanzar el precio de compra del intermediario.

Las fórmulas para calcular el precio y el rendimiento de los títulos son:

Precio = Valor nominal [1 - (tasa de

descuento x $\frac{\text{Días por vencer}}{360}$)]

360

Rendimiento = $\frac{\text{Valor nominal} - \text{Precio}}{\text{Precio}}$ x

Precio

360

x $\frac{\text{Días por vencer}}{360}$

Días por vencer

Para determinar el punto de equilibrio, en donde el inversionista ni gana ni pierde, en la posesión de los títulos se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Equilibrio} \quad \text{T. de des. de compra} - \text{T. de desc. de venta}$$

$$\left(\text{Días que se debe poseer el título} \right) = \frac{\quad}{\text{T. de desc. de venta}}$$

x Días por vencer

Las transacciones que pueden realizarse por medio de los CETES son de tres tipos:

-Las compras y ventas simples.-En donde el rendimiento de la operación está dado por el diferencial entre el precio de compra bajo par y el valor de redención o el precio de venta.

-Operaciones de reporto.-Estas transacciones consisten en las compras o ventas que realizan las Casas de Bolsa con una cláusula de comprar o vender nuevamente a un precio fijo. El reportado, la Casa de Bolsa, paga al reportador, el cliente, un premio por la operación. Las operaciones pueden efectuarse por un plazo mínimo de 10 días y un máximo de 45.

Estos movimientos facilitan a las Casas de Bolsa el acceso al ahorro del sector privado a la vez que se mejora el sistema de intermediación financiera al hacer más amplio y flexible el mercado de dinero.

Ejemplo:

1.-Un administrador desea invertir 100 millones de pesos a cinco días a una tasa de interés conocida.

2.-La Casa de Bolsa le ofrece un reporto a cinco días mediante el cual le vende CETES que le faltan 85 días por vencer a un descuento de 53.30%, el premio (tasa de rendimiento) es de 55%.

3.-Al iniciar la inversión el inversionista adquiere :

$$\text{Precio de cada CETE} = 10\,000 \left(1 - \frac{5330}{100} \times \frac{85}{360} \right) = 8\,741.53$$

$$\text{Número de CETES comprados} = \frac{100\ 000\ 000}{8\ 741.53} = 11\ 349$$

4.- Al finalizar el reporte, el inversionista vende los CETES y recibe:

$$\text{Importe de los CETES} = 11\ 349 \times 8\ 741.53 = 99\ 994\ 361.67$$

$$\text{Diferencia en efectivo para los 100 millones} = 5\ 638.33$$

Importe del premio:

$$99\ 994\ 361.67 \times .55 \times \frac{5}{360} = 763\ 845.82$$

$$\text{Total obtenido} = 100\ 763\ 845.82$$

5.-El rendimiento de la inversión fue:

$$r = \frac{100\ 763\ 845.82 - 100\ 000\ 000}{100\ 000\ 000} \times \frac{360}{5}$$

$$r = 55\%$$

-Los préstamos de CETES.-Los títulos propiedad de inversionistas pueden ser prestados a las Casas de Bolsa, las que pueden utilizarlos en la simple compra venta o en operaciones de reporte. Por estas operaciones las Casas de Bolsa cubren a los inversionistas intereses que permiten ganar un rendimiento adicional sobre su inversión original.

Las Casas de Bolsa en ningún caso podrán recibir estos préstamos de otras Casas, ni vender los certificados objeto de un préstamo al Banco de México o a otros intermediarios bancarios.

Para ejemplificar las operaciones con CETES a lo largo de su periodo de vida, consideremos la siguiente tabla:

EJEMPLO

OPERACIONES CON CETES			
TIEMPO (Dias)	Precio	T. desc.	T. rend.
91	9010.38	39.15	43.45
90	9021.25	39.15	43.40
80	9130.00	39.15	42.88
70	9238.75	39.15	42.38
60	9347.50	39.15	41.88
50	9456.25	39.15	41.40
40	9565.00	39.15	40.93
30	9673.75	39.15	40.47
20	9782.50	39.15	40.02
10	9891.25	39.15	39.58
0	10000.00		

FUENTE: BMV; Anuario Financiere y Bursatil
Emisión 20-82.

La tabla anterior nos muestra cómo a medida que disminuye el número de días por vencer, el precio del título tiende a su valor nominal, la tasa de rendimiento converge al valor de la tasa de descuento.

Por otra parte, al incrementarse la tasa de descuento el título disminuye de precio y aumenta su rendimiento, aun cuando disminuyen los días por vencer.

Régimen fiscal de la inversión en CETES.

El régimen fiscal a que se sujeta las ganancias provenientes de operaciones en CETES es como sigue: tratándose de personas físicas los rendimientos están exentos de gravamen, y en el caso de las personas morales las utilidades se acumulan a su ingreso gravable.

Los rendimientos derivados de las operaciones de reporto y de préstamo de CETES se acumula al ingreso gravable de los causantes.

3.5.-LOS CETES FRENTE A OTROS ACTIVOS FINANCIEROS

En la elección de la opción de inversión idónea para cada individuo dependen factores como los son: la seguridad que ofrece el instrumento; la liquidez o la facilidad de disponer de dinero en efectivo, y el rendimiento que se relaciona a su vez con el riesgo.

La renta fija no tiene riesgo y la renta variable tiene un mayor riesgo, pero también un mayor rendimiento. En la elección, debe considerarse la necesidad que se desea satisfacer con el instrumento. Esto es, se invierte en forma temporal o si se desea cobertura cambiaria o inflacionaria o simplemente si se desea recibir una cantidad fija de dinero mensual.

La regla que rige en la elección de la inversión financiera es la diversificación.

Los CETES mantienen la competencia, principalmente, de las Aceptaciones Bancarias y el Papel Comercial, no obstante que haya otro tipo de valores del mercado de dinero en el Sistema Bancario.

Las características de los instrumentos mencionados consisten en que todos tienen un riesgo bajo y alta liquidez a plazo no mayor de un año, sin embargo, es necesario señalar las características específicas de cada uno de los instrumentos.

Aceptaciones Bancarias

- Flexibilidad en cuanto a plazos de inversión (no mayor de 90 días)
- Tasa de interés acorde al momento .
- Los recursos captados pueden utilizarse, en un 100% por no estar sujetos a encaje legal.
- Los compradores, son empresas de carácter no financiero, residentes en el país con excedentes de liquidez.
- Valor nominal es de un mínimo de \$ 100 000
- Se emiten con la finalidad de complementar la captación

El Papel Comercial

- Son emitidos por empresas grandes en su ramo.
- Vencimiento a 91 días.
- Los títulos son colocados por las Casas de Bolsa.
- Son emitidos por importes mínimos de \$10 000 ó múltiplos de esta cifra, en moneda nacional.
- Los títulos son colocados a una tasa de descuento variable.
- Tienen establecido su rendimiento.
- Son para financiar el capital de trabajo.

Los CETES.

- Son títulos de crédito al portador.
- Vencen de 28 a 91 días.
- Estan respaldados por el Gobierno Federal.
- El valor de cada título es de \$10 000
- Mantiene una tasa de descuento.
- Mantiene una tasa de rendimiento.
- Posee liquidez inmediata.

Los CETES coinciden con el papel comercial, en tanto que también tienen tasa de descuento, de rendimiento, vence a los 91 días y valen \$10 000, salvo que el papel comercial da mayores rendimientos que los CETES. Pero aún así, estos últimos son mejores que las aceptaciones bancarias.

Las principales ventajas de los CETES son:

- El respaldo que tienen por parte del Gobierno Federal para su redención.
- Para las empresas, los CETES son una inversión atractiva para la colocación de fondos disponibles durante plazos cortos, especialmente durante las épocas previas a los pagos de impuestos, aguinaldos y de proveedores.
- Para el público, los Certificados han resultado ser buenas alternativas de inversión, dada su rentabilidad, simplicidad y alto grado de seguridad y liquidez, al ser ampliamente negociados en el mercado, constituyéndose en la mejor forma de aplicación inmediata de disponibilidades ociosas, en el muy corto plazo.
- Si se retira el título hasta su vencimiento, su tasa de rendimiento es superior a la tasa de descuento.

3.6.-EVOLUCION DE LOS CETES EN EL PERIODO 1978-1985.

EMISION

El primer año de emisión y circulación de los CETES fue 1978, se colocaron 23 emisiones a 91 días -una cada quince días- con un importe total anual de 86.2 mmp. Debido a la gran aceptación del nuevo instrumento respaldado por el Gobierno Federal a partir de 1979 el número de emisiones se incrementó al colocarse una emisión cada semana, lo que representó un importe total anual de 196.4 mmp (52 emisiones) para 1979, 234.5 mmp (52 emisiones) para 1980 y 485.5 mmp (53 emisiones) para 1981.

Dentro del periodo 1979-1981, 1980 fue el año en que se presentó un menor crecimiento anual en el importe emitido de CETES (19.4%), debido a que la exportación de petróleo, dado su alto precio en el mercado, constituía la principal fuente de financiamiento del Gobierno Federal, al igual que la contratación de deuda externa.

Sin embargo, a finales de 1981 el precio del petróleo declinó y ante una mayor necesidad de financiamiento, tanto interno como externo para compensar la caída en los ingresos por la venta del petróleo, las autoridades incrementaron el monto emitido en 107.0% en relación al año anterior.

En 1982 la economía mexicana se encontraba en un periodo de franca recesión, agudizándose el desequilibrio en las finanzas públicas, en la balanza de pagos y acelerándose la creciente fuga de capitales, aunado a la caída de los precios del petróleo que limitaba el ingreso de divisas.

Ante esta situación, se aplicaron severos programas de ajuste con los que se pretendía lograr la recuperación a través de reducciones en la demanda agregada, existiendo incertidumbre y volatilidad en el mercado financiero, lo que culminó con la "Nacionalización de la Banca". No obstante, las necesidades de financiamiento se incrementaron, lo que repercutió en que la deuda interna vía CETES se incrementara en 104.5% (507.2 mmp), en relación a 1981.

En este mismo año, 1982, como respuesta a la preferencia por el ahorro a corto plazo, el 27 de agosto se anunció la colocación de la primera emisión de CETES a un plazo de 28 días, adicionalmente a las emisiones regulares y semanales a plazos de tres meses, sumando poco más de 60 el número de emisiones realizadas hasta 1983.

En relación al sistema de colocación de CETES en el mercado primario, en el mes de junio de 1982 se aprobó la colocación de estos títulos a través de licitaciones bajo subastas, el procedimiento se implantó el 22 de septiembre, y se continuó por el resto del año.

El objetivo principal de la colocación por medio de subastas fue obtener mayor competitividad en el flujo de recursos captados por la Federación, de tal forma que las subastas permitieran una mayor participación de los intermediarios e inversionistas en el mercado.

La crisis iniciada a finales de 1981 con la caída de los precios del petróleo, que hicieron necesaria la aplicación del Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), tocó su punto más bajo en 1983 ante severos ajustes de política económica, principalmente a través de una contracción de la demanda agregada vía disminución del gasto público e incremento en los precios y tarifas del sector público, reduciéndose el déficit público como proporción del PIB de 17.6% en 1982 a 8.9% en 1983, lo que propició una caída en el PIB en términos reales de 5.3%, persistiendo las tendencias descendentes en la producción y el empleo.

EMISION PRIMARIA DE CETES
(Miles de Millones de pesos)

	Número de Emisiones	Importe	Crecimiento anual.
1978	23	86.2	-----
1979	52	196.4	127.8
1980	52	234.5	19.4
1981	53	485.5	107.0
1982	62	772.7	104.5
1983	67	2705.5	172.5
1984	60	3692.8	36.5
1985	107	11470.0	210.4

FUENTE: Anuario Financiero y Bursátil, 1978-1985
BOLSA MEXICANA DE VALORES.

La emisión primaria de CETES continuó con su tendencia ascendente, presentando una tasa anual de crecimiento del 172.5% en 1983 en relación al año anterior, siendo el nivel más alto de crecimiento en los últimos 4 años.

En 1984 el PIB a precios constantes registró un crecimiento de 3.5% en relación al año anterior. Hubo una mejoría en la situación financiera de las empresas y una recuperación de la intermediación bancaria, factores que propiciaron la reanudación del crédito comercial y mejoraron las condiciones de financiamiento bancario a la producción.

La mejoría en la intermediación bancaria permitió un mayor financiamiento al Gobierno Federal, vía encaje legal, mientras que la emisión primaria de CETES sólo se incrementó en 36.5%, al situarse en 3692.8 mmp; no se realizaron emisiones de CETES a 28 días; y solo se hicieron 52 emisiones a 91 días y 8 a 182 días.

En 1985, la economía mexicana creció por segundo año consecutivo y se observaron avances importantes en el desarrollo industrial. A pesar de ello, se revirtió la tendencia descendente de la inflación anual que se había dado desde abril de 1983. El mercado cambiario volvió a mostrarse inestable, y las finanzas públicas se enfrentaron a una escasa disponibilidad de crédito externo.

Así, los requerimientos del sector público y el crecimiento de la inversión y consumo privado se financiaron casi exclusivamente con recursos internos, lo que provocó fuertes tensiones en los mercados financieros y empujó al alza a las tasas de interés internas, incrementándose el gasto por concepto de intereses de la deuda pública interna.

En 1985 se colocaron 102 ofertas públicas de CETES por un monto de 11470.0 mmp, 210.6% más que en 1984. De estas colocaciones, 52 fueron a plazo de 91 días (8000 mmp); 44 con vencimiento a 28 días (3340 mmp); y el resto con periodos de amortización de 182 días. La mayor emisión primaria se registró en octubre, pero en noviembre y diciembre se reportaron importantes retrocesos en la colocación, debido principalmente a la cancelación de las subastas.

Hasta los últimos días de octubre, las casas de bolsa se encargaban de presentar sus posturas para la subasta semanal de CETES, lo que llevó a las tasas de rendimiento a niveles bastante atractivos.

Sin embargo, estas elevadas tasas de interés encarecían el costo del crédito para el gobierno, por lo que la SHCP determinó que a partir de la última semana de octubre no habría más subastas, fijando las autoridades hacendarias las tasas de descuento y por lo tanto las de rendimiento, lo que se reflejó en una fuerte descolocación del instrumento a finales del año.

OPERATIVIDAD

Desde 1976 la BMV se empezaba a fortalecer y para 1978 se constituía como una importante fuente de financiamiento, tanto para las empresas privadas como para el Gobierno Federal.

En 1978, el importe operado en bolsa ascendió a 168.14 mmp, su expansión continuó hasta llegar en 1985 a un importe total operado de 25435.69 mmp, lo que representó una tasa de crecimiento promedio anual de 104.6 %.

El importante desarrollo se debió en parte a que el mercado de valores se constituyó como una fuente alterna de financiamiento para las empresas, al verse limitadas sus posibilidades de endeudamiento externo y al limitarse los créditos del sistema bancario, dadas las políticas de incremento en el encaje legal y restricción monetaria.

Dentro del Mercado de Valores, las empresas han participado en el mercado de dinero a través del Papel Comercial desde 1980 y la Banca con las Aceptaciones Bancarias desde 1984. Asimismo, otro importante factor que ha contribuido a la expansión del mercado de valores lo constituye la emisión de CETES, con lo que el Gobierno Federal se allega recursos.

En 1978 las operaciones de CETES en la BMV ascendió a 70.08 mmp, lo que representó el 41.68% del total operado. La alta emisión primaria y la rápida aceptación del público por estos valores, dadas sus características, hicieron que a partir de 1980 las operaciones de CETES representaran más del 70% del total operado en la BMV, en detrimento de los títulos del mercado de capitales.

Para 1985 las operaciones con CETES representaron el 77.07% de las operaciones en la BMV, comparado con el 89.41% del año anterior, con un monto de 19602.48 mmp; el resto de los títulos del mercado de dinero representó el 14.84%, los títulos de renta variable el 4.45% y los títulos de renta fija el 3.64%.

CIRCULACION DE CETES EN PODER DEL PUBLICO

En su primer año de vida la circulación de CETES en poder del público alcanzó un monto de 3.18 mmp, de los cuales el 71.38% se encontraba en manos de las empresas y los particulares, mientras que la banca privada y mixta poseía el 20.44%, la Banca Nacional el 7.86% y las Casas de Bolsa sólo contaron con un 0.16%.

Desde 1979 y hasta 1984, la estructura porcentual se caracterizó por que los principales tenedores de CETES continuaron siendo las empresas y los particulares, representando en promedio el 79.32% de la circulación total durante el periodo, mientras que la Banca Comercial y de Desarrollo disminuyó su participación de 20.44% en 1978 a 12.48% en promedio para el mismo periodo.

Esta estructura porcentual se debió principalmente a que para las empresas y los particulares cada vez era más atractivo mantener sus recursos ociosos en CETES, dado su alto rendimiento, liquidez y respaldo del Gobierno Federal; por su parte, las instituciones bancarias disminuyeron sus tenencias debido principalmente a que fueron sujetas a un mayor encaje legal.

En 1985, el Banco de México fue el principal tenedor de CETES, participando con el 51.23% de la circulación total, pasando a segundo plano las empresas y los particulares con el 40.16%, el resto de los tenedores sólo conto con el 8.51%. El menor monto de valores en manos de las empresas y los particulares se debió a la cancelación de las subastas, lo que propició una importante descolocación de los instrumentos, teniendo que ser adquiridos por el Banco de México.

TASAS DE RENDIMIENTO

La tendencia observada en las tasas de rendimiento de los instrumentos financieros y en especial de los CETES no fue muy distinta a la que siguieron las tasas de los instrumentos bancarios.

Durante el periodo 1978-1982 se puede apreciar un rápido crecimiento en la tasa de rendimiento de los activos financieros y en menor medida de los CETES, debido fundamentalmente a que durante este periodo se pretendía controlar la desintermediación financiera, la especulación cambiaria y la acelerada fuga de capitales a través de incrementos en las tasas de interés.

Sin embargo, un incremento en las tasas de interés pasivas del sistema bancario se traducía en un incremento en el rendimiento de los instrumentos del mercado de dinero; sobre todo de los CETES, dadas las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal, pasando su tasa de rendimiento de 10.38% en 1978 a 21.95% en 1980 y a 43.69% en 1982.

En este último año se logró frenar la fuga de capitales y la especulación cambiaria a través del establecimiento del control de cambios y la "Nacionalización de la Banca", no obstante la persistencia de la desintermediación financiera.

En 1983 la tasa de rendimiento de los CETES alcanzó un nivel del 57.09% en promedio, debido fundamentalmente al índice inflacionario que se incrementó en 80.8% como resultado del financiamiento del déficit público a través de emisión primaria de dinero durante 1982.

**IMPORTE DE CETES OPERADO EN BOLSA
Y TASAS PONDERADAS DE RENDIMIENTO**

	Importe	Tasa de rend.
1 9 7 8	70.75	10.38
1 9 7 9	235.00	14.30
1 9 8 0	379.62	21.95
1 9 8 1	1022.20	29.85
1 9 8 2	1730.86	43.69
1 9 8 3	5253.62	57.09
1 9 8 4	13734.57	48.81
1 9 8 5	19602.47	63.22

FUENTE: Anuario Financiero y Bursátil, 1980-1985,
BOLSA MEXICANA VALORES.

En 1984 la elevación de las tasas de interés en los mercados internacionales hizo necesario que en los primeros meses del año se incrementaran las tasas de interés internas. Sin embargo, las condiciones favorables de la economía permitieron que la tasa de rendimiento promedio de los CETES disminuyera a 48.81%.

En 1985, la situación económica se deterioró, debido principalmente a que la expansión económica propició una mayor demanda de créditos por parte del sector empresarial, existiendo problemas de liquidez en la economía y alentando las expectativas inflacionarias.

Así, la persistencia de una política monetaria restrictiva en presencia de una elevada demanda de crédito, no podría concluir en una baja de las tasas de interés, sobre todo al existir otras posibilidades de inversión o de consumo que podrían impedir la canalización de los recursos hacia los instrumentos gubernamentales y de esta forma se obligaría al Gobierno Federal a recurrir al crédito primario, por lo que la tasa de rendimiento de los CETES presentó una tendencia ascendente al pasar del 48.31% en enero al 75.3% en diciembre de este año.

CAPITULO 4

4.- LAS FINANZAS PUBLICAS Y EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.

4.1.- ESTRUCTURA DE LAS FINANZAS PUBLICAS

Para el análisis de la estructura de las finanzas públicas partiremos del resumen de operaciones financieras consolidadas del sector público, elaborado por el Banco de México y dividido en tres grandes rubros:

A) Ingresos del Sector Público.

i) Ingresos Tributarios Brutos del Gobierno Federal, comprende a todos los ingresos del Gobierno Federal por concepto de recaudación: impuestos directos, indirectos, a la gasolina y otros impuestos.

ii) Ingresos corrientes internos de los organismos y empresas controladas presupuestalmente.

iii) Ingresos no tributarios tales como derechos, productos y aprovechamientos que capta el Gobierno Federal y el D.D.F.

iv) otros ingresos tales como los ingresos de capital provenientes principalmente de la venta de algun activo.

B) Gastos del Sector Público.

i) Gastos presupuestales del Gobierno Federal y de los Organismos y Empresas controladas presupuestalmente; incluyendo: gasto corriente, gasto de capital, transferencias y adefas.

El gasto corriente esta formado por el pago de los sueldos y salarios, participaciones a estados y municipios. pago de intereses y adquisiciones de bienes y servicios.

Los gastos de capital comprenden toda inversión física o financiera efectuada por el Sector Público.

Las transferencias son gastos corrientes y de capital otorgados por el Gobierno Federal fuera del Sector Público; y las adefas son los adeudos fiscales de ejercicios anteriores, corrientes y de capital.

ii) Gastos del Sector Público fuera de presupuesto, que son los gastos ejercidos por empresas como TELMEX, STC y BDF.

iii) Otros gastos, se constituyen por la intermediación financiera de la banca de desarrollo.

C) Déficit del Sector Público.

i) Déficit económico, esta constituido por la suma del déficit presupuestal (ingresos presupuestales - gastos presupuestales) y del déficit del sector fuera de presupuesto (ingresos del sector fuera de presupuesto - gastos del sector fuera de presupuesto).

ii) Déficit Financiero, comprende el déficit económico más la intermediación financiera.

En este trabajo se hace caso omiso del concepto de déficit operativo o déficit ajustado por la inflación, en este concepto se incluye sólo los pagos de intereses reales del servicio de la deuda interna y externa, y se excluye el pago de intereses de la deuda derivado de la inflación.

La omisión de esta metodología que ha adoptado el Banco de México en sus análisis de Finanzas Públicas, se debe al interés de resaltar la magnitud cada vez mayor del déficit económico y su carácter explosivo. Sin embargo, aunque no se desecha la idea de que existe una interacción entre el déficit de las Finanzas Públicas y la inflación, se pretende resaltar los efectos negativos del déficit público sobre el incremento de las tasas de interés y el nivel de precios de la economía, así como sobre la actividad productiva.

4.1.1.- EL DEFICIT PRESUPUESTAL Y SU COMPORTAMIENTO EN LOS 80's.

INGRESOS DEL SECTOR PUBLICO.

En 1978, los ingresos totales del Sector Público ascendieron a 595.9 mmp, constituidos en un 93.0% (554.1 mmp) por ingresos presupuestales y en un 7.0% (54.3 mmp) por ingresos del sector fuera de presupuesto. Los ingresos del Gobierno Federal en este año ascendieron a 303.8 mmp, mientras que los ingresos de los organismos y empresas controladas ascendieron a 334.1 mmp.

Durante el periodo 1978-1985, los ingresos totales crecieron a una tasa promedio anual del 58.0%, al situarse en 14689 mmp en 1985, sin embargo, los incrementos más dinámicos de 74.2% y 109.2% se presentaron en 1980 y 1981, respectivamente.

El acelerado incremento en los ingresos durante el periodo se explica por diversos factores:

- De 1978 a 1981, el crecimiento de los ingresos se determinó principalmente por los derivados de las empresas y organismos controlados presupuestalmente, predominando los ingresos obtenidos por la exportación de petróleo, no obstante que empezaron a disminuir a partir de 1981, mientras que los ingresos del Gobierno Federal perdían participación como resultado de la aplicación de una política de desgravación fiscal; así, la participación del ISR en los ingresos del Gobierno Federal disminuyó del 43.9% en 1978 al 36.2% en 1981.

- Durante el subperiodo 1982-1985 se presenta un ligero cambio en los factores determinantes de los ingresos del Sector Público aunque predominan los ingresos de las empresas y organismos controlados presupuestalmente, los ingresos por la exportación de petróleo se complementan con la aplicación de incrementos acelerados en los precios y tarifas de los bienes y servicios del Sector Público con la finalidad de eliminar el rezago existente frente a los niveles de inflación presentados en la economía mexicana en la presente década.

Así, en 1984, la política de precios de los organismos y empresas paraestatales no fue congruente con la meta de mantener la inflación anual en 40%, toda vez que los incrementos por ventas internas del sector paraestatal aumentaron en 65.7%. No obstante que en 1985 se deterioraron debido a que el nivel inflacionario fue mayor al esperado.

Por su parte, los ingresos del Gobierno Federal durante el subperiodo en estudio crecieron en 70.7% promedio anual, comparado con el 80.8% de los organismos y empresas controlados, como resultado del incremento en los ingresos vía impuestos especiales tales como el IVA y los impuestos a la producción y los servicios, que incrementaron su participación dentro del ingreso del Gobierno Federal del 25.7% en 1982 al 31.3% en 1985, mientras que el ISR disminuía su participación del 30.3% en 1982 al 23.9% en 1985, como resultado de los altos niveles de inflación que distorsionaron el cálculo de la base gravable, sin proporcionar los ingresos esperados.

De esta manera, los ingresos totales del Sector Público ascendieron en 1985 a 14689 mmp, de los cuales el 97.3% eran proporcionados por el sector presupuestal, constituidos, a diferencia de 1978, por un amplio predominio de los ingresos de los organismos y empresas controladas (10 930 mmp) sobre los ingresos del Gobierno Federal (7 894.1 mmp); esta tendencia favorable, como ya se mencionó, es el resultado del incremento en los precios y tarifas del sector público en un intento por reducir los subsidios.

Sin embargo, la mayor parte del incremento en los ingresos se explica por el alto nivel inflacionario de la economía, de tal forma que desde 1983 se muestra una tendencia descendente de los ingresos del sector público en relación al PIB pasando su participación del 34.4% del PIB en este año, al 34.1% en 1984 y al 32.2% en 1985.

GASTOS DEL SECTOR PUBLICO

Los gastos totales del Sector Público durante el periodo 1978-1985 han presentado un crecimiento del 58.8% promedio anual, crecimiento ligeramente más dinámico al de los ingresos durante el mismo periodo, al pasar de 724.6 mmp en 1978 a 18 498.5 mmp en 1985. En 1982, se registró el mayor crecimiento en el gasto público del sector presupuestal de 102.4%, al pasar de 2256.6 mmp en 1981 a 4 078.3 mmp en 1982, este incremento se debió en gran medida al aumento en 198.4% en el pago de intereses durante este año, al pasar de 174 mmp a 519.2 mmp de 1981 a 1982 respectivamente.

En 1978, los gastos presupuestales representaron el 93.3% del total de los gastos, participación que se elevó al 95.6% en 1985. Dentro de los gastos presupuestales, los del Gobierno Federal, se incrementaron a una tasa promedio anual del 63.3% durante el periodo en estudio, comparada con un crecimiento del 60.7% que presentó el gasto de los organismos y empresas controladas presupuestalmente.

El crecimiento de los gastos del Gobierno Federal estuvo determinado principalmente por el crecimiento del gasto corriente, pasando de representar el 78.2% (290.1 mmp) en 1978 al 80.7% (2 181.5 mmp) en 1982 y al 85.2% (9 776.3 mmp) en 1985, mientras que el gasto de capital disminuyó en relación al gasto total.

Dentro del gasto corriente del Gobierno Federal durante el periodo 1978-1981, las transferencias corrientes y el consumo del gobierno se constituyeron como los renglones más importantes del gasto, representando el 66.3% en promedio durante el periodo, las transferencias fueron canalizadas en forma de subsidios al consumo a través del BANRURAL, CONASUPO, etc.. El consumo del gobierno se incrementó por el mayor pago de salarios y el aumento en los precios de los bienes que adquiere.

Por su parte, el pago de intereses, las participaciones a entidades federativas y las afezas corrientes cada vez se incrementaron en mayor medida, pasando su participación del 30.7% en 1978 al 40.1% en 1981, correspondiendo el 15.4% y el 18.6% al pago de intereses en los mismos años, respectivamente.

Cabe mencionar que en 1981 la economía mexicana se enfrentó a dificultades de origen externo - tales como el ascenso de las tasas de interés y la debilidad de los mercados de hidrocarburos y otras materias primas - por lo que en julio de 1981 se anunció una reducción del 4% en el gasto de cada entidad del sector federal, como resultado, en este año el pago de intereses representó 18.6% del gasto corriente, solo 3.2 puntos porcentuales más que en 1978.

A partir de 1982 la situación de las finanzas públicas se deterioró con mayor rapidez como consecuencia del mayor ritmo de crecimiento de los precios internos, que se reflejó en una elevación de los salarios a la burocracia, en mayores pagos por concepto de intereses de la deuda interna y su amortización y en un incremento en las erogaciones para la adquisición de bienes y servicios, además, se incrementaron las transferencias a entidades públicas y el gobierno absorbió las pérdidas derivadas del diferencial entre el tipo de cambio controlado y el preferencial, por lo que se tuvieron que aplicar severos ajustes de política económica basados en gran medida en la reducción del gasto público.

Siguiendo a la reducción del gasto en julio de 1981, después de la devaluación de febrero de 1982, se anunció un nuevo programa que incluyó una reducción de 8.3% del gasto presupuestal ajustable, excluyendo las erogaciones por servicios personales, servicios de la deuda y participaciones a Estados y Municipios, que propiciaría una disminución de las importaciones del Sector Público.

A principios de 1985, el Ejecutivo Federal anunció las siguientes medidas:

-Reducción en el gasto corriente con excepción de los servicios personales y el pago de intereses;

-Cancelación de las plazas de confianza y de plazas vacantes vigentes al 6 de febrero; y

-Reducción de las transferencias corrientes en 4% y suspensión de programas de inversión no prioritarios.

Las medidas anunciadas no contrarrestaron la tendencia alcista del déficit financiero por lo que en julio del mismo año se decidió efectuar una disminución adicional en el gasto que comprendió:

-Desaparición de 15 Subsecretarías de Estado, 50 Direcciones Generales y el despido de 22000 empleados de confianza del sector central; y

-Liquidación o venta de 236 empresas públicas.

Estas medidas permitieron que de 1981 a 1985, el consumo del Gobierno Federal disminuyera su participación dentro del gasto corriente del 29.1% en 1981 al 18.2% en 1985, de la misma manera, las transferencias corrientes disminuyeron su participación del 30.8% al 21.8% para los mismos años, respectivamente. Por su parte, el gasto de capital del Gobierno Federal fue el que sufrió la mayor reducción al pasar de representar el 29.8% en 1981 al 14.8% en 1985.

Las medidas adoptadas resultaron insuficientes para evitar la expansión del gasto público total en general, y del gasto corriente del Gobierno Federal en particular, debido a que los intereses de la deuda interna se incrementaron considerablemente pasando su participación dentro del gasto corriente del 18.6% en 1981 al 41.1% en 1985 como resultado de las fluctuaciones en las tasas de interés en los mercados internos y externos, así como por el incremento de la deuda interna al restringirse los créditos del exterior, persistiendo el acelerado crecimiento del déficit económico y financiero del sector público.

DEFICIT ECONOMICO Y FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO

Como resultado del comportamiento de los ingresos y gastos del Sector Público, las finanzas públicas presentaron un déficit económico que representó el 5.5% del PIB en 1978 y que ascendió a 8.4% del PIB en 1985 al pasar de 128.7 mmp a 3 808.9 mmp, respectivamente.

El déficit del sector presupuestal es el más importante por su magnitud al representar más del 90% en promedio del déficit económico durante el periodo 1978-1985.

Dentro del déficit presupuestal sobresale el déficit del Gobierno Federal que durante el periodo en estudio se incrementó de 67.1 mmp en 1978 a 1170.7 mmp en 1982 y a 3581.4 mmp en 1985.

Su dinámica de comportamiento se explica principalmente por la sangría que representa el pago de intereses de la deuda interna y externa a partir de la década de los 80's, al encontrarse en un círculo vicioso en donde se contrata cada vez más deuda y a mayores tasas de interés para enfrentar los adeudos anteriores, convirtiéndose el monto de la deuda en una bola de nieve, sobresaliendo el dinámico crecimiento de la deuda interna a partir de 1982 dada la limitación de recursos externos

Así, la política de finanzas públicas ha causado un fuerte efecto redistributivo. El gobierno ha dejado de incrementar su demanda interna o través de obras públicas y pago de salarios, mientras que los recursos que antes eran usados para este fin ahora se destinan al pago de la deuda.

En 1980 la inversión en obras públicas representó el 8.3% del gasto del gobierno y para 1985 disminuyó a 3.7%, de la misma manera los pagos de salarios representaron el 16.9% del gasto y para 1985 disminuyó a 13.0%, mientras que los intereses incrementaron su participación del 9.4% al 35.0% del gasto del gobierno de 1980 a 1985, respectivamente.

Anteriormente a los 80's el comportamiento del déficit se explicaba por un acelerado gasto en el consumo del Gobierno Federal, transferencias corrientes y adefas. Asimismo, los ingresos de carácter tributario disminuyeron como resultado de la desgravación fiscal.

El déficit de los organismos y empresas controladas presupuestalmente presentó un comportamiento diferente al del Gobierno Federal, ya que disminuyó de 326.9 mmp en 1981 a 208.1 mmp en 1982, para después convertirse en un superávit de 120.6 mmp en 1983 y de 138.2 mmp en 1985, como resultado de la agresiva política de incremento en los precios y tarifas de los bienes y servicios del Sector Público, ya que éstos se habían rezagado durante las décadas anteriores y eran motivo de fuertes subsidios.

Sin embargo, los ingresos adicionales obtenidos no fueron los esperados dado el incremento en los precios internos, y por lo tanto no fueron suficientes para equilibrar o cuando menos disminuir el déficit económico de las finanzas públicas.

El déficit económico más la intermediación financiera constituye el déficit financiero que pasó de representar el 6.7% del PIB en 1978 al 9.9% en 1985, como resultado de un incremento promedio anual de 60.0% en la intermediación financiera, al pasar de 27.4 mmp en 1978 a 726.3 mmp en 1985, mostrándose el mayor incremento de 320.0% durante 1984 como consecuencia del acelerado crecimiento de la economía en el último trimestre del año, teniendo efectos sobre la inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés, al tiempo en que la demanda privada por crédito repuntaba.

4.1.2 MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO

El déficit de las finanzas se constituye como uno de los principales desequilibrios de la economía mexicana desde hace ya varios años, y para subsanarlo el sector público requiere de cuantiosos recursos que, al mismo tiempo, le permitan cumplir con las obligaciones que le plantee un proceso de desarrollo económico.

De acuerdo a su origen los mecanismos de financiamiento se pueden clasificar en externos e internos.

FINANCIAMIENTO EXTERNO

En 1978, los requerimientos financieros del sector público hicieron necesario hacer uso de recursos externos por 69.7 mmp, que representaron el 44.7% del déficit financiero del sector público.

En 1979 y 1980 la participación del financiamiento externo disminuyó a 33.7% y 31.4% respectivamente, por lo que durante estos años se constituía como una fuente complementaria de los recursos internos en el financiamiento del déficit y permitía mantener el ritmo de crecimiento de la economía, existiendo fuertes inversiones de capital por parte del Gobierno Federal, principalmente en el sector energético que se empezaba a fortalecer como un pilar importante para el desarrollo económico.

Para 1981 el panorama no cambió y se recurrió a un mayor endeudamiento externo para no frenar el impulso de la economía al disminuir los ingresos por la venta del petróleo y otras materias primas, llegando a representar el 57.9% del financiamiento neto del déficit financiero, de tal forma que el financiamiento externo fue un mecanismo de apoyo al proceso productivo durante el periodo 1978-1981, caracterizado por un auge económico con un crecimiento promedio de 8.5% e inmensos ingresos derivados de la exportación de petróleo.

Sin embargo, no existió una asignación adecuada de los recursos, no sólo se contrató deuda para pagar deuda, sino para acumular reservas y poder financiar movimientos especulativos de capital, al mantener la política de libre convertibilidad.

En 1982 los recursos provenientes del exterior sufrieron una fuerte contracción, representando solo el 21.3% del incremento total de la deuda neta del sector público, de tal forma que tuvieron que aumentar considerablemente los recursos internos para complementar las necesidades financieras del sector público.

Aunque en 1983 el endeudamiento externo presentó un leve repunte, se presenta una paulatina disminución de estos recursos hasta 1985, así, el déficit del sector público para este último año ascendió a 4535.2 mmp, correspondiendo a financiamiento externo solo el 2.7% (121.8 mmp).

La disminución en el financiamiento externo es el resultado de la renuencia de los acreedores a otorgar más créditos, dada la magnitud del saldo de la deuda externa y el riesgo que implicaba su pago, y al pago de intereses que representó una fuerte sangría en dólares, limitando la importación de bienes y servicios para apoyar la actividad productiva del país, encauzando el financiamiento hacia el mercado interno de dinero y realizando ajustes macroeconómicos con el fin de aumentar el ingreso nacional disponible, buscando una readecuación inmediata en el comercio exterior que lo situara en una posición superavitaria y generara la oferta de dólares necesaria para el pago de la deuda.

FINANCIAMIENTO INTERNO

El financiamiento interno del déficit público tiene la forma de crédito directo que el gobierno contrata con el conjunto de los agentes a través del sistema de intermediación financiera ya sea por medio del sistema bancario o por la colocación de bonos en el mercado de valores.

La deuda interna históricamente se ha constituido como la principal fuente de financiamiento del déficit público, convirtiéndose en uno de los principales obstáculos para corregir la magnitud del mismo, al pasar de representar el 55.3% de los requerimientos para financiar el déficit en 1978, al 78.2% en 1982 y al 97.3% en 1985, situándose el financiamiento interno en este último año en 4.4 billones de pesos, comparado con 1.3 billones de pesos en 1982 y siendo 1981 el único año en que representó menos del 50.0%.

El crecimiento del financiamiento interno ha sido más dinámico a partir de 1982, debido en gran parte a las limitaciones a que se enfrentó el sector público para seguir teniendo acceso a dinero fresco en los mercados financieros internacionales, pasando de representar el 58% del financiamiento total durante el periodo 1978-1981, al 81.9% en el periodo 1982-1985, en promedio, sobresaliendo el incremento de 36.7 puntos porcentuales de 1981 a 1982, en que la participación pasó del 42.1% del financiamiento total al 78.8%, respectivamente.

Este hecho se debe a que en 1981/1982 se encuentra un punto de coyuntura en la economía mexicana caracterizada por los siguientes factores:

-El crecimiento económico disminuyó de un 7.9% en 1981 al -0.5% en 1982 y a -5.2% en 1983.

-El índice de volumen de la inversión fija bruta (1970=100) pasó de representar 260.4 puntos en diciembre de 1981 a 168.2 puntos en diciembre de 1982, lo que representó una caída del 35.4%.

-La tasa de inflación se incrementó de un nivel de 28.7% en 1981 a 98.9% en 1982.

-El financiamiento externo en 1981 llegó a representar el 57.9% del financiamiento neto del déficit financiero, disminuyendo al 21.2% en 1982, declarándose la moratoria del pago de la deuda externa el 20 de agosto del mismo año. La caída de los recursos externos se compensó con mayor financiamiento interno que provino de la colocación de bonos en el mercado de valores, que llegaron a representar el 90.6% del financiamiento del sector público.

-La economía mexicana incrementó su dependencia de las exportaciones petroleras, aumentando en 35.9% su volumen de exportación al pasar de 1098 MRD en 1981 a 1492.1 MRD en 1982, para compensar la caída de los precios del petróleo en 13.8% e incrementar el ingreso de divisas, ya que el precio de la mezcla de crudos mexicanos (Istmo y Maya) disminuyó de 33.38 d/b a 28.76 d/b de 1981 a 1982, respectivamente.

Así, a partir de 1982 es de mayor importancia el financiamiento interno del sector público, canalizado no sólo a través del encaje legal que da al Gobierno Federal la posibilidad de un acceso directo a fondos del sistema financiero, sino por el sistema bancario en su conjunto a través de valores - CETES, PETROBONOS, Bonos de la Deuda Pública, etc. - que también han sido adquiridos por las empresas privadas y los particulares.

La colocación de deuda interna a través de valores adquirió vital importancia al pasar de representar el 73.5% de la deuda interna en 1978 al 115.1% en 1982 y al 62.8% en 1984, para después disminuir al 21.6% en 1985, mientras que el resto lo cubrían los créditos directos del sistema bancario.

El porcentaje mayor al 100% en 1982 se explica por que durante este año la captación a través de valores, principalmente CETES en poder de empresas y particulares, permitió amortizar 196.5 mmp de la deuda pública contraída con el sistema bancario.

En 1985 el sistema bancario incrementó su financiamiento considerablemente al proporcionar 3 461.8 mmp (78.4% del financiamiento interno) como resultado del régimen de inversión a que fue sujeto con la entrada en vigor de la Ley Orgánica del Banco de México, en la que se estableció la disminución del encaje legal del 48% al 10%, invirtiéndose la diferencia del 38% en bonos de regulación monetaria serie 1 a partir del primero de marzo, con lo que se evitó que la mencionada reducción del encaje se tradujera en un aumento masivo del crédito bancario, incentivando la inflación y reduciendo el financiamiento del sector público.

Asimismo, se emitieron bonos de regulación monetaria de la serie 2, por un monto de 250 mmp con la finalidad de regular el crédito, permitiendo la transferencia de fondos de las instituciones con sobrantes de liquidez a otras con escasez de disponibilidades, en este caso el sector público.

Sin embargo, las tasas de interés en el mercado de dinero se incrementaron frente a los problemas crediticios, por lo que en jul-oct de 1985 se incrementó el financiamiento al Gobierno Federal al 70.2%, (excluyendo 10% de encaje legal) y en nov-dic del mismo año al 80.2% de la captación, con la finalidad de disminuir la liquidez del sistema y atenuar las presiones inflacionarias, obscureciéndose la determinación neta del crédito directo canalizado por el sistema bancario al sector público.

REGIMEN DE INVERSION EN 1985

 DIC. 1984 ENE-JUN JUL-OCT NOV-DIC

ENCAJE LEGAL	48.0	10.0	10.0	10.0
BANCA DE DESA-				
ROLLO	---	3.0	3.0	3.0
GOBIERNO FED.	---	35.0	70.2	80.2
SUB TOTAL	49.0	48.0	83.2	93.2
CREDITO SELECTIVO	26.0	27.0	6.8	6.8
CARTERA LIBRE	25.0	25.0	10.0	0.0
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0

FUENTE: Banco de México; tomado de El Financiero, 30/I/86

En el análisis de la colocación de deuda interna a través de valores, encontramos que los bonos de la deuda pública son la fuente más importante de financiamiento dada su magnitud. Sin embargo, son bonos en poder del Banco de México, lo que se traduce en una expansión indirecta de la oferta monetaria, siendo un financiamiento inflacionario que sólo se puede compensar con políticas contraccionistas, limitando el crédito del sector privado a través de los requerimientos legales o a través de la imposición de otras restricciones sobre la expansión del crédito bancario, tal y como se hizo en 1985.

Por su parte, los CETES son la segunda fuente más importante de financiamiento de acuerdo a su monto y la principal fuente de financiamiento no inflacionario al encontrarse una parte importante en poder de las empresas privadas y los particulares debido a su gran aceptación, tomando en consideración que cuando se encuentran en manos del Banco Central también se constituyen en una fuente de financiamiento inflacionario al ser una expansión indirecta de la oferta monetaria, por lo que es de vital importancia analizar el financiamiento a través de este instrumento y sus repercusiones dentro del SFM en un apartado especial.

4.1.3.-LOS CETES COMO MECANISMO DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO

En 1978, año en que se realizó la primera emisión de CETES, el Gobierno Federal estableció las bases para una nueva fuente alternativa de recursos internos, fundamentada en la colocación de bonos a corto plazo en el mercado de dinero, bonos que se denominaron "Certificados de la Tesorería (CETES)" y que tendrían un respaldo por el Gobierno Federal.

De las tres funciones que deben desempeñar los CETES como son regular la oferta monetaria, financiar internamente al Banco de México y captar recursos para el sector público, ésta última prevalece en forma importante.

Desde 1979 y hasta la fecha los CETES cada vez se han consolidado más y más como una fuente importante en el financiamiento del déficit, su importancia radica no sólo en que se ha incrementado su participación dentro de este renglón sino en que permite un financiamiento no inflacionario de los gastos del sector público en el caso de que sean adquiridos por las empresas y los particulares.

Así, en 1978 los CETES proporcionaron el 1.67% de los requerimientos totales del sector público, cifra que aumentó al 13.57% en 1982 y al 34.1% en 1985. No obstante esta tendencia, en 1981 solo representó el 4.89%, debido a la preferencia del endeudamiento externo, y en 1985 el 5.46% como resultado de una mayor canalización directa de recursos del sistema bancario al sector público.

Desde su origen, se afirmó que la excesiva emisión de estos bonos gubernamentales no tendría implicaciones dentro de la política monetaria y permitiría un financiamiento sano del déficit público. Sin embargo, la excesiva emisión de CETES tiene serias repercusiones dentro de la política monetaria, en específico sobre la oferta monetaria, dependiendo de que sector de la economía los posea. Podemos distinguir tres sectores de la economía que poseen CETES: El Banco de México; la Banca Comercial y de Desarrollo; y las Empresas privadas y los particulares.

Cuando el Banco de México adquiere los bonos que él mismo emite, paga mediante un cheque en su contra, lo que supone creación indirecta de dinero, teniendo efectos a la alza sobre el nivel de precios de la economía. En base a este criterio, al analizar la posesión de CETES por el Banco de México, podemos deducir que dentro del periodo 1978-1982, solo en 1979 y 1980 incrementó su tenencia de bonos, participando con el 33.9% y el 29.1% respectivamente, mientras que en el resto de los años disminuyó su tenencia neta.

El hecho de que durante estos años incrementara sus tenencias de CETES no afectó de manera importante el nivel de precios de la economía debido a que la creación de dinero permitió aumentar las tenencias de saldos reales de los individuos, necesarias para llevar a cabo las transacciones que requería una expansión de la economía al presentarse un crecimiento económico de alrededor de 8.0%.

Asimismo, dentro del periodo 1982-1985, destacan los años 1983 y 1985 en que se incrementaron las tenencias de CETES en 122.5 mmp y 1546.5 mmp, respectivamente, mientras que en los otros años disminuyeron; el volumen alcanzado en 1985 representó el 74.3% de los CETES colocados para financiar el déficit y es el único año en que ha existido una gran expansión en la creación de dinero, debido a los siguientes factores:

- Una descolocación (1) de 680.4 mmp de los CETES en poder de las empresas privadas y los particulares, de octubre a diciembre, como resultado en el cambio de colocación de CETES en el mercado de dinero, lo que se compensó con una mayor adquisición de los títulos por parte del Banco Central principalmente;

- El régimen de inversión a que fue sujeta la Banca Comercial, por lo que se desprendió de CETES para poder adquirir los Bonos de Regulación Monetaria; y

- Las necesidades crecientes del sector público para financiar su déficit, que se agudizaron con el terremoto de septiembre de 1985 y ante las dificultades de colocar una mayor cantidad de CETES entre el público inversionista, éstos tuvieron que ser adquiridos por el Banco de México.

En relación a la adquisición de CETES por parte de la Banca Comercial y de Desarrollo, ésta tiene un efecto nulo ante la expansión de la oferta monetaria, debido a que el dinero que invierte en estos títulos es una transferencia indirecta del público ahorrador hacia el Gobierno Federal y se puede considerar que se constituyen como una reserva secundaria de recursos para el sistema bancario; no obstante, tiene importantes efectos negativos sobre la actividad productiva al canalizar sus recursos hacia el mercado de dinero y no hacia el crédito, el que se restringe, surgiendo una tendencia al alza en las tasas de interés.

La adquisición de CETES por parte de estas instituciones bancarias no ha sido muy significativa durante el periodo 1978-1985 (13% del total) salvo el año de 1981 en que representó el 60% de los CETES en circulación, compensando una importante disminución de 2.7 mmp en la tenencia de los títulos por parte del Banco de México.

A diciembre de 1985 el saldo de la colocación de CETES en poder de la Banca Comercial y de Desarrollo, ascendió a 175.4 mmp, teniendo un incremento neto durante este año de 118.7 mmp, lo que representó sólo el 7.6% del incremento neto en la colocación de CETES durante este año, comparado con el 23.6% que representó en 1982, debido, como ya se señaló, al régimen de inversión a que fue sujeta, al tener que adquirir obligatoriamente Bonos de Regulación Monetaria y canalizar hasta un 93.2% de su captación al sector público a través del encaje legal, financiamiento a la Banca de Desarrollo y financiamiento al Gobierno Federal.

En relación a los empresas y los particulares, éstos se han constituido como los principales adquirientes de CETES, representando en promedio el 77% durante el periodo 1978-1985, cumpliendo, parcialmente, con los objetivos gubernamentales de obtener financiamiento no inflacionario.

En un principio se podría pensar que la colocación de CETES entre este sector reduce la oferta monetaria. Sin embargo, la reducción en la base monetaria sólo es temporal y en la medida que el gobierno gaste los recursos captados por este concepto, la oferta monetaria volverá a su nivel anterior, anulándose el efecto inicial.

1984 fue el año en que sólo este sector incrementó sus tenencias netas de CETES absorbiendo las amortizaciones de los otros sectores; en contraposición, en 1985 solo participó con el 18% de los CETES colocados.

A pesar de que la adquisición de CETES por parte del público inversionista ha representado más del 50% de las colocaciones, el financiamiento permanente del déficit a través de estos instrumentos ha incrementado de manera considerable los pagos por concepto de intereses, lo que genera una redistribución del ingreso al interior de la economía, favoreciendo a los estratos adquirientes de los títulos y en perjuicio de la sociedad que con el pago de sus impuestos permite su financiamiento.

El pago por concepto de intereses de la deuda interna ha pasado de representar el 13% del gasto total en 1981 al 35% en 1985, mientras que el consumo del gobierno cae del 20.4% al 15.4% y las transferencias del 21.6% al 18.5% para los mismos años, respectivamente. Asimismo, mientras los gastos corrientes se incrementan hasta un 85.2% del gasto total en 1985, los gastos de capital caen al 14.8% en el mismo año.

Las mayores erogaciones no se han visto compensadas con un incremento en los impuestos, con el objetivo de no deteriorar más el nivel de la producción, que se ha visto afectado por un incremento en las tasas de interés al existir competencia entre los diferentes sectores de la economía por adquirir los recursos monetarios del mercado.

Sin importar quienes son los tenedores de CETES, es claro que el Gobierno Federal ha utilizado los recursos provenientes de la colocación de estos instrumentos para el financiamiento de sus gastos corrientes, substituyendo el financiamiento externo en un principio y financiando los cada vez mayores pagos por concepto de intereses que han permitido la existencia de un déficit creciente que se cubre con un mayor endeudamiento.

La emisión de CETES no siempre está destinada al financiamiento del gasto corriente, sino que en su mayor parte está destinado a financiar la deuda pública que alcanza su vencimiento.

Como se ha señalado anteriormente, los efectos de la emisión excesiva de CETES sobre la política monetaria difieren según el sector que posea los títulos. En el siguiente apartado trataremos de explicar tres efectos importantes de la emisión de los valores gubernamentales sobre la economía:

- El incremento acelerado de las tasas de interés;
- La desintermediación bancaria; y
- El desplazamiento de la inversión productiva.

4.2 EFECTOS DE LA EMISION EXCESIVA DE CETES EN LA ECONOMIA.

4.2.1 LA CARRERA DE LAS TASAS DE INTERES

En capítulos anteriores ya hemos hablado acerca de las tasas de interés. Sin embargo, en ninguna parte de este trabajo nos hemos detenido a explicar su significado, por lo que en este párrafo trataremos de llevarlo a cabo.

En el modelo de la síntesis keynesiana-Neoclásica la tasa de interés se concibe como el precio que equilibra los flujos de ahorro e inversión, en donde cada uno está en función de la tasa de interés. Esta tasa de equilibrio a su vez es el precio que iguala al circulante monetario fijo con su propia demanda.

Siendo la demanda de dinero una función de la tasa de interés y del nivel del ingreso real, manteniéndose como supuestos: 1) el nivel de precios no es completamente flexible, al menos a la baja; 2) el nivel de ingreso está determinado por la inversión como función de la tasa de interés, dada la eficiencia marginal del capital, y por el consumo como función del ingreso.

La tasa de rendimiento no es lo mismo que la tasa de interés, siendo la primera el resultado de la diferencia entre la compra y venta de los activos financieros colocados bajo par, no obstante hablaremos de las dos indistintamente para fines de comparación.

En la economía mexicana existe una gran proporción de la inversión que es financiada mediante préstamos obtenidos de los intermediarios financieros o de los valores vendidos en el mercado de dinero y de capitales, siendo los emisores de activos financieros el Gobierno Federal, el sector empresarial y las Sociedades Nacionales de Crédito; presentándose a los prestatarios una amplia gama de instrumentos financieros en los que pueden invertir dependiendo de los rendimientos proporcionados. (2)

La tendencia observada en las tasas de rendimiento de los instrumentos financieros y en especial de los CETES no fue muy distinta a las que siguieron las tasas de los instrumentos bancarios, además, podemos considerar dos periodos en su comportamiento:

1.-Durante el periodo 1978-1982, se puede apreciar un rápido crecimiento de la tasa de interés de los depósitos a plazo fijo de 90 a 175 días que pasaron de 12.0% en 1978 a 52.54% en 1982, cifras que estuvieron por arriba de las tasas de rendimiento de los CETES y el papel comercial, este hecho se explica debido a que la política de tasas de interés buscaba aumentar la captación bancaria y propiciar una estructura menos líquida en los depósitos, al constituirse como un importante atractivo para los ahorradores, evitando la especulación y la fuga de capitales.

El incremento en las tasas de interés pasivas del sistema bancario se tradujo en un incremento en el rendimiento de los instrumentos del mercado de dinero, sobre todo CETES, pasando su tasa de rendimiento de 10.33% en 1978 a 21.95% en 1980 y a 43.69% en 1982.

No obstante, el incremento de las tasas de interés, la especulación cambiaria y la fuga de capitales en alguna medida se frenó con el control de cambios y la "Nacionalización de la Banca", persistiendo la desintermediación bancaria; problema por el cual se adoptó la medida de que las tasas de interés fueran consecuentes con el nivel inflacionario, la situación del mercado de cambios y con los niveles de las tasas de interés internacionales dando lugar al segundo periodo 1983-1985.

2.-Sin embargo, en el periodo 1983-1985 siguieron siendo negativas la mayoría de las tasas de rendimiento en términos reales. No obstante lo anterior, se aprecia un mayor rendimiento en los activos financieros del mercado bursátil, los cuales lograron tasas reales positivas en 1985. Asimismo, con la importancia que adquiere el financiamiento interno, los CETES empezaron a adoptar una mayor participación dentro del mercado de dinero, en detrimento de la captación bancaria al proporcionar mayores rendimientos.

En 1983, el ascenso de las tasas que alcanzaron niveles de 59.89% para el papel comercial, 57.09% para los CETES y 54.70% para los depósitos a plazo fijo de 90 a 175 días; se debió fundamentalmente al índice inflacionario que se incrementó en 80.8% en 1983 como resultado de un aumento en la base monetaria de 90.4% para financiar el déficit público durante 1982.

Para 1984, la elevación de las tasas de interés en los mercados internacionales hizo necesario que en los primeros meses del año se incrementaran las tasas de interés internas. Sin embargo, las condiciones favorables de la economía, al presentarse un crecimiento económico de 3.5% en el PIB, una mejor situación financiera de las empresas y un incremento en la intermediación financiera, permitieron disminuir la competencia por los recursos monetarios, deteniendo el incremento de las tasas de interés e incluso disminuirlas.

La tasa de rendimiento de los depósitos a plazo de 90 a 175 días disminuyó de 54.7% en 1983 a 44.9% en 1984; la de los CETES cayó 8.28 puntos porcentuales a 48.81% en 1984. Asimismo, en septiembre de este año empezaron a negociarse las Aceptaciones Bancarias proporcionando un rendimiento del 51.25%.

Por su parte, los factores que fortalecieron esta disminución fueron:

- 1) El incremento en la emisión primaria de CETES que fue de sólo 36.5% en este año comparada con 172.5% en 1983;
- 2) La base monetaria presentó un crecimiento por arriba del 50% por lo que aún la emisión primaria se mantenía como una importante fuente de financiamiento, satisfaciendo la demanda de dinero; y
- 3) La mayor captación bancaria que permitió un mayor financiamiento tanto público como privado.

Esta situación no se pudo sostener durante 1985 debido a:

- El incremento en la demanda de crédito por parte de las empresas privadas y por el Gobierno Federal, como resultado del nivel de actividad económica que venía presentando la economía mexicana, la devaluación acelerada, la escasa disponibilidad de crédito externo que se agudizaba y las expectativas inflacionarias; y

- La persistencia de una política monetaria restrictiva que se manifestó por la imposición de un encaje legal de alrededor del 50% para el primer semestre del año y de entre 80% y 90% para el segundo semestre del año, y por una expansión de la base monetaria en solo 17.5%.

La escasa disponibilidad de crédito indujo al Gobierno Federal a incrementar la emisión primaria de CETES en 210.6%, aumentando su operatividad en bolsa en 42.7%, en relación a 1984, respectivamente. El sector empresarial incrementaba sus colocaciones en bolsa de Papel Comercial en 70.9% en 1985 en relación al año anterior y las Sociedades Nacionales de Crédito enfrentaban serios problemas de captación incrementándose en 1035.3% para el mismo periodo, la operatividad en bolsa de las Aceptaciones Bancarias; la fuerte competencia por atraer recursos monetarios entre los activos casi perfectamente sustitutos propició el aumento en sus tasas de rendimiento que repercutió en un incremento del índice inflacionario y, por otra parte, mantenía el círculo vicioso del déficit público.

Sin embargo, algunos autores consideran que la concepción en torno a que la inflación es provocada por déficit presupuestarios es errónea y sostienen que los déficit presupuestarios son altos a causa de la inflación. (3)

El rendimiento del papel comercial se incrementó de 49.93% en enero a 79.16% en diciembre, siendo el instrumento que proporcionó el mayor rendimiento durante el año, de 66.11%; las Aceptaciones Bancarias, proporcionaron un rendimiento promedio de 65.05%, pasando de 50.32% en enero a 77.96% en diciembre; los CETES aumentaron su rendimiento del 48.31% en enero a 75.30% en diciembre, promediando 63.22%; mientras que los depósitos a plazo fijo de 90 a 175 días solo proporcionaron el 36.9% en promedio, ubicándose casi siempre por debajo de los otros instrumentos.

El alza de las tasas de rendimiento y/o de las tasas de interés pasivas propició el incremento de las tasas de interés activas, que repercutieron seriamente sobre el nivel de inversión y por consiguiente de la actividad económica del país, no solamente incrementó el costo del dinero para las empresas sino que a su vez permitió que el déficit público se incrementara nuevamente con los cada vez mayores pagos por concepto de intereses de la deuda interna.

La política económica que buscó un financiamiento no inflacionario del déficit permitió el incremento de la especulación dentro de los mercados financieros y el Estado se vio obligado a utilizar una política inflacionaria, inyectando recursos a la economía, afectando negativamente el nivel de inversión y por consiguiente del ingreso nacional.

4.2.2 DESINTERMEDIACION FINANCIERA

El sistema financiero del país tiene un papel cada vez menos relevante en el desarrollo de la economía, sobre todo por que los diversos agentes que participan en él se disputan los escasos recursos disponibles e invaden áreas de operación.

Dividido en tres grandes segmentos: el sistema bancario, la intermediación bursátil y el mercado subterráneo, el sistema financiero ha presentado una reestructuración.

La banca mexicana registró a partir de 1983 una pérdida de mercados, al grado que en 1985 la intermediación no bancaria significaba ya el 18% de la realizada por los bancos. En 1984 el sistema bancario captaba 29.9 centavos de cada peso de PIB, mientras que en 1985 solo retenía 26.7 centavos.

La creciente desintermediación bancaria se debió fundamentalmente al clima de incertidumbre que prevaleció en la economía del país, a la débil posición de la moneda, a la política de astringencia crediticia aplicada por las autoridades y al elevado costo del dinero; factores que desestimulan la inversión productiva y alientan la especulación.

La banca a partir de su "Nacionalización" debió apoyar la producción y el empleo, sin embargo, este objetivo se dejó de lado y el manejo de la banca tuvo los siguientes efectos negativos sobre la economía:

La política financiera establecida desde inicios de la actual administración ha sido incapaz de incrementar el ahorro bancario. La captación como proporción del PIB disminuyó en forma progresiva, el coeficiente de ahorro bancario a PIB disminuyó de 33.14% en 1982 a 26.71% en 1985.

- El ahorro no respondió más que proporcional a la política de incremento en las tasas de interés que en 1985 alcanzaron niveles superiores al 70%, lo que en vez de propiciar un mayor ahorro, incrementó el costo de producción de las empresas, alentando la inflación y desincentivando la contratación de créditos bancarios.

- El alza de las tasas de interés y las restricciones institucionales del crédito propiciaron una caída en el financiamiento otorgado por el sistema bancario, pasando del 72.1% como proporción del PIB en 1982 a 54.1% en 1984 y a 61.1% en 1985.

El ritmo extraordinario de esta desintermediación bancaria lo explican dos factores:

1) Las tasas ofrecidas por los instrumentos negociados en el mercado de valores, que fueron superiores en casi todo 1985 a las ofrecidas por cualquier instrumento bancario; y

2) La poca confianza de los empresas y los particulares en la política gubernamental y en específico en la política financiera. En el segundo semestre de 1985 se sumó además la recesión de la actividad económica; a menor actividad menor captación en el sistema bancario.

Por otra parte, en un medio en que las decisiones de inversión se confrontan con un mayor número de alternativas, los mayores rendimientos ofrecidos en el mercado bursátil atrajeron a los ahorradores, los CETES llegaron a ofrecer tasas hasta ocho puntos por arriba de los instrumentos bancarios, mientras que las políticas de captación y financiamiento del sistema bancario se basaron en un incremento del rendimiento de sus depósitos pretendiendo asegurar la permanencia del ahorro pero encareciendo el crédito para las empresas, siendo las pequeñas y medianas las que contaron con mayores problemas para adquirir financiamiento, sobre todo de la banca de primer piso y de los fondos de fomento, ya que en algunos casos no se les consideró sujetos de crédito; en otros casos, los capitales disponibles en el sistema bancario fueron insuficientes para atender la demanda empresarial.

En 1984 el financiamiento a empresas y particulares representó el 70.34% del financiamiento total, mientras que para 1985 disminuyó al 62.30%, nivel muy por debajo a la participación máxima alcanzada en 1980 del 89.05%, puesto que se resintió el efecto de las restricciones impuestas por el instituto central.

Asimismo, el nivel de las tasas activas condujo a que, aunque existiera crédito disponible, éste no se demandara, por mayores que fueran las necesidades de liquidez de las empresas, por muchas ocasiones éstas prefirieron no tomar deudas adicionales, debido a que los intereses que tendrían que pagar provocarían un estrangulamiento financiero, por lo que la existencia de un mercado subterráneo (4) se presentó como una buena alternativa.

El monto de recursos que se manejan en el mercado financiero no institucional, denominado mercado subterráneo, es difícil de precisar, sin embargo se estima entre 200 mmp y 1 billón de pesos, en 1985 este mercado presentó un dinámico crecimiento debido a que ofrece financiamiento a tasas menores de las que cobran los bancos por sus préstamos, por lo que es una opción de financiamiento para las empresas con problemas de liquidez.

Su desarrollo se puede apreciar a través del comportamiento del único de sus instrumentos que ha sido posible contabilizar, el papel comercial extrabursátil, que de acuerdo a estimaciones extraoficiales, su saldo pasó de aproximadamente 2 mmp en enero de 1985 a 60 mmp en diciembre del mismo año, registrando un crecimiento notable del 2900%.

Este instrumento tiene la forma de pagaré a corto plazo, emitido y comprado por tesorías de empresas, se distingue del Papel Comercial común por que las empresas emisoras no requieren estar autorizadas por la Bolsa Mexicana de Valores, y su operación se realiza fuera de ella, sin embargo las casas de bolsa intervienen para poner en contacto a las tesorías de empresas con excedentes de liquidez con tesorías que requieren financiamiento. Las operaciones se realizan por lo general a plazos muy breves, de una semana, existiendo operaciones a plazos mayores.

Mientras que se desarrolló la desintermediación financiera, se incrementó la intermediación del sistema bursátil, considerando la operatividad en bolsa como proporción del FIB, los títulos de renta variable pasaron de representar 0.47% en 1982 al 2.48% en 1985, los de renta fija del 1.21% en 1982 al 2.03% y el mercado de dinero (constituido principalmente por CETES) del 22.91% al 51.28% para los mismos años, respectivamente.

Podemos apreciar que en los últimos años existió un flujo de recursos provenientes del sistema bancario que se canalizaron hacia el sistema bursátil, apreciándose el amplio predominio de su colocación a corto plazo; otra parte de los recursos se canalizó hacia el exterior, obteniéndose mayor seguridad y buenos rendimientos; esta estructura de inversión permitió volatilidad en el mercado, obstaculizando la expansión de la inversión productiva a través de los siguientes mecanismos en cada una de las partes que integran el sistema financiero:

- Los recursos captados en el sistema bursátil fueron principalmente a través del mercado de dinero, en su mayoría CETES, para financiar el gasto corriente del Gobierno Federal, sin favorecer el gasto de capital. El sector de renta variable, por su parte, sólo captó recursos marginalmente, siendo las grandes empresas las que presentaron un mayor poderío económico y por consiguiente tuvieron la capacidad de emitir acciones y cotizarlas en la Bolsa Mexicana de Valores, mientras que en nuestra economía predominaron y sigue predominando la pequeña y mediana empresa que no es autofinanciable;

- El sistema bancario presentó una tendencia descendente en su captación, reduciéndose su capacidad de financiamiento, lo que aunado a las altas tasas activas de interés, redujeron las posibilidades de colocación de sus recursos, viéndose obligados a comprar activos en el mercado de dinero que le proporcionaran altos rendimientos. Por otra parte, el resto de sus recursos los canalizaron al Gobierno Federal a través del encaje legal; y

- En el mercado paralelo las empresas superavitarias han obtenido buenos rendimientos con la concesión de préstamos directos, evitando la utilidad de los intermediarios financieros, siendo atractivo para ambas partes, el prestamista y el prestatario, obteniendo un rendimiento mayor a la productividad marginal del capital, que se puede calcular mediante el cociente entre la suma actualizada de las utilidades presentes y futuras, y el valor del acervo de capital existente.

4.2.3.-EL DESPLAZAMIENTO DE LA INVERSION PRODUCTIVA, UN ANALISIS ECONOMETRICO

En este apartado se muestra la evidencia empirica que sustenta la hipótesis de que en los últimos años la excesiva emisión de CETES ha desplazado los recursos necesarios para la inversión productiva.

En una economía en desarrollo, no importa que agente efectúe el gasto, sea sector público o privado, sin embargo, para el caso de México, en los últimos años el Gobierno Federal absorbió grandes montos del sistema financiero para efectuar su gasto corriente, limitando las posibilidades de ampliar la base productiva del país.

Antes de presentar la relación funcional que se ha considerado, es importante mencionar que sólo constituye un primer intento sujeto a importantes consideraciones y por consiguiente a cambios.

La relación funcional es la siguiente:

$$I(t) = a + b Y(t) + c \text{ CETES}(t) + d \text{ TR}(t) + u(t)$$

en donde:

$I(t)$ = Inversión Fija Bruta

$Y(t)$ = Ingreso

$\text{CETES}(t)$ = CETES operados en bolsa

$\text{TR}(t)$ = Tasa de rendimiento de los CETES

$a(t)$ $b(t)$ $c(t)$ y $d(t)$ = Son los parámetros a estimar

$u(t)$ = Es el término estocástico

En la ecuación se espera a priori que el coeficiente de la primera variable sea positivo y el de la segunda y tercera sean negativos, de tal forma que un aumento en el ingreso aumenta a la inversión y un aumento del importe de CETES disminuye a la inversión, al igual que un aumento de la tasa de interés.

Se consideró la tasa de rendimiento de los CETES, debido a que de manera directa o indirecta han sido factor para que se incremente el costo del dinero, y su comportamiento ha sido similar al del resto de las tasas de interés y el Costo Porcentual Promedio (5).

Para la estimación del modelo se consideraron algunas variables proxy; para la inversión se consideró el Índice de Volumen de la Inversión Fija Bruta (IVIFB) y para el ingreso el Índice de Volumen de la Producción Industrial (IVPI),

Todas las variables se cuantificaron en datos mensuales, para el periodo de 1980-1985, siendo 72 observaciones.

Los resultados obtenidos de la estimación de la función señalada aplicando el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) son los siguientes:

	$IVIFB = -97.52 + 1.87 IVPI - .18 CETES - 1.78 TR$			
Error Estandar	(44.16)	(.21)	(.53E-5)	(.211)
Pruebas T's	-2.2	8.63	-3.53	-8.44
Estadísticos	$R^{*2} = .76$		Durbin Watson (D.W.) = .55	

En esta primera regresión se obtuvieron los signos de los coeficientes como se esperaban. Sin embargo, a pesar de una R^{*2} poco favorable, la D.W. es muy pequeña y comparado en tablas nos muestra correlación serial, siendo los estimadores ineficientes para muestras pequeñas y para muestras grandes.

En el apéndice se muestra la corrida y se grafican los residuos, apreciándose la correlación serial entre las variables.

Para corregir la correlación serial suponemos que el término estocástico $u(t)$ sigue un esquema autorregresivo de primer orden como el siguiente:

$$u(t) = \theta u(t-1) + e(t) \quad \text{donde } \theta < 1 \text{ y es el factor de autocorrelación.}$$

Si esto se cumple en el modelo, se puede corregir a través de los Mínimos Cuadrados Generalizados (MCG), llevando a cabo la siguiente transformación de variables:

$$\begin{aligned} Y(t) - \theta Y(t-1) &= a(1-\theta) + bX(t) - b\theta X(t-1) + u(t) - \theta u(t-1) \\ &= a(1-\theta) + b(X(t) - \theta X(t-1)) + e(t) \end{aligned}$$

De esta manera el término estocástico $e(t)$ satisface todos los supuestos de MCO por lo que se pueden obtener estimadores con todas las propiedades óptimas.

El valor de θ lo estimamos a partir de la D.W. :

$$\hat{\theta} = 1 - \frac{D.W.}{2}$$

Aplicando al modelo estimado obtenemos:

$$\hat{\theta} = 1 - \frac{.55}{2} = .725$$

Las nuevas variables son:

$$GIFB = IVIFB(t) - .725 IVIFB(t-1)$$

$$GPI = IVPI(t) - .725 IVPI(t-1)$$

$$GCE = CETES(t) - .725 CETES(t-1)$$

$$GTR = TR(t) - .725 TR(t-1)$$

Siendo:

$$GIFB(t) = a + b GPI(t) + c GCE(t) + d GTR(t) + e(t)$$

Los resultados obtenidos de la estimación de los parámetros por Mínimos Cuadrados Generalizados son :

$$GIFB = 19.3 + .95 GPI - .000015 GCE - 1.23 GTR$$

Error estandar (11.46) (.18) (.72E-5) (.33)

Pruebas T's 1.68 5.07 -2.12 -3.73

Estadísticos R**2 = .43 D.W. = 1.81

En esta segunda estimación podemos apreciar que la D.W. pasó de .55 a 1.81, con lo que se corrige la correlación serial entre las variables.

Sin embargo, la R**2 bajó de .76 a .43 disminuyendo la capacidad explicativa del modelo.

Para comprobar que existe heteroscedasticidad se corrieron regresiones de los residuos contra cada una de las variables, aplicando el método de Parck.

En todos los casos, los coeficientes fueron significativos, por lo que se comprueba la existencia de heteroscedasticidad.

Como segundo método de comprobación se graficaron los residuos al cuadrado y se puede apreciar la irregularidad en su comportamiento.

En resumen, podemos decir que la correlación se corrigió, pero existe heteroscedasticidad con un comportamiento similar al de la tasa de interés filtrada por el método de MCG (GTR). Por lo que como método de corrección dividiremos todo el modelo entre la variable GTR, realizándose una nueva transformación y quedando nuestra ecuación de la siguiente manera:

$$\begin{array}{r} \text{GIFB}(t) \\ \text{-----} = a + b \end{array} \quad \begin{array}{r} 1 \\ \text{-----} + c \\ \text{GTR}(t) \end{array} \quad \begin{array}{r} \text{GPI}(t) \\ \text{-----} + d \\ \text{GTR}(t) \end{array} \quad \begin{array}{r} \text{GCE}(t) \\ \text{-----} + \\ \text{GTR}(t) \end{array} \quad \begin{array}{r} e(t) \\ \text{-----} \\ \text{GTR}(t) \end{array}$$

La estimación de la ecuación es la siguiente:

$$\begin{array}{r} \text{GIFB} \\ \text{-----} = -1.098 + .84 \frac{\text{GPI}}{\text{GTR}} - .18\text{E}-4 \frac{\text{GCE}}{\text{GTR}} + 24.87 \frac{1}{\text{GTR}} \\ \text{GTR} \end{array}$$

SE	(.46)	(.19)	(.10E-4)	(11.87)
T's	-2.34	4.25	-1.74	2.09
	R**2 = .86		D.W. = 1.76	

En esta última estimación, tanto los estadísticos individuales de cada parámetro, como la R**2, son significativos, por lo que nuestro modelo tiene buena capacidad explicativa del fenómeno en estudio.

Los estimadores son MELI (6) al ser la D.W. = 1.76 y de acuerdo a las tablas no existe correlación serial entre las variables, y la heteroscedasticidad ha sido corregida.

El parámetro de nuestra variable CETES, aun con la transformación, es negativo como se esperaba, aunque podemos determinar que el comportamiento de la inversión es el resultado del efecto conjunto de todas las variables predeterminadas.

Si la razón GPI/GTR y 1/GTR se mantienen constantes, a un cambio de 10 000 unidades en GCE/GTR le corresponde un cambio inversamente proporcional en la variable dependiente de .19 unidades.

Con estos resultados, la evidencian empírica del financiamiento del déficit público a través de bonos, como se esperaba, no se contraponen con el aspecto teórico sobre los posible efecto desplazamiento de la inversión privada.

La versión tradicional sobre la existencia de un déficit público señala que la existencia de una política fiscal expansiva, sustentada en un mayor nivel de gasto y menores impuestos, es favorable en el caso de que la economía se enfrente a una situación de depresión, al incrementar el nivel de la demanda agregada, a través de un incremento en el gasto, el empleo y la inversión. Sin embargo, existen opiniones divergentes sobre la visión preexistente.

A este respecto Friedman considera que son tres los niveles de "crowding out" que de una u otra forma afectan la actividad económica, dado un financiamiento del déficit presupuestal a través de la emisión de bonos:

A) Primer nivel o de transacciones.- Si la oferta monetaria permanece fija, el incremento en el gasto público se traduce en un incremento en la demanda de saldos reales, por lo que la tasa de interés tiene que aumentar para restaurar el equilibrio en el mercado.

B) Segundo nivel o de portafolio.- A diferencia del anterior, éste está explícitamente relacionado con el financiamiento del déficit mediante bonos que pagan intereses, los que presionan a las tasa de interés a la alza afectando a los instrumentos privados de financiamiento.

Sin embargo, este efecto puede tener resultados tanto positivos como negativos sobre el nivel de la inversión privada; el efecto resultante dependerá del grado de sustitución de los bonos con respecto a otros instrumentos de captación bancaria.

C) Tercer nivel o de riqueza.- En este caso nos referimos al efecto riqueza que se da sobre el gasto privado (consumo e inversión) y la demanda de saldos reales. El inversionista puede percibir que el Gobierno tendrá necesidad de aumentar en un futuro los impuestos para poder pagar los intereses de los bonos emitidos y por lo tanto adecuará su patrón de consumo para el pago de los impuestos futuros.

Por su parte, Barro señala que: un déficit proveniente de una reducción de impuestos, con existencia de deuda pública, no tiene consecuencia alguna para el nivel de actividad económica; siempre que los agentes económicos descuenten totalmente el pago de impuestos futuros que lleva consigo la emisión de deuda.

En otras palabras: si en un primer periodo la población recibe un aumento en su ingreso disponible debido a una reducción de impuestos y la invierte en la compra adicional de bonos del gobierno; En un segundo periodo tendrá el equivalente adicional que invirtió más su tasa de interés, cantidad suficiente, y no mayor, para hacerle frente al aumento de impuestos necesario para equilibrar el presupuesto. De esta manera, no existen efectos favorables sobre el consumo, el empleo y la actividad económica en general. (7)

Otra reciente e importante crítica a la visión tradicionalista de los efectos positivos del déficit público en el nivel de actividad a corto plazo proviene de Blanchard. Según el autor, si bien es razonable que un aumento del déficit no monetizado tenga efectos positivos sobre la demanda agregada en el corto plazo, esto puede no ser así si se espera que este aumento se prolongue suficiente en el futuro. En este caso, la persistencia del déficit da lugar a expectativas de mayores tasas de interés en el futuro, lo que contribuye a elevar la tasa de interés actual a largo plazo.

Así, el efecto expansivo directo del déficit actual en la demanda agregada, se viene a contraponer el efecto recesivo indirecto que una alta tasa de interés a largo plazo ejerce sobre la inversión. De tal forma, que el grado de "crowding out" puede no resultar muy alto con déficits transitorios, pero si puede ser más significativo con déficits duraderos, provocando una contracción en la demanda agregada.

De acuerdo a lo anterior, la existencia de un déficit público en la economía mexicana no presentó un efecto expansivo sobre la demanda agregada, ni siquiera en el corto plazo, a pesar de que se ha financiado a través de diversos instrumentos de política monetaria y fiscal - Emisión primaria de dinero; Incremento en los impuestos; Incremento del encaje legal; y Operaciones de mercado abierto - debido a que el principal mecanismo de financiamiento han sido las operaciones de mercado abierto.

De esta manera, como ya se mencionó, los CETES han adquirido una mayor importancia pasando su monto operado en bolsa de 10 595 millones de pesos en enero de 1980 a 1 439 661 millones de pesos a diciembre de 1985, mostrando una tasa de crecimiento promedio anual de 167%, que es muy similar a la del déficit financiero de 153.7% para el mismo periodo, por lo que se puede apreciar una estrecha correlación entre las dos variables, mientras que podemos apreciar la relación inversa entre la emisión de CETES y la inversión fija bruta.

De continuar esta tendencia ascendente en la emisión de CETES para financiar los gastos corrientes del Gobierno Federal, se agudizarán los efectos sobre la producción posponiéndose la recuperación económica, siendo necesario que el Gobierno Federal instrumente nuevos mecanismos de financiamiento que no desvíen los recursos que bien podrían utilizarse para la inversión productiva y no financiera.

NOTAS AL CAPITULO 4

(1) La descolocación de CETES constituyó una venta de los títulos por parte de las empresas y los particulares, quedando a disposición en el mercado de dinero.

(2) En el capítulo 2 se explican las características de los diferentes títulos que pueden ser adquiridos por los inversionistas en el mercado de valores.

(3) La primera de las razones por las que la inflación propicia los déficit se le llama 'efecto Oiviera-Tanzi'.

El hecho de la inflación combinado con los retrasos de la recaudación de los impuestos, implica que el valor real de la recaudación de impuestos que llega a manos del gobierno es menor cuanto mayor sea la tasa de inflación. La importancia efectiva del efecto Oiviera-Tanzi depende de la estructura impositiva; Cuanto más se basa ésta en la retención de impuestos y en los impuestos a las ventas, y cuanto más rápido se entreguen estos impuestos al gobierno, menor será el efecto de la inflación.

La segunda razón que explica la interacción entre la inflación y el déficit deriva del componente inflacionario del servicio de la deuda, de tal forma que una parte de los gastos gubernamentales será el servicios de la deuda interna y externa.

Sea: i = tasa de interés nominal;
 r = tasa real;
 p = tasa de inflación; y
 B = el acervo nominal de la deuda vigente.

El servicio de la deuda es la tasa de interés nominal multiplicada por el valor total de la deuda, iB .

Para una tasa de interés real dada, una inflación mayor significa tasas de interés nominal más altas y por lo tanto un nivel mayor de los gastos y del déficit presupuestario.

$$\text{Servicio de la deuda} = iB = (r+p)B$$

Donde: la tasa de interés nominal es igual a la tasa real más la tasa de inflación, $i=r+p$.

Esta conexión entre la inflación y el servicio nominal de la deuda nos ha hecho advertir que debemos considerar dos diferentes medidas del déficit: el déficit efectivo y el déficit ajustado por la inflación o déficit operativo. La distinción se basa en el hecho de que el componente de inflación de los pagos de intereses se compensa por la erosión inflacionaria de la deuda principal.

(4) Se entiende por mercado subterráneo a los oferentes y demandantes de títulos extrabursátiles (letras de cambio, pagares, etc.), los cuales son emitidos por empresas, pequeñas y medianas, que no se encuentran registradas ante la Comisión Nacional de Valores y por consiguiente no cotizan sus títulos en la Bolsa Mexicana de Valores, debido a que no cuentan con una estructura financiera adecuada.

Las operaciones de títulos extrabursátiles no se encuentran regidas por alguna Ley, ni están sujetas a gravamen fiscal, por lo que constituyen una filtración dentro del sistema tributario.

(5) El Costo Porcentual Promedio (CPP), es el costo en el que incurre el sistema bancario en la captación de un peso. Es publicado por el Banco de México.

(6) Los estimadores de los coeficientes de regresión de Mínimos Cuadrados Ordinarios con los Mejores Estimadores Lineales Insegados (MELI) si mantienen los siguientes supuestos:

1.- El término estocástico se distribuye normalmente y su valor esperado es igual a cero.

$$E(u_i) = 0$$

2.- La varianza del término estocástico es igual a una constante.

$$E(u_i^2) = \sigma^2$$

3.- Los términos estocásticos no están autocorrelacionados, de tal forma que:

$$\text{Cov}(u_i, u_j) = E(u_i u_j) = 0 \quad i \neq j$$

4.- Las variables explicatorias son no estocásticas o de ser estocásticas, están distribuidas independientemente de las perturbaciones u_i .

$$\text{Cov}(u_i, X_j) = E(u_i X_j - E(u_i) X_j - E(X_j) u_i) = 0$$

5.- No hay multicolinealidad entre las variables explicatorias, X 's.

Gujarati, "Econometría Básica", México 1985; Ed. Mc Graw Hill.

(7) La posición de Barro, constituye una versión simple del Teorema de la Equivalencia Ricardiana. Ver Robert Barro, "Macroeconomics", U.S.A. 1984, Ed. John Wiley & Sons, Inc.

CONCLUSIONES

CONCLUSIONES

En el desarrollo de la economía mexicana en la presente década se presentó una reestructuración del sistema financiero, enfocada a establecer los mecanismos necesarios que permitan el financiamiento del sector público. Los fenómenos que han coadyuvado a la complejidad del Sistema Financiero Mexicano son:

- La contracción económica del país y la alta inflación; y
- La reforma del Sistema Financiero Mexicano decidida por las autoridades y que redistribuye la actividad financiera entre distintos tipos de intermediarios.

Así, adquiere vital importancia el desarrollo del mercado de dinero dentro del sistema bursátil y el sistema bancario con la "Nacionalización de la Banca".

El sistema bursátil presentó una rápida expansión a partir de que el Gobierno Federal inició la colocación de los Certificados de la Tesorería (CETES), instrumentos que se han constituido en el principal medio de financiamiento de la deuda pública, además de ser un mecanismo de regulación monetaria.

Por su parte, la "Nacionalización de la Banca" se llevó a cabo en detrimento de los círculos de poder que se encontraban en el sector financiero, en un intento por detener la especulación, la fuga de capitales y la desintermediación financiera, al mismo tiempo de que el Estado quedaba facultado para determinar las prioridades de financiamiento rompiendo con los holdings establecidos alrededor de las diferentes instituciones bancarias, constituyendo al sistema bancario como una fuente adicional de financiamiento interno.

El gasto público en cualquier economía en que existan recursos desocupados, de acuerdo a la política keynesiana, suaviza las crisis económicas y permite que se mantenga o se incremente el bienestar de la población. Sin embargo en nuestro país el gasto público se canalizó hacia los adeudos corrientes y no tuvieron fundamento en las inversiones productivas, dada la magnitud de la deuda externa y del incremento acelerado de la deuda interna en los últimos años.

En estas circunstancias, en el sistema bursátil, los CETES se constituyeron como el principal medio del Gobierno Federal para allegarse recursos en los últimos años, al igual que el encaje legal y la emisión primaria de dinero.

De acuerdo a lo anterior no se puede decir con certeza que un déficit público sea expansivo, ni siquiera en el corto plazo, tal y como lo señala Blanchard. Los efectos macroeconómicos de la existencia de déficit público variaron sustancialmente según:

- Procedan de cambios en los componentes de gasto e impuestos;
- Sean percibidos por los agentes económicos como transitorios o duraderos;
- Las restricciones que predominen en la economía sean de oferta o de demanda agregada; y
- Sean financiados mediante emisión de deuda o por creación de dinero.

Sin embargo, de acuerdo al análisis realizado, la emisión desmesurada de CETES ha provocado un desplazamiento de la inversión productiva, a través de dos fenómenos principalmente: 1) El incremento acelerado de las tasas de interés; y 2) La desintermediación bancaria. El incremento de las tasas de interés castiga a los agentes que recurren al endeudamiento, tanto para consumir como para invertir. No obstante, la demanda de inversión productiva experimenta una reducción mayor a la del consumo, debido a que la disminución de éste provoca un descenso más que proporcional de la demanda de inversión mediante el efecto acelerador. Por otra parte, el aumento de la tasa de interés reduce la demanda de inversión productiva al deteriorar la rentabilidad prevista del capital, al incrementarse su costo de utilización, por lo que se presenta un desplazamiento de los recursos monetarios hacia las inversiones financieras que presentan mayores rendimientos y en ocasiones con un menor riesgo.

En relación a la desintermediación bancaria, ésta se ha generado debido al incremento de los rendimientos otorgados por los instrumentos bursátiles, al desarrollo de la actividad económica y a la desconfianza de las empresas y los particulares en la política gubernamental. La menor captación significó menor financiamiento, perjudicando al sector empresarial que es un deudor neto, además los recursos captados en su mayoría se canalizaron hacia el sector público, a través del encaje legal o a través del sistema bursátil ya que proporcionó rendimientos superiores a las tasas de interés activas.

Así, no solo existió un flujo de recursos de la inversión productiva hacia la inversión financiera, sino que dentro de la esfera financiera los recursos se canalizaron hacia la intermediación bursátil en donde predominó la inversión en CETES, incrementándose el monto de la deuda interna, los gastos corrientes del Gobierno Federal, el déficit público y las necesidades de financiamiento del sector público, en detrimento de la inversión en la economía.

De esta manera, se pone en duda la capacidad del mercado bursátil para apoyar proyectos de inversión a largo plazo de las empresas privadas, que a su vez sirvan de punto de apoyo a la recuperación de la actividad económica. Así, la Bolsa Mexicana de Valores se ha desarrollado como un mecanismo de intermediación para que el sector público obtenga recursos del mercado de dinero, a fin de solventar las necesidades creadas por su déficit y por su propio endeudamiento.

En las condiciones actuales, frenar el crecimiento acelerado de la emisión primaria de CETES es casi imposible. Por un lado, debido a que el gobierno obtiene gran parte de su financiamiento por este medio y no existen fuentes alternativas de financiamiento que sustituyan los recursos captados por esta vía. Además, el régimen de encaje e inversión obligatoria establecido en el sistema bancario, ante una menor captación, reduce el flujo de recursos hacia el Gobierno Federal. Por otra parte, los CETES son un instrumento de control de liquidez en la economía.

En relación a la emisión primaria de dinero, si bien ha sido una fuente de financiamiento complementaria al endeudamiento interno, no lo puede substituir, ya que su impacto en el índice de precios es mayor dentro de la economía, por lo que es necesaria una política que permita diversificar las fuentes de financiamiento interno, de tal forma que se logre una combinación óptima de sus efectos, dependiendo de las condiciones en que se encuentre la economía, logrando salir de la actual trampa financiera en que se encuentra la política monetaria de nuestro país.

Entre los instrumentos de política que pueden ser aplicados por el Gobierno Federal para diversificar sus fuentes de financiamiento se encuentra la creación de nuevos bonos de financiamiento a largo plazo, que sustituyan la emisión de CETES, de tal forma que se evite la volatilidad de las tasas de interés en el corto plazo en el mercado financiero.

APENDICE

ESTADISTICO

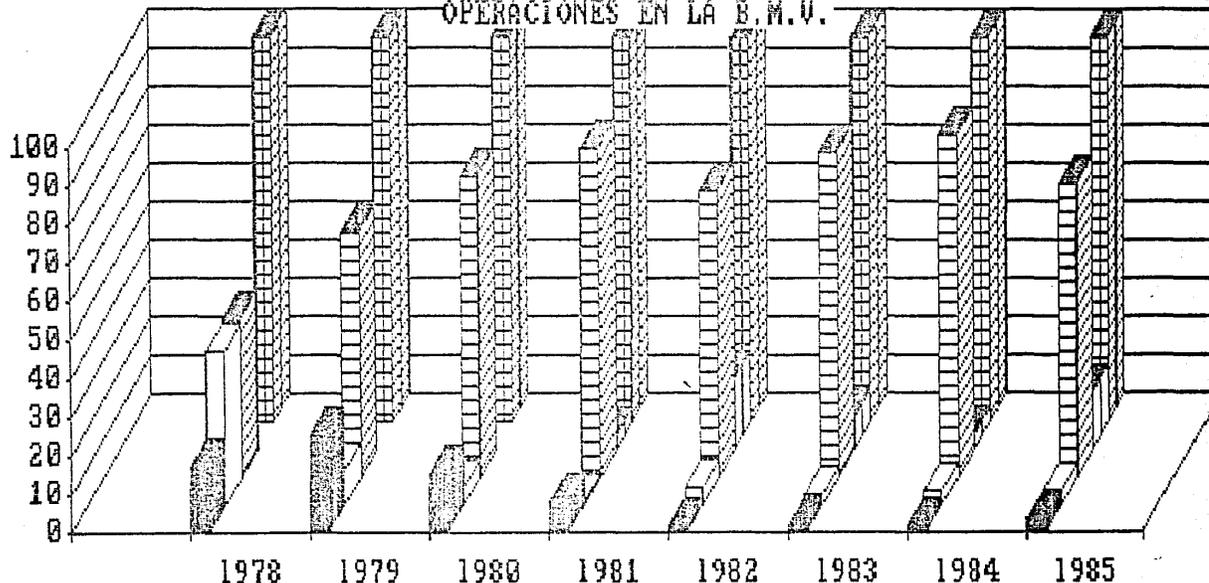
OPERACIONES EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES, 1978-1985.
(Miles de Millones de Pesos)

AÑOS	MERCADO DE CAPITALES			MERCADO DE DINERO		TOTAL OPERADO EN BOLSA
	TITULOS DE RENTA VARIABLE	TITULOS DE RENTA FIJA	C E T E S	OTROS TITULOS 1/		
1978	IMPORTE	30.31	67.75	70.08	0.00	168.14
	Z	18.03	40.29	41.68	0.00	100.00
1979	IMPORTE	93.79	33.45	227.07	0.00	356.31
	Z	26.32	9.39	64.29	0.00	100.00
1980	IMPORTE	74.88	25.72	379.62	1.91	482.12
	Z	15.53	5.33	78.74	0.40	100.00
1981	IMPORTE	102.50	17.13	1022.21	46.90	1188.74
	Z	8.62	1.44	85.99	3.94	100.00
1982	IMPORTE	44.08	113.82	1730.87	426.57	2315.34
	Z	1.90	4.92	74.76	18.42	100.00
1983	IMPORTE	134.59	218.61	5254.62	550.69	6158.51
	Z	2.19	3.55	85.32	8.94	100.00
1984	IMPORTE	370.88	678.22	13734.57	578.39	15362.06
	Z	2.41	4.41	89.41	3.77	100.00
1985	IMPORTE	1130.93	926.92	19602.48	3775.36	25435.69
	Z	4.45	3.64	77.07	14.84	100.00

1/ Incluye Papel Comercial, Oro y Plata amonedados y Aceptaciones Bancarias

FUENTE: Anuario Financiero y Bursatil, 1978-1985, BOLSA MEXICANA DE VALORES.

OPERACIONES EN LA B.M.U.



AÑOS

■ R. VARIABLE □ R. FIJA ▨ CETES ▩ OTROS ▤ TOTAL

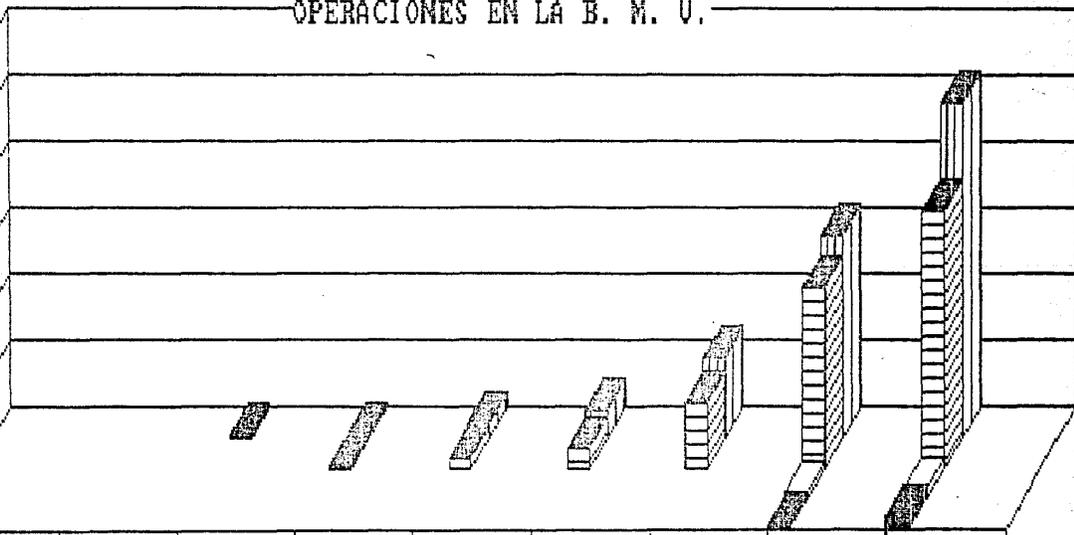
OPERACIONES EN LA B. M. U.

BILIONES DE PESOS

1978 1979 1980 1981 1982 1983 1984 1985

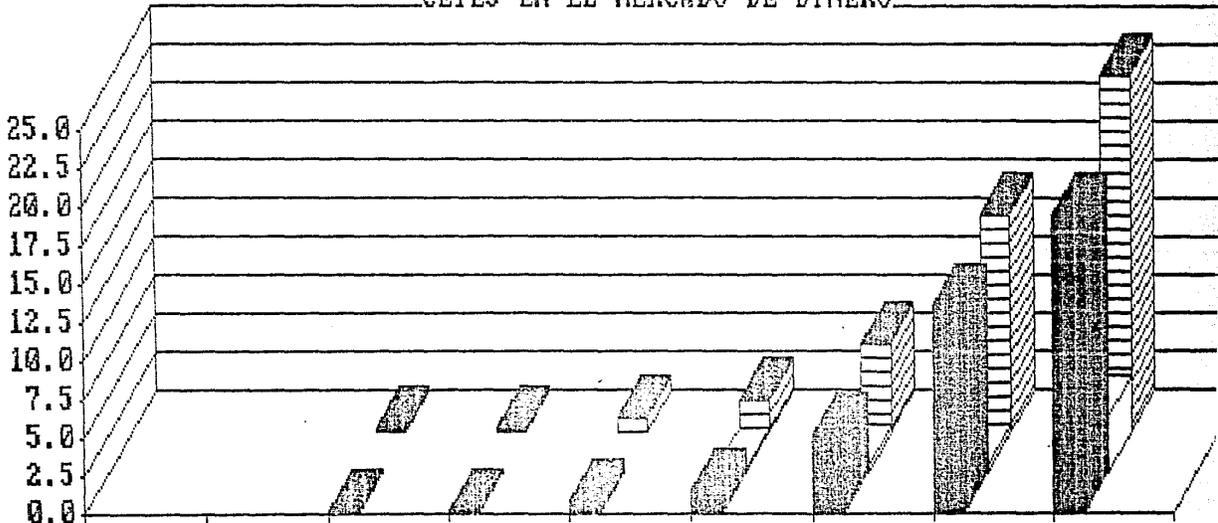
AÑOS

■ R. VARIABLE □ R. FIJA ▨ CETES ▩ TOTAL



CETES EN EL MERCADO DE DINERO

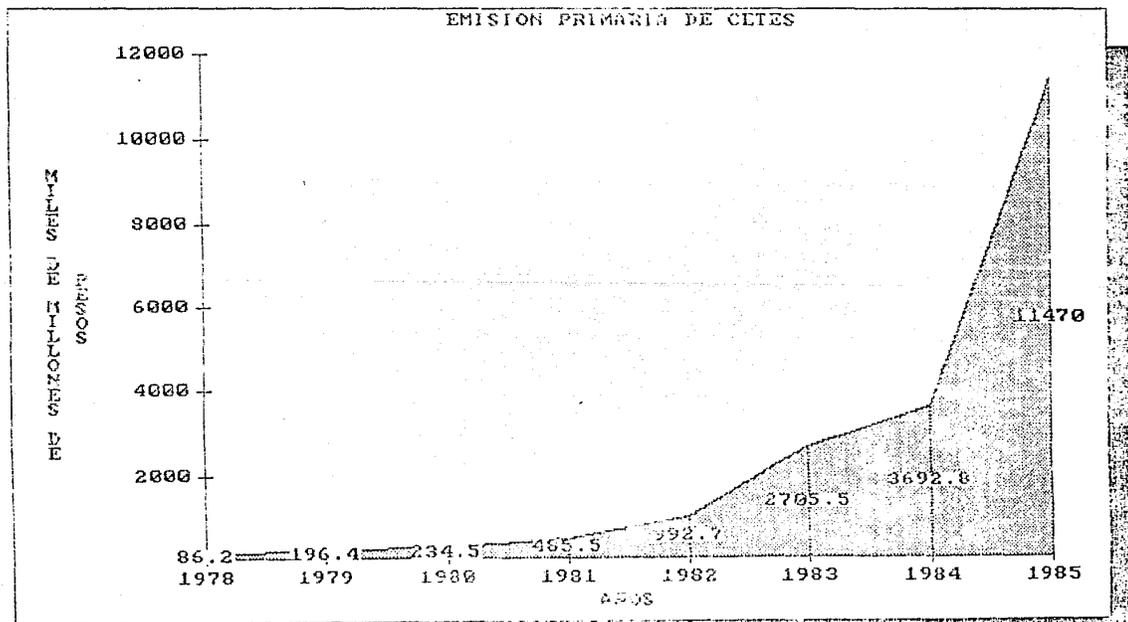
BILLORES DE PESOS



1978 1979 1980 1981 1982 1983 1984 1985

AÑOS

■ CETES □ OTROS ▨ MERCADO DE DINERO



CIRCULACION DE CERTIFICADOS DE TESORERIA EN PODER DEL PUBLICO, 1978-1985.
(Miles de Millones de Pesos)

	SECTOR FINANCIERO			SECTOR NO FINANCIERO		TOTAL
	BANCO DE MEXICO	BANCA COMERCIAL Y DE DESARROLLO	CASAS DE BOLSA	SECTOR PUBLICO	EMPRESAS Y PARTICULARES	
1978	0.25	0.65	0.01	---	2.27	3.18
1979	0.27	0.14	0.24	---	17.16	17.81
1980	0.30	0.84	0.70	---	38.47	40.31
1981	1.10	24.63	0.73	---	61.18	87.64
1982	4.03	76.30	---	33.19	241.13	354.57
1983	30.71	76.08	---	77.04	369.06	552.89
1984	25.00	67.60	0.80	67.10	624.20	784.60
1985	1174.10	93.30	11.20	100.40	918.60	2287.30

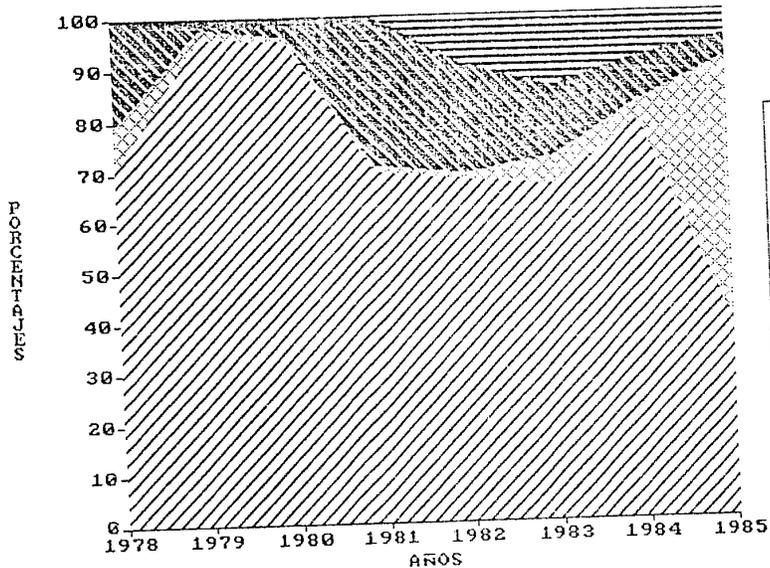
FUENTE: Anuario Financiero y Bursatil, 1978-1985, BOLSA MEXICANA DE VALORES.

CIRCULACION DE CERTIFICADOS DE TESORERIA EN PODER DEL PUBLICO, 1978-1985.
(Participacion porcentual)

	SECTOR FINANCIERO			SECTOR NO FINANCIERO		TOTAL
	BANCO DE MEXICO	BANCA COMERCIAL Y DE DESARROLLO	CASAS DE BOLSA	SECTOR PUBLICO	EMPRESAS Y PARTICULARES	
1978	7.86%	20.44%	0.16%	---	71.38%	100.00%
1979	1.52%	0.79%	1.35%	---	96.35%	100.00%
1980	0.74%	2.08%	1.74%	---	95.44%	100.00%
1981	1.26%	28.10%	0.83%	---	69.81%	100.00%
1982	1.14%	21.52%	---	9.36%	68.01%	100.00%
1983	5.55%	13.76%	---	13.93%	66.75%	100.00%
1984	3.19%	8.62%	0.10%	8.55%	79.56%	100.00%
1985	51.33%	4.08%	0.49%	4.39%	40.16%	100.00%

FUENTE: Anuario Financiero y Bursatil, 1978-1985, BOLSA MEXICANA DE VALORES.

CIRCULACION DE CETES EN PODER DEL PUBLICO



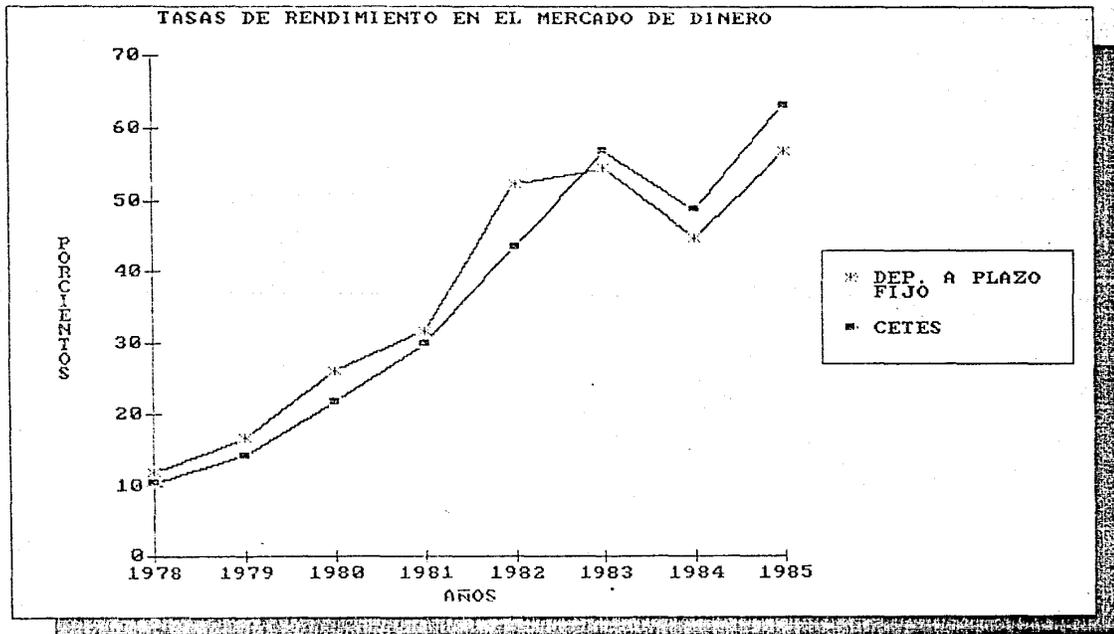
- ▬ SECTOR PUBLICO NO BANCARIO
- CASAS DE BOLSA
- ▼ BANCA COMERCIAL Y DE DESARROLLO
- ◊ BANCO DE MEXICO
- ∕ EMPRESAS Y PARTICULARES

TASAS DE INTERES Y DE RENDIMIENTO EN EL MERCADO DE DINERO, 1978-1985.
(PORCENTAJES)

	DEP. A PLAZO FIJO DE 90 A 175 DIAS	CETES	ACEPTACIONES BANCARIAS 1/	PAPEL COMERCIAL 1/	PAGARES 3 MESES
1978	12.00	10.38	---	---	---
1979	16.75	14.30	---	---	---
1980	26.15	21.95	---	30.15	---
1981	31.82	29.85	---	36.19	---
1982	52.54	43.69	---	66.92	---
1983	54.70	57.09	---	59.89	57.15
1984	44.90	48.81	51.25	S/C	45.45
ENE	44.90	48.31	50.32	49.93	N.D.
FEB	44.90	49.32	50.60	51.68	N.D.
MAR	49.47	48.50	57.14	59.99	N.D.
ABR	51.65	58.91	60.38	S/C	N.D.
MAY	52.06	60.43	60.64	59.53	N.D.
JUN	55.81	66.14	67.48	73.15	N.D.
JUL	58.89	71.68	72.68	65.45	N.D.
AGO	62.48	73.30	74.65	75.11	N.D.
SEP	63.00	69.42	71.99	71.74	N.D.
OCT	63.13	66.89	66.27	69.80	N.D.
NOV	66.13	70.49	70.53	71.71	N.D.
DIC	70.41	75.30	77.96	79.16	N.D.
1985	56.90	63.22	65.05	66.11	71.92

1/ EL PAPEL COMERCIAL Y LAS ACEPTACIONES BANCARIAS SE EMPEZARON A NEGOCIAR EN LA BOLSA EN OCTUBRE DE 1980 Y EN SEPTIEMBRE DE 1984, RESPECTIVAMENTE.

FUENTE: BANCO DE MEXICO; INDICADORES ECONOMICOS.



RESUMEN DE OPERACIONES FINANCIERAS CONSOLIDADAS DEL SECTOR PUBLICO
(Cifras acumuladas en miles de millones de pesos)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
INGRESOS TOTALES	595.90	804.40	1219.50	1615.50	2815.50	5895.00	9818.20	14689.00
Ingresos Presupuestales	554.10	751.20	1155.60	1529.90	2699.50	5741.30	9555.20	14289.50
Gobierno Federal	303.80	412.80	683.80	935.30	1532.00	3181.20	4974.70	7896.10
Organismos y Empresas Contr.	334.10	462.10	762.20	1023.60	1971.00	4434.30	7347.70	10930.00
PEMEX	106.10	172.60	357.40	448.50	968.00	2544.80	3843.90	5463.70
Otros	228.00	289.50	404.80	575.10	1003.00	1889.50	3503.80	5466.30
Operaciones Compensadas (-)	83.80	123.70	290.40	429.00	803.50	1874.20	2767.10	4536.60
Ingresos del sector fuera de presupuesto	54.30	70.30	93.10	122.80	170.80	295.60	529.30	757.20
Operaciones Compensadas (-)	12.50	17.10	29.20	37.20	54.80	141.90	266.40	357.10
GASTOS TOTALES	724.60	983.90	1516.20	2412.00	4342.50	7320.80	11924.60	18498.50
Gastos Presupuestales	675.50	918.20	1410.50	2256.60	4078.30	7038.80	11476.80	17682.70
Gobierno Federal	370.90	514.30	817.50	1335.10	2702.70	4599.30	7110.70	11477.50
Organismos y Empresas Contr.	388.40	527.60	893.40	1350.50	2179.10	4313.70	7133.20	10741.80
PEMEX	138.90	210.10	420.70	672.70	1102.70	2216.40	2340.70	5045.00
Otros	249.50	317.50	462.70	677.80	1076.40	2097.30	3793.00	5696.80
Operaciones Compensadas (-)	83.80	123.70	290.40	429.00	803.50	1874.20	2767.10	4536.60
Gastos del sector fuera del presupuesto	61.60	87.80	134.90	192.60	319.00	423.90	714.20	1172.90
AHMSA, TELMEX, STC Y D.D.F.	59.60	79.00	110.40	164.90	224.10	330.30	589.70	910.80
Deficit extrapresupuestal	2.00	8.80	24.60	27.70	94.60	93.60	124.50	262.10
Operaciones Compensadas (-)	12.50	17.10	29.20	37.20	54.80	141.90	266.40	357.10
DEFICIT ECONOMICO	128.70	184.50	296.70	796.50	1527.00	1425.80	2106.40	3808.90
Deficit presupuestal	121.40	167.00	254.90	726.70	1378.80	1297.50	1921.50	3393.20
Gobierno Federal	67.10	101.50	133.70	399.80	1170.70	1418.10	2136.00	3581.40
Organismos y Empresas Contr.	56.30	65.50	121.20	326.90	208.10	-120.60	-214.50	-188.20
PEMEX	32.80	37.50	63.30	224.20	134.70	328.40	-503.70	-418.70
Otros	21.50	28.00	57.90	102.70	73.40	207.80	289.20	230.50
Deficit del sector fuera del presupuesto	7.30	17.50	41.80	69.80	148.20	128.30	184.90	415.70
INTERMEDIACION FINANCIERA	27.40	41.60	43.30	69.10	128.50	95.00	399.00	726.30
DEFICIT FINANCIERO	156.10	226.10	340.00	865.60	1655.50	1520.80	2505.40	4535.20

1/ A partir de enero de 1984 AHMSA es parte de organismos y empresas controlados presupuestalmente

NOTA: El signo negativo significa superavit

FUENTE: BANCO DE MEXICO, INDICADORES ECONOMICOS.

RESUMEN DE OPERACIONES FINANCIERAS CONSOLIDADAS DEL SECTOR PUBLICO
(Estructura Porcentual)

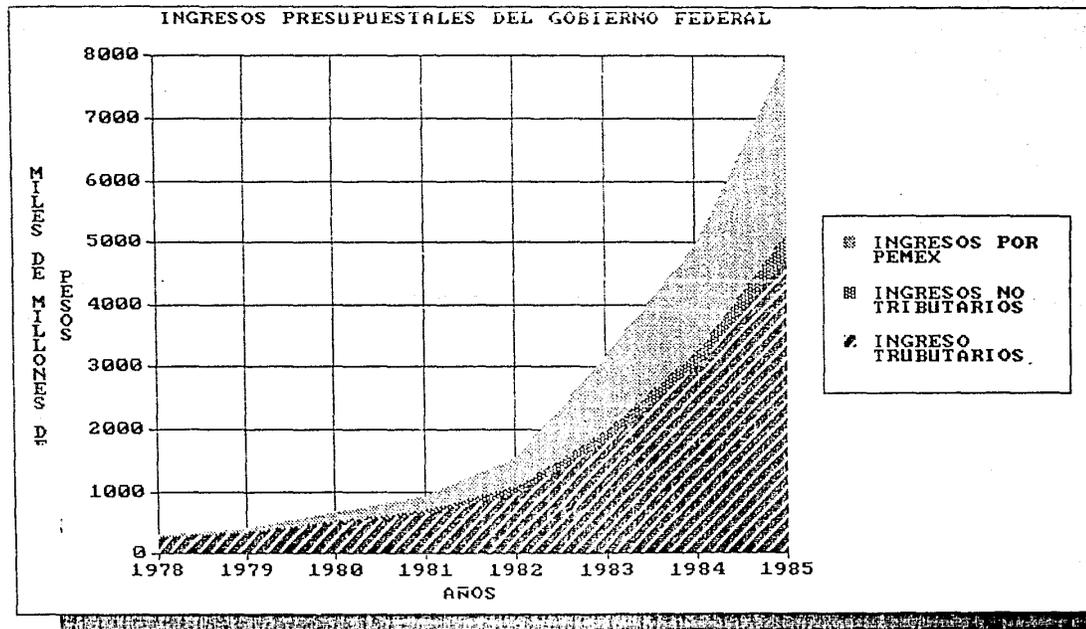
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
INGRESOS TOTALES	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Ingresos Presupuestales	92.99%	93.39%	94.76%	94.70%	95.88%	97.39%	97.32%	97.28%
Ingresos del sector fuera de presupuesto	9.11%	8.74%	7.63%	7.60%	6.07%	5.01%	5.39%	5.15%
GASTOS TOTALES	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Gastos Presupuestales	93.22%	92.85%	93.03%	93.56%	93.92%	96.15%	96.24%	95.59%
Gastos del sector fuera del presupuesto	8.50%	8.88%	8.90%	7.99%	7.35%	5.79%	5.99%	6.34%
DEFICIT ECONOMICO	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Deficit presupuestal	94.33%	90.51%	85.91%	91.24%	90.29%	91.00%	91.22%	89.09%
Gobierno Federal	52.14%	55.01%	45.06%	50.19%	76.67%	99.46%	101.41%	94.03%
Deficit del sector fuera del presupuesto	5.67%	9.49%	14.09%	8.76%	9.71%	9.00%	8.78%	10.91%

1/ A partir de enero de 1984 AHSA es parte de organismos y empresas controlados presupuestalmente
 FUENTE: BANCO DE MEXICO, INDICADORES ECONOMICOS.

INGRESOS PRESUPUESTALES DEL GOBIERNO FEDERAL
(MMP)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
INGRESO TOTAL	303.8	412.8	663.8	935.3	1532.0	3181.2	4949.8	7896.1
INGRESOS POR PEMEX	26.8	45.3	163.7	233.9	457.5	1170.5	1707.7	2741.0
INGRESOS SIN PEMEX	277.0	367.5	520.1	701.4	1074.5	2010.7	3242.1	5155.1
INGRESOS TRIBUTARIOS	259.5	347.2	485.1	647.1	967.4	1827.3	3009.9	4750.2
RENTA	133.6	173.2	246.7	339.0	464.6	726.6	1203.6	1890.2
Sociedades Mercantiles	53.8	80.9	122.8	160.1	169.7	267.1	486.6	722.5
Personas Físicas	66.5	75.6	104.2	151.7	248.9	348.1	556.9	904.4
Otros	13.3	16.7	19.7	27.2	46.0	111.4	160.1	263.3
IMPUESTOS ESPECIALES	86.9	119.7	167.8	221.2	394.1	970.4	1594.1	2476.4
IVA	48.4	73.2	120.0	158.7	217.0	542.5	938.9	1457.0
Producción y Servicios	38.5	46.5	47.8	62.5	177.1	427.9	655.2	1019.4
Gasolina	12.5	14.5	17.0	20.8	115.7	276.5	449.6	677.4
Otros	26.0	32.0	30.8	41.7	61.4	151.4	205.6	342.0
IMPUESTOS AL COMERCIO EXTERIOR	17.9	29.4	46.1	67.0	84.7	85.8	136.7	279.8
Importaciones	15.3	27.3	44.3	66.8	82.6	82.2	134.7	276.9
Exportaciones	2.6	2.1	1.8	0.2	1.3	3.6	2.0	2.9
OTROS INGRESOS TRIBUTARIOS	21.1	24.9	24.5	19.9	24.4	44.5	75.5	103.8
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	17.5	20.3	35.0	54.3	107.1	183.4	232.2	404.9

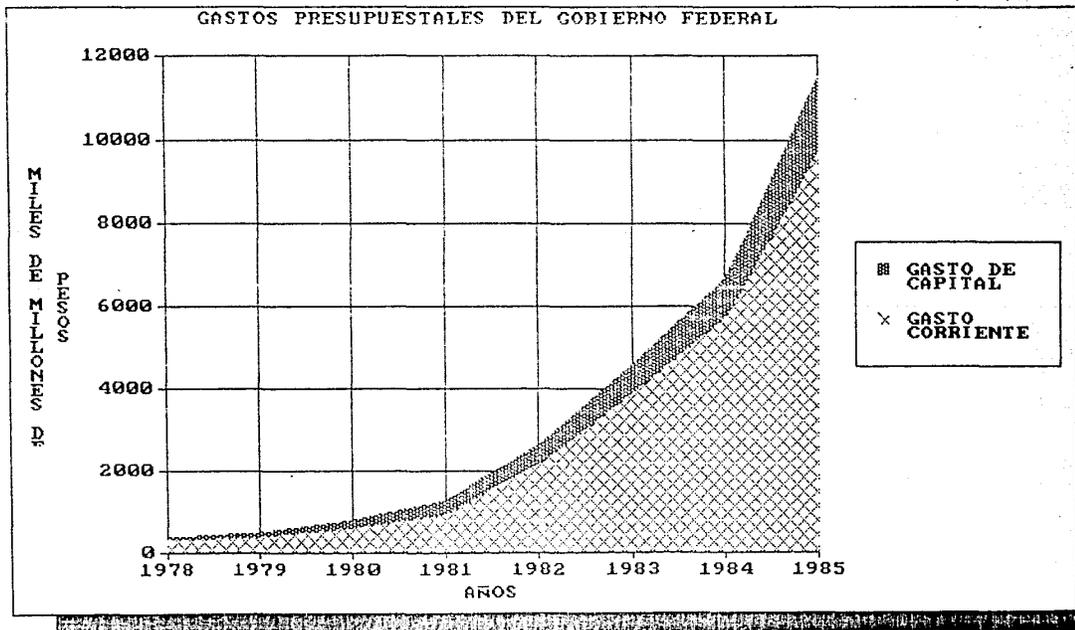
FUENTE: BANCO DE MEXICO, Indicadores Economicos.



GASTOS PRESUPUESTALES DEL GOBIERNO FEDERAL
(MMP)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
GASTO TOTAL	370.9	514.3	817.5	1335.1	2702.7	4599.3	6672.0	11477.5
GASTO CORRIENTE	290.1	386.2	607.2	937.4	2181.5	3915.7	5726.8	9776.3
% DEL TOTAL	78.2%	75.1%	74.3%	70.2%	80.7%	85.1%	85.8%	85.2%
CONSUMO DEL GOBIERNO	103.0	133.7	179.5	272.8	472.5	677.1	1128.7	1778.6
Servicios Personales	92.9	119.6	158.5	225.0	399.2	579.9	948.8	1495.2
Adquisiciones	2.6	3.1	4.1	10.0	17.7	31.0	61.2	118.2
Otros	7.5	11.0	16.9	37.8	55.6	66.2	118.7	165.2
PAGO DE INTERESES	44.8	57.4	77.0	174.0	519.2	1484.9	1952.7	4019.7
PARTICIPACIONES A ENT. FED.	35.3	49.2	102.1	152.8	218.2	499.3	842.9	1269.9
ADEFAS CORRIENTES	9.0	12.0	23.1	49.0	95.8	147.1	269.2	370.2
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	98.0	133.9	225.5	288.8	503.8	997.0	1327.0	2124.8
INTERESES POR PASIVOS ASUMIDOS	---	---	---	---	372.0	110.3	206.3	211.1
GASTO DE CAPITAL	91.9	131.2	202.4	380.9	475.5	680.9	941.0	1759.2
% DEL TOTAL	24.8%	25.5%	24.8%	28.5%	17.6%	14.8%	14.1%	15.3%
OBRAS PUBLICAS	28.6	37.8	67.9	89.5	144.6	139.3	244.4	428.5
ADEFAS DE CAPITAL	15.7	19.0	29.9	47.0	78.4	100.4	147.5	254.2
TRANSFERENCIAS DE CAPITAL	47.6	74.4	104.6	244.4	252.5	441.2	549.1	1076.5
VARIACION DE CUENTAS AJENAS (-)	11.1	3.1	-7.9	-16.8	-45.7	-2.7	-4.2	58.0

FUENTE: BANCO DE MEXICO, Indicadores Economicos.

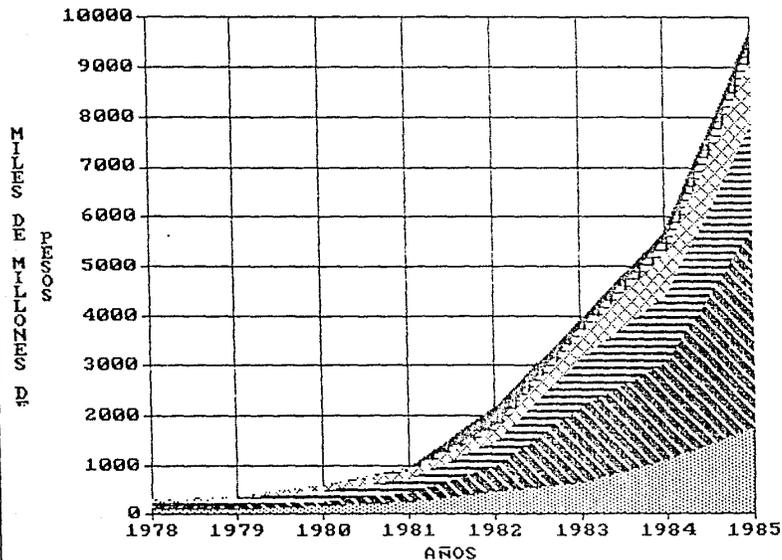


GASTOS CORRIENTES DEL GOBIERNO FEDERAL
(Estructura Porcentual)

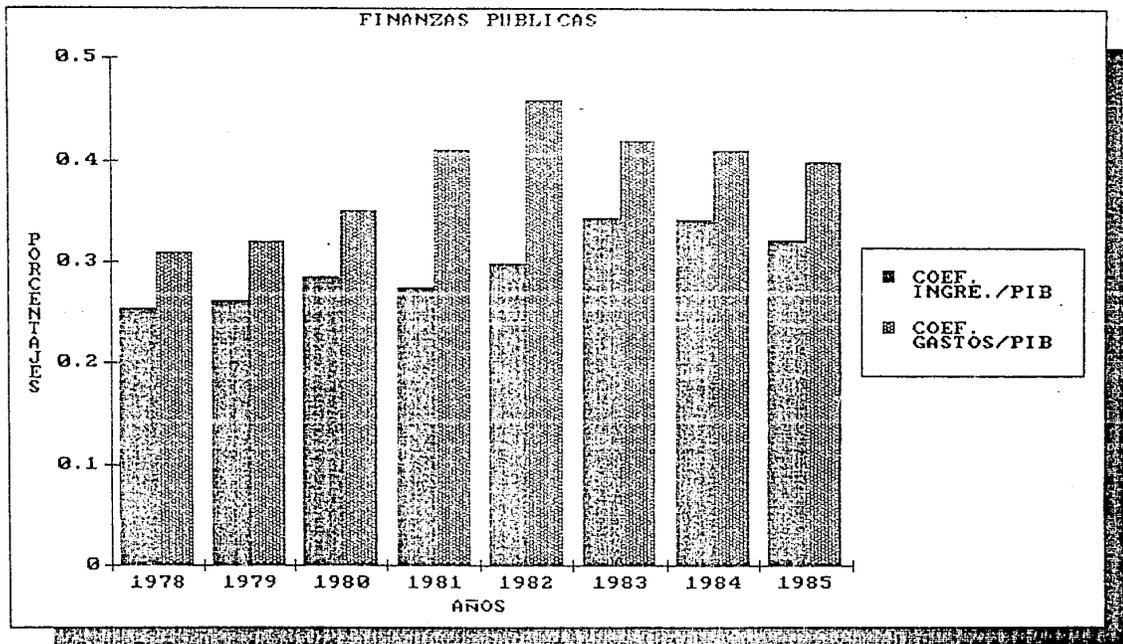
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
GASTO CORRIENTE	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
CONSUMO DEL GOBIERNO	35.5%	34.6%	29.6%	29.1%	21.7%	17.3%	19.7%	18.2%
PAGO DE INTERESES	15.4%	14.9%	12.7%	18.6%	23.8%	37.9%	34.1%	41.1%
PARTICIPACION A ENT. FED.	12.2%	12.7%	16.8%	16.3%	10.0%	12.8%	14.7%	13.0%
ADEFAS CORRIENTES	3.1%	3.1%	3.8%	5.2%	4.4%	3.8%	4.7%	3.8%
TRANSFERENCIAS CORRIENTES	33.8%	34.7%	37.1%	30.8%	23.1%	25.5%	23.2%	21.8%
INTERESES POR PASIVOS ASUMIDOS	----	----	----	----	17.1%	2.8%	3.6%	2.2%

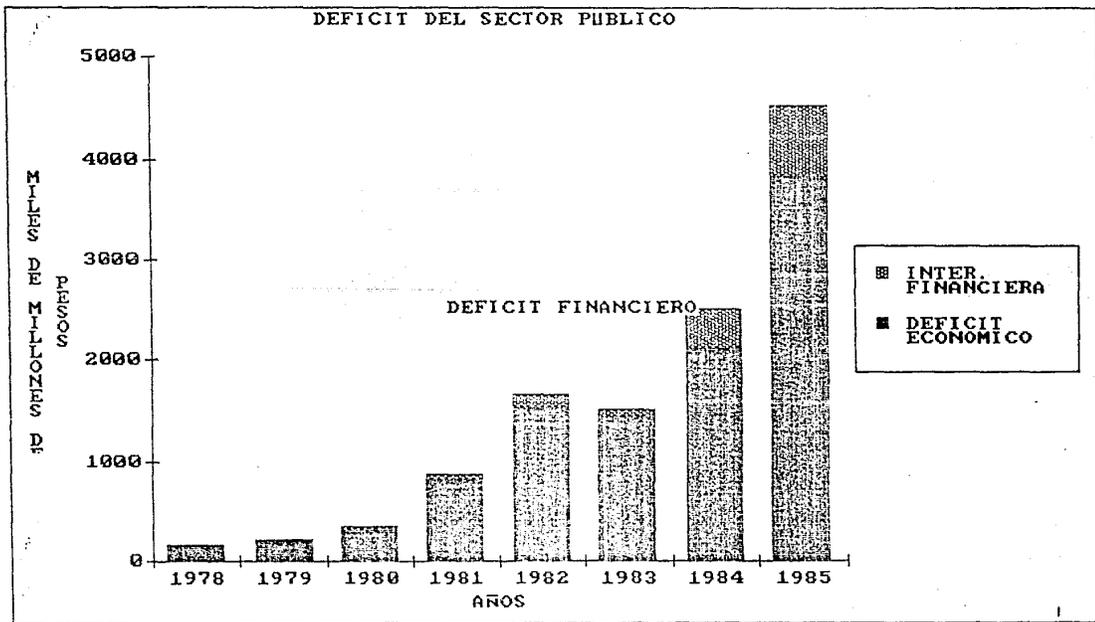
FUENTE: BANCO DE MEXICO, Indicadores Economicos.

GASTO CORRIENTE DEL GOBIERNO FEDERAL



- PAGO POR PASIVOS ASUMIDOS
- ⊥ ADEFAS
- ◁ PART. ENT. FED.
- = TRANSF. CORR.
- ▨ PAGO DE INTERESES
- ▩ CONSUMO DEL GOBIERNO





Colocacion de Deuda Interna del Gobierno Federal
a través de Valores
(Saldos Corrientes en Miles de Millones de Pesos)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985

CETES 2/								

SECTOR FINANCIERO								
Banco de Mexico	-0.5	6.9	15.6	12.9	-11.8	110.7	25.0	1174.1
Banco Comercial y de Desarrollo	1.0	0.3	0.9	26.3	79.4	100.6	56.7	175.4
Casas de Bolsa	0.0	0.2	0.7	0.7	1.2	0.9	0.8	0.9
SECTOR NO FINANCIERO								
Sector Publico No Bancario	0.1	9.7	10.2	14.8	31.1	72.7	67.1	100.7
Empresas Privadas y Particulares	2.0	7.3	26.9	41.9	221.4	335.6	607.7	852.7
TOTAL	2.6	24.4	54.3	96.6	321.3	620.5	757.3	2303.8

PETROBONOS								
Instituciones de Credito 1/	0.7	0.6	0.3	0.4	1.2	1.6	4.1	4.9
Sector No Bancario	2.6	8.1	13.4	11.4	19.7	29.6	65.9	204.3
TOTAL	3.3	8.7	13.7	11.8	20.9	31.2	70.0	209.2

BONOS DE LA DEUDA PUBLICA								
Banco de Mexico	334.4	431.0	549.9	839.9	2106.2	2725.4	3855.3	3114.8

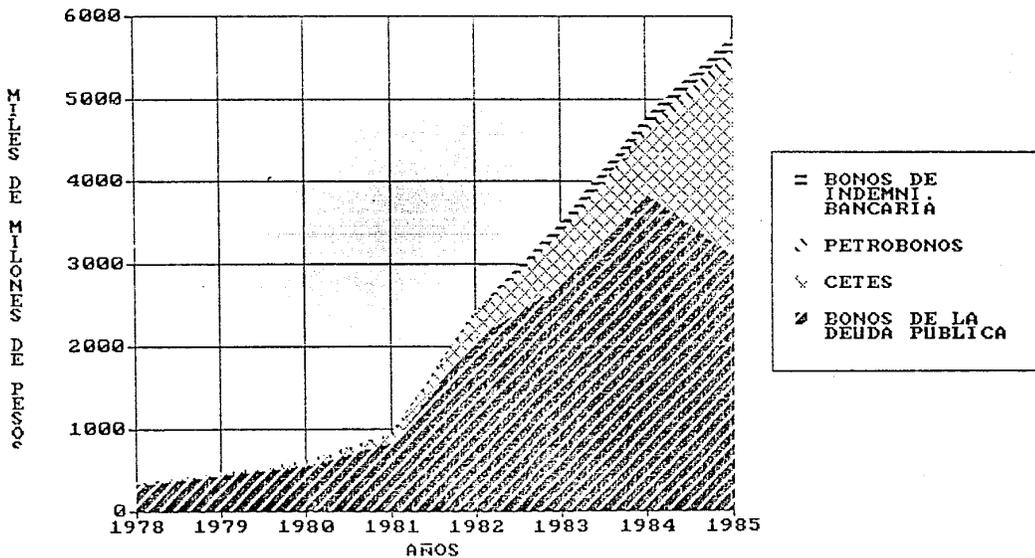
BONOS DE INDEMNIZACION BANCARIA								
Instituciones de Credito 1/	-----	-----	-----	-----	-----	6.0	35.2	62.3
Sector No Financiero	-----	-----	-----	-----	-----	99.6	101.8	81.1
TOTAL	-----	-----	-----	-----	-----	105.6	137.0	143.4

1/ Incluye Banca Comercial y de Desarrollo

2/ No considera los CETES emitidos con fines de regulacion monetaria

FUENTE: Banco de Mexico., Indicadores Economicos

COLOCACION DE DEUDA DEL GOBIERNO FEDERAL A TRAVES
DE VALORES



FINANCIAMIENTO NETO DEL DEFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO
(Miles de millones de pesos)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT	156.1	226.1	340.0	865.6	1655.5	1520.8	2505.4	4535.2
DEUDA EXTERNA	69.7	76.2	106.6	501.6	351.8	510.0	377.0	121.8
DEUDA INTERNA	86.4	149.9	233.4	364.0	1303.7	1010.8	2128.4	4413.4
SISTEMA BANCARIO	22.9	26.1	79.6	33.7	-196.5	-23.4	791.5	3461.8
=====								
DEUDA A TRAVES DE VALORES	63.5	123.8	153.8	330.3	1500.2	1034.2	1336.9	951.6
=====								
CETES	2.6	21.8	29.9	42.3	224.7	299.2	136.8	1546.5
Banco de Mexico	-0.5	7.4	8.7	-2.7	-24.7	122.5	-85.7	1149.1
Banco Comercial y de Desarrollo	1.0	-0.7	0.6	25.4	53.1	21.2	-43.9	118.7
Cosmos de Bolsa	0.0	0.2	0.5	0.0	0.5	-0.3	-0.1	0.1
Sector Publico No Bancario	0.1	9.6	0.5	4.6	16.3	41.6	-5.6	33.6
Empresas Privadas y Particulares	2.0	5.3	19.6	15.0	179.5	114.2	272.1	245.0
PETROBOMOS	1.3	5.4	5.0	-1.9	9.1	10.3	38.8	139.2
BONOS DE LA DEUDA PUBLICA	59.4	96.6	118.9	290.0	1266.3	619.2	1129.9	-740.5
BONOS DE INDEMNIZACION BANCARIA	-----	-----	-----	-----	-----	105.6	31.4	6.4

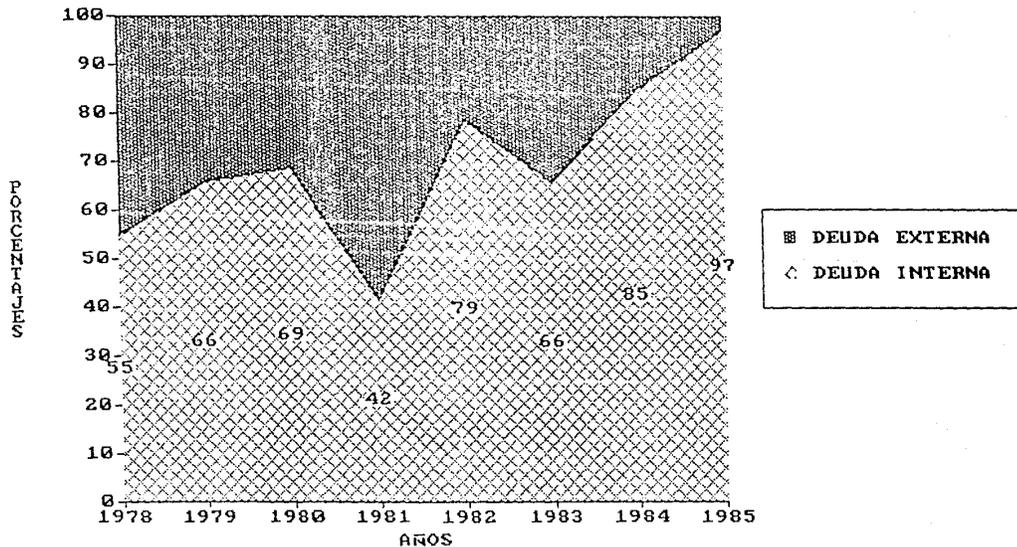
FUENTE: BANCO DE MEXICO, INDICADORES ECONOMICOS

FINANCIAMIENTO NETO DEL DEFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO
(Estructura Porcentual)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
DEUDA EXTERNA	44.7%	33.7%	31.4%	57.9%	21.3%	33.5%	15.0%	2.7%
DEUDA INTERNA	55.3%	66.3%	68.6%	42.1%	78.7%	66.5%	85.0%	97.3%
SISTEMA BANCARIO	14.7%	11.5%	23.4%	3.9%	-11.9%	-1.5%	31.6%	76.3%
=====								
DEUDA A TRAVES DE VALORES	40.7%	54.8%	45.2%	38.2%	90.6%	68.0%	53.4%	21.0%
=====								
CETES	1.7%	9.6%	8.8%	4.9%	13.6%	19.7%	5.5%	34.1%
Banco de Mexico	-0.3%	3.3%	2.6%	-0.3%	-1.5%	8.1%	-3.4%	25.3%
Banco Comercial y de Desarrollo	0.6%	-0.3%	0.2%	2.9%	3.2%	1.4%	-1.8%	2.6%
Cajas de Poblacion	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Sector Publico No Bancario	0.1%	4.2%	0.1%	0.5%	1.0%	2.7%	-0.2%	0.7%
Empresas Privadas y Particulares	1.3%	2.3%	5.8%	1.7%	10.8%	7.5%	10.9%	5.4%
PETROBONOS	0.8%	2.4%	1.5%	-0.2%	0.5%	0.7%	1.5%	3.1%
FONDOS DE LA DEUDA PUBLICA	38.1%	42.7%	35.0%	33.5%	76.5%	40.7%	45.1%	-16.3%
BONOS DE INDEMNIZACION BANCARIA	-----	-----	-----	-----	-----	6.9%	1.3%	0.1%

FUENTE: BANCO DE MEXICO, INDICADORES ECONOMICOS

FINANCIAMIENTO NETO DEL DEFICIT FINANCIERO DEL
SECTOR PUBLICO



FINANCIAMIENTO INTERNO DEL DEFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO
(Estructura Porcentual)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
DEUDA INTERNA	100.0Z							
SISTEMA BANCARIO	26.5Z	17.4Z	34.1Z	9.3Z	-15.1Z	-2.3Z	37.2Z	78.4Z
DEUDA A TRAVES DE VALORES	73.5Z	82.6Z	65.9Z	90.7Z	115.1Z	102.3Z	62.8Z	21.6Z
DEUDA A TRAVES DE VALORES	100.0Z							
CETES	4.1Z	17.6Z	19.4Z	12.8Z	15.0Z	28.9Z	10.2Z	162.5Z
Banco de Mexico	-0.8Z	6.0Z	5.7Z	-0.8Z	-1.6Z	11.8Z	-6.4Z	120.8Z
Banco Comercial y de Desarrollo	1.6Z	-0.6Z	0.4Z	7.7Z	3.5Z	2.0Z	-3.3Z	12.5Z
Casas de Pólsa	0.0Z	0.2Z	0.3Z	0.0Z	0.0Z	0.0Z	0.0Z	0.0Z
Sector Publico No Bancario	0.2Z	7.8Z	0.3Z	1.4Z	1.1Z	4.0Z	-0.4Z	3.5Z
Empresas Privadas y Particulares	3.1Z	4.3Z	12.7Z	4.5Z	12.0Z	11.0Z	20.4Z	25.7Z
PETROBONDOS	2.0Z	4.4Z	3.3Z	-0.6Z	0.6Z	1.0Z	2.9Z	14.6Z
BONDOS DE LA DEUDA PUBLICA	93.5Z	78.0Z	77.3Z	87.8Z	84.4Z	59.9Z	84.5Z	-77.8Z
BONDOS DE INDEMNIZACION BANCARIA	----	----	----	----	----	10.2Z	2.3Z	0.7Z

FUENTE: BANCO DE MEXICO, INDICADORES ECONOMICOS

**CREDITO RECIBIDO POR LOS PRESTATARIOS SEGUN SU ACTIVIDAD PRINCIPAL
A TRAVES DEL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO
(NMP)**

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
TOTAL (I+II)	718.0	981.4	1312.5	2029.8	4461.5	6930.0	11052.5	20160.8
I.-ORGANISMOS, EMPRESAS Y PARTICULARES	614.7	843.2	1168.8	1665.6	2700.8	4618.8	7774.1	12561.9
I.1.-Actividades agropecuarias, minería, silvicultura y pesca.	93.4	120.7	192.3	241.8	230.8	564.0	1155.5	2015.8
I.2.-Industrias.	279.5	335.6	447.4	669.1	1462.6	2186.0	3396.5	5370.1
I.3.-Vivienda de interés social.	25.6	29.9	35.8	48.7	48.1	168.0	374.0	657.0
I.4.-Servicios y otras actividades.	185.2	216.2	282.7	392.2	646.6	1243.2	1826.5	3144.3
I.5.-Comercio.	31.0	140.8	210.6	313.8	312.7	457.6	1021.6	1374.7
II.- GOBIERNO.	103.3	118.2	143.7	364.2	1760.7	2311.2	3278.4	7598.9

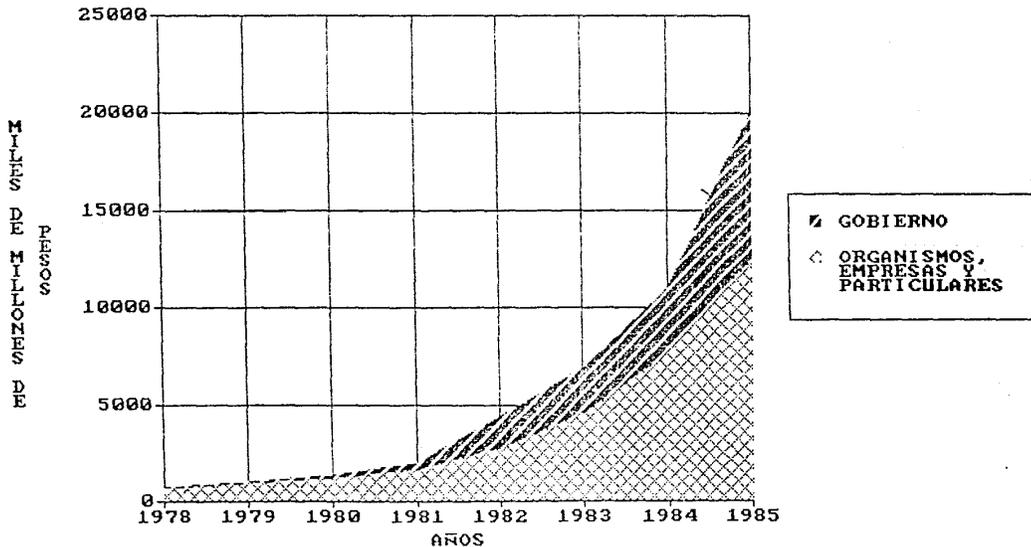
FUENTE: BANCO DE MEXICO; INDICADORES ECONOMICOS.

CREDITO RECIBIDO POR LOS PRESTATARIOS SEGUN SU ACTIVIDAD PRINCIPAL
A TRAVES DEL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO
(ESTRUCTURA PORCENTUAL)

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
TOTAL (I+II)	100.00X							
I.-ORGANISMOS, EMPRESAS Y PARTICULARES	85.61X	87.71X	89.05X	82.06X	60.54X	66.65X	70.34X	62.31X
I.1.-Actividades agropecuarias, minería, silvicultura y pesca.	13.01X	12.55X	14.65X	11.91X	5.17X	8.14X	10.45X	10.00X
I.2.-Industrias.	38.93X	34.91X	34.09X	32.96X	32.78X	31.54X	30.73X	26.64X
I.3.-Vivienda de interés social.	3.57X	3.11X	2.73X	2.40X	1.08X	2.42X	3.38X	3.26X
I.4.-Servicios y otras actividades.	25.79X	22.49X	21.54X	19.32X	14.49X	17.94X	16.53X	15.60X
I.5.-Comercio	4.32X	14.65X	16.05X	15.46X	7.01X	6.60X	9.24X	6.82X
II.- GOBIERNO.	14.39X	12.29X	10.95X	17.94X	39.46X	33.35X	29.66X	37.69X

FUENTE: BANCO DE MEXICO; INDICADORES ECONOMICOS.

CREDITO RECIBIDO A TRAVES DEL SISTEMA BANCARIO
CONSOLIDADO



OPERATIVIDAD EN BOLSA Y CAPTACION BANCARIA COMO PROPORCION DEL PIB

	SISTEMA BURSATIL			SISTEMA BANCARIO
	RENTA VARIABLE	RENTA FIJA	MERCADO DE DINERO	CAPTACION
1978	1.30%	2.90%	3.00%	20.18%
1979	3.06%	1.09%	7.47%	20.49%
1980	1.75%	0.60%	8.92%	21.21%
1981	1.74%	0.29%	18.20%	23.54%
1982	0.47%	1.21%	22.91%	33.14%
1983	0.79%	1.28%	33.87%	29.98%
1984	1.29%	2.36%	49.79%	29.87%
1985	2.48%	2.03%	51.28%	26.71%

FUENTE: BMV, ANUARIO FINANCIERO Y BURSATIL; Y BANCO DE MEXICO, INDICADORES ECONOMICOS.

PASIVOS DEL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO
(MMP)

	(1)	(2)	(3)	(1)/(3)	(2)/(3)
	PASIVOS TOTALES	PASIVOS INTERMOS EN MONEDA NACIONAL A TRAVES DE CAPTACION	PIB		
1978	1211.70	471.60	2337.40	0.52	0.20
1979	1589.70	628.40	3067.53	0.52	0.20
1980	2158.40	907.10	4276.49	0.50	0.21
1981	3317.50	1382.60	5874.39	0.56	0.24
1982	7500.40	3120.50	9417.09	0.80	0.33
1983	12067.10	5138.80	17141.69	0.70	0.30
1984	18613.60	8587.00	28748.89	0.65	0.30
1985	31963.20	12175.00	45588.46	0.70	0.27

FUENTE: BANCO DE MEXICO; INDICADORES ECONOMICOS.

FINANCIAMIENTO OTORGADO POR EL SISTEMA BANCARIO CONSOLIDADO
(MMP)

	(1) FINANCIAMIENTO TOTAL	(2) EN MONEDA NACIONAL	(3) PIB	(1)/(3)	(2)/(3)
1978	1098.00	773.60	2337.40	0.47	0.33
1979	1442.20	1036.80	3067.53	0.47	0.34
1980	1956.50	1430.60	4276.49	0.46	0.33
1981	2991.50	1953.00	5874.39	0.51	0.33
1982	6787.20	3686.60	9417.09	0.72	0.39
1983	10047.20	5808.80	17141.69	0.59	0.34
1984	15545.70	9405.00	28748.89	0.54	0.33
1985	27862.30	15457.60	45588.46	0.61	0.34

FUENTE: BANCO DE MEXICO; INDICADORES ECONOMICOS.

INDICE DE VOLUMEN DE LA PRODUCCION INDUSTRIAL
1970 = 100

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
ENE	187.5	196.3	220.3	195.6	196.4	213.5
FEB	182.3	192.3	221.5	197.4	205.1	215.8
MAR	191.8	213.3	240.5	205.4	212.3	224.8
ABR	188.5	208.7	221.5	203.2	198.3	216.4
MAY	198.4	216.1	230.4	206.1	212.6	226.1
JUN	195.3	215.4	226.9	202.1	212.0	220.4
JUL	199.7	223.5	224.6	201.4	213.4	227.6
AGO	199.6	213.0	221.5	202.1	213.1	223.3
SEP	192.5	207.9	208.5	193.4	204.6	213.1
OCT	205.9	218.2	210.2	198.0	215.8	221.7
NOV	197.4	206.2	205.0	197.9	216.0	219.4
DIC	193.3	199.4	202.8	193.3	210.9	212.2

FUENTE: Indicadores Economicos, BANCO DE MEXICO.

INDICE DE VOLUMEN DE LA INVERSION FIJA BRUTA
1970 = 100

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
ENE	208.2	246.0	237.0	152.7	144.3	173.0
FEB	209.7	250.9	256.9	160.4	156.9	174.8
MAR	218.4	275.7	259.6	167.8	163.1	181.0
ABR	211.7	256.3	237.6	164.6	154.6	182.6
MAY	219.3	267.3	228.7	166.7	167.0	193.1
JUN	235.5	280.6	230.7	164.1	169.8	187.2
JUL	235.5	289.7	226.4	162.7	184.9	197.2
AGO	230.0	264.4	226.1	156.9	179.1	186.9
SEP	226.9	252.4	196.0	150.7	176.2	184.4
OCT	246.3	283.8	193.2	160.0	184.3	187.5
NOV	238.5	258.2	178.8	167.1	177.3	190.0
DIC	250.1	260.4	168.2	151.6	178.5	192.0

FUENTE: Indicadores Economicos, BANCO DE MEXICO.

VALOR DEL PIB A PRECIOS DE MERCADO
(Miles de Millones de Pesos)

	CORRIENTES	CONSTANTES	VARIACION %	DEFLACTOR
1978	2337.40	711.98	---	3.28
1979	3067.53	777.16	9.15	3.95
1980	4276.49	841.86	8.32	5.08
1981	5874.39	908.77	7.95	6.46
1982	9417.09	903.84	-0.54	10.42
1983	17141.69	856.17	-5.27	20.02
1984	28748.89	887.65	3.68	32.39
1985	45588.46	911.54	2.69	50.01

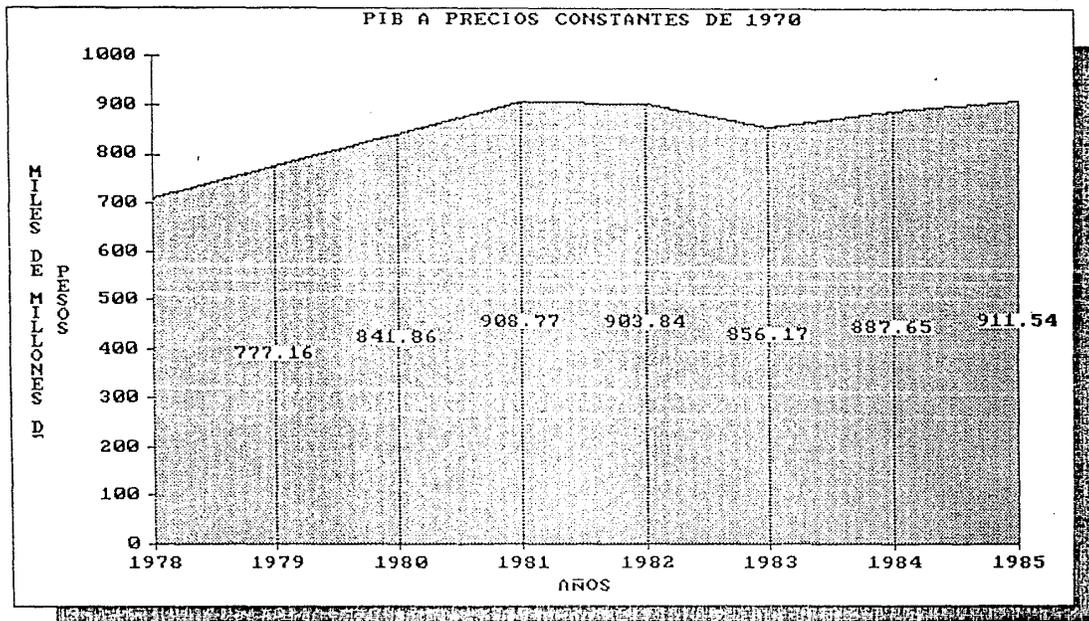
FUENTE: BANCO DE MEXICO; INDICADORES ECONOMICOS.

VALOR DEL PIB A PRECIOS DE MERCADO

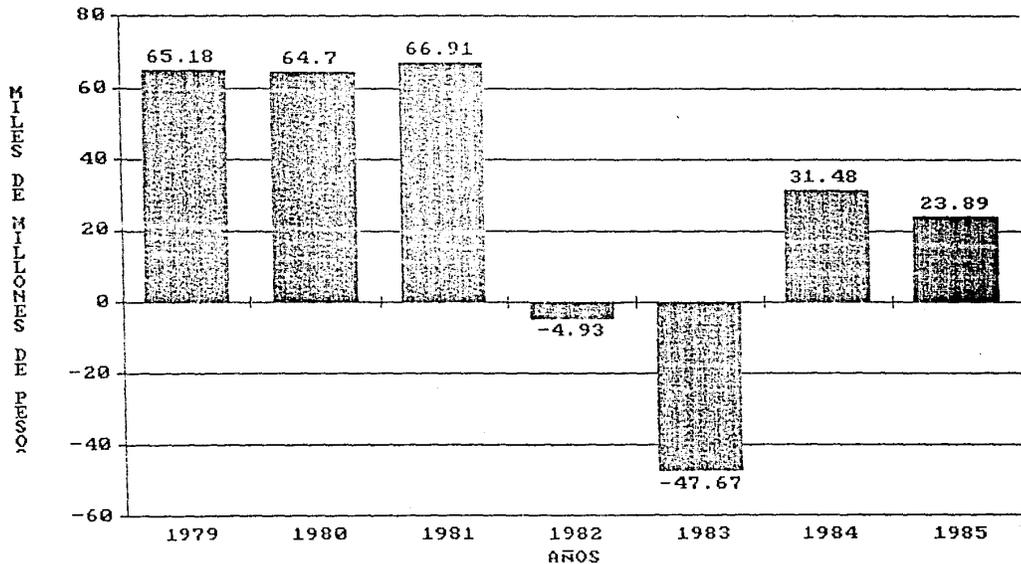
(Miles de Millones de Pesos)

	CORRIENTES	CONSTANTES	VARIACION %	DEFLACION
1978	2337.40	711.98	---	3.28
1979	3067.53	777.16	9.15	3.95
1980	4276.49	841.86	8.32	5.08
1981	5874.39	908.77	7.95	6.46
1982	9417.09	903.84	-0.54	10.42
1983	17141.69	856.17	-5.27	20.02
1984	28748.89	887.65	3.68	32.39
1985	45589.46	911.54	2.69	50.01

FUENTE: BANCO DE MEXICO; INDICADORES ECONOMICOS.



CRECIMIENTO DEL PIB A PRECIOS DE 1970



APENDICE

ECONOMETRICO

```

RATS Version 1.12. 12/16/84
Copyright (C) 1984 by VAR Econometrics
call 1980 1 12
all 21 1985,12
clear
eqv 1 to 9
ivifb ivipi cetes tr gifb gpi gce gtr trend
*

```

```

data(unit=input,org=obs) 1980,1 1985,12 1 to 4
208.20      187.50      10595.00      18.26
209.70      182.30      20469.00      18.63
218.40      191.80      25037.00      20.69
211.70      188.50      12297.00      21.81
219.30      198.40      20354.00      22.09
235.50      195.30      44987.00      21.14
235.50      199.70      60640.00      20.52
230.00      199.60      45516.00      21.17
226.90      192.50      34192.00      22.79
246.30      205.90      28703.00      24.18
238.50      197.40      44500.00      25.17
250.10      193.30      32326.00      26.94
246.00      196.30      54658.00      28.25
250.90      192.30      58330.00      28.45
275.70      213.30      70826.00      28.25
256.30      208.70      95363.00      27.61
267.30      216.10      122238.00      26.78
280.60      215.40      118612.00      27.54
289.70      223.50      90364.00      29.43
264.40      213.00      64114.00      30.43
252.40      207.90      61134.00      33.03
283.80      218.20      73375.00      32.92
258.20      206.20      76184.00      32.79
260.40      199.40      137002.00      32.75
237.00      220.30      128919.00      33.24
256.90      221.50      92278.00      34.96
259.60      240.50      265642.00      34.82
237.60      221.50      99705.00      36.45
228.70      230.40      68718.00      40.19
230.70      226.90      124293.00      49.76
226.40      224.60      166202.00      52.23
226.10      221.50      101123.00      54.27
196.00      208.50      180179.00      49.53
193.20      210.20      93433.00      40.06
178.80      205.00      169453.00      47.20
168.20      202.80      240915.00      51.58
152.70      195.60      205908.00      51.80
160.40      197.40      171735.00      57.70
167.80      205.40      271900.00      60.20
164.60      203.20      373382.00      60.70
166.70      206.10      341240.00      60.73
164.10      202.10      335927.00      61.11
162.70      201.40      478207.00      59.99
156.90      202.10      516431.00      57.43
150.70      193.40      623004.00      55.99
160.00      198.00      502784.00      53.61

```

167.10	197.90	727771.00	52.98
151.60	193.30	705328.00	52.80
144.30	196.40	761862.00	51.74
156.90	205.10	788872.00	50.14
163.10	212.30	963039.00	46.98
154.60	198.30	1216928.00	46.50
167.00	212.60	1240092.00	49.10
169.80	212.00	966238.00	49.95
184.90	213.40	1247729.00	49.72
179.10	213.10	1197956.00	49.66
176.20	204.60	871324.00	49.07
184.30	215.80	1437454.00	47.66
177.30	216.00	1643318.00	46.96
178.50	210.90	1399754.00	48.25
173.00	213.50	1883880.00	48.31
174.80	215.80	1513764.00	49.32
181.00	224.80	1462713.00	48.50
182.60	216.40	1777184.00	58.91
193.10	226.10	1987168.00	60.43
187.20	220.40	1552022.00	66.14
197.20	227.60	1564397.00	71.68
186.90	223.30	1506238.00	73.73
184.40	213.10	1507402.00	69.42
187.70	221.70	1696544.00	66.89
183.40	219.40	1711501.00	70.49
178.70	212.20	1439661.00	75.30

*
*En la regresion siguiente se estima la ecuacion:
*

$$* I = a + bPI + cCETES + dTR$$

*
ols(vcv) ivifb 1980,1 1985,12 12
*constant ivpi cetes tr

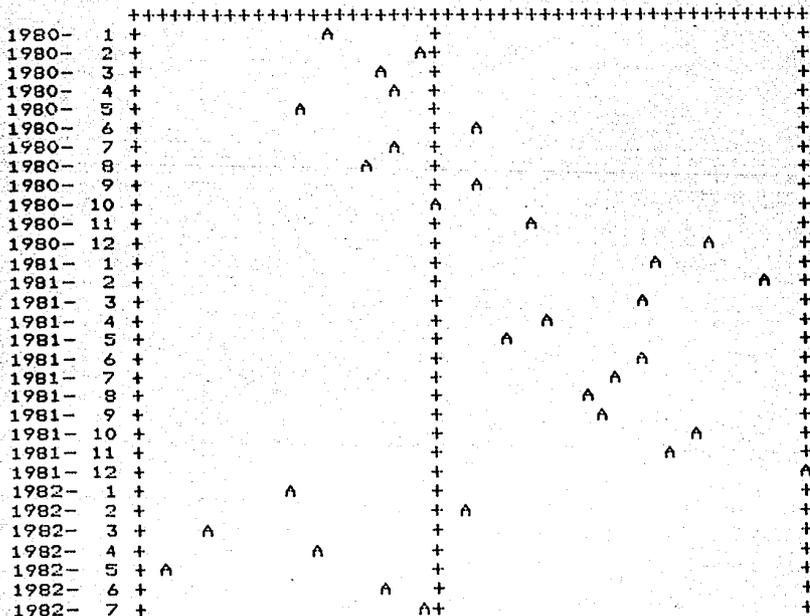
DEPENDENT VARIABLE		1	IVIFB			
FROM 1980-1 UNTIL 1985-12						
OBSERVATIONS	72	DEGREES OF FREEDOM	68			
R**2	.76153103	RBAR**2	.75101035			
SSR	27008.842	SEE	19.929597			
DURBIN-WATSON	.55002491					
Q(24)=	126.077	SIGNIFICANCE LEVEL	.000000			
NO.	LABEL	VAR	LAG	COEFFICIENT	STAND. ERROR	T-STATISTIC
***	*****	***	***	*****	*****	*****
1	CONSTANT	0	0	-97.52821	44.16503	-2.208268
2	IUPI	2	0	1.878777	.2175250	8.637060
3	CETES	3	0	-.1874680E-04	.5310489E-05	-3.530145
4	TR	4	0	-1.789436	.2117980	-8.448787

VARIANCE-COVARIANCE MATRIX OF COEFFICIENTS

VARIABLE	SERIES	LAG	CONSTANT	IVPI	CETES	TR
			0 0	2 0	3 0	4 0
CONSTANT	0	0	1950.5	-9.4533	.64330E-04	-.24154
IVPI	2	0	-9.4533	.47317E-01	-.23496E-06	-.63339E-02
CETES	3	0	.64330E-04	-.23496E-06	.28201E-10	-.71794E-02
TR	4	0	-.24154	-.63339E-02	-.71794E-06	.44858E-02

*
 plot(dates) 1
 #12 1980,1 1985,10

SYMBOL A: SERIES 12 IVIFB
 MIN VALUE -36.114 MAX VALUE 44.473 SPACING 1.6446



```

1982- 8 + + A
1982- 9 + + +
1982- 10 + A + +
1982- 11 + A + +
1982- 12 + A + +
1983- 1 + A + +
1983- 2 + A + +
1983- 3 + A + +
1983- 4 + A + +
1983- 5 + A + +
1983- 6 + A + +
1983- 7 + A + +
1983- 8 + A + +
1983- 9 + A + +
1983- 10 + A + +
1983- 11 + A + +
1983- 12 + A + +
1984- 1 + A + +
1984- 2 + A + +
1984- 3 A + +
1984- 4 + A + +
1984- 5 + A + +
1984- 6 + A + +
1984- 7 + A + +
1984- 8 + A + +
1984- 9 + A + +
1984- 10 + A + +
1984- 11 + A + +
1984- 12 + A + +
1985- 1 + A + +
1985- 2 + A + +
1985- 3 + A + +
1985- 4 + A + +
1985- 5 + A + +
1985- 6 + A + +
1985- 7 + A + +
1985- 8 + A + +
1985- 9 + A + +
1985- 10 + A + +
+++++

```

```

*
* El modelo estimado presenta correlacion serial, por lo que
* aplicaremos MCG para corregirla
*
*
set gifb 1980,2 1985,10 = ivifb(t)-.725*ivifb(t-1)
set gpi 1980,2 1985,10 = ivpi(t)-.725*ivpi(t-1)
set gce 1980,1 1985,10 = cetes(t)-.725*cetes(t-1)
set gtr 1980,1 1985,10 = tr(t)-.725*tr(t-1)
set trend 1980,2 1985,10 = t

```

```
*
als(vcv) gifb 1980,2 1985,10 14
#constant gpi gce gtr
```

```
DEPENDENT VARIABLE      5      GIFB
FROM 1980- 2 UNTIL 1985-10
OBSERVATIONS           69      DEGREES OF FREEDOM      65
R**2                   .43877486  RRAR**2                .41287216
SSR                    8780.1352   SEE                    11.622349
DURBIN-WATSON         1.81522983
Q( 24)= 43.2117      SIGNIFICANCE LEVEL     .940777E-02
NO.    LABEL    VAR    LAG    COEFFICIENT    STAND. ERROR    T-STATISTIC
***    *        ***    ***    *              *              *
1     CONSTANT  0     0     19.30041       11.46551        1.683345
2     GPI       6     0     .9529730       .1878885        5.072013
3     GCE       7     0     -.1529617E-04  .7214055E-05   -2.120330
4     GTR       8     0     -1.238712      .3314988        -3.736701
```

VARIANCE-COVARIANCE MATRIX OF COEFFICIENTS

VARIABLE	SERIES	LAG	CONSTANT	GPI	GCE	GTR
CONSTANT	0	0	131.46	-2.0172	.20833E-04	-1.3258
GPI	6	0	-2.0172	.35302E-01	-.28816E-06	.22554E-02
GCE	7	0	.20833E-04	-.28816E-06	.52043E-10	-.10480E-05
GTR	8	0	-1.3258	.22554E-02	-.10480E-05	.10989

```
*
*
set 15 1980,2 1985,10 = 14(t)**2
*
plot(dates) 1
#15 1980,2 1985,10
```

```
SYMBOL A: SERIES 15 NO LABEL
MIN VALUE .65518E-01 MAX VALUE 963.98 SPACING 19.672
```

```
+++++
1980- 2 A +
1980- 3 A +
1980- 4 +A +
1980- 5 +A +
1980- 6 + A +
1980- 7 A +
```



```

1985- 3 + A +
1985- 4 + A +
1985- 5 + A +
1985- 6 +A +
1985- 7 + A +
1985- 8 A +
1985- 9 + A +
1985- 10 A +
+++++
```

```

*
* El modelo presenta heterocedasticidad que corregiremos
* dividiendo por la variable gtr todo el modelo
*
```

```

set 16 1980,2 1985,10 = g1fb(t)/gtr(t)
set 17 1980,2 1985,10 = gcb(t)/gtr(t)
set 18 1980,2 1985,10 = gpi(t)/gtr(t)
set 19 1980,2 1985,10 = 1/gtr(t)
```

```

*
ols(vcv) 16 1980,2 1985,10 20
#constant 18 17 19
```

```

DEPENDENT VARIABLE 16 NO LABEL
FROM 1980- 2 UNTIL 1985-10
OBSERVATIONS 69 DEGREES OF FREEDOM 65
R**2 .86171365 RBAR**2 .85533120
SSR 107.13504 SEE 1.2838346
DURBIN-WATSON 1.76616253
G( 24)= 37.5090 SIGNIFICANCE LEVEL .389002E-01
```

NO.	LABEL	VAR	LAG	COEFFICIENT	STAND. ERROR	T-STATISTIC
***	*****	***	***	*****	*****	*****
1	CONSTANT	0	0	-1.098649	.4676157	-2.347471
2	NO LABEL	18	0	.8419074	.1976953	4.258610
3	NO LABEL	17	0	-.1882597E-04	.1079879E-04	-1.743341
4	NO LABEL	19	0	24.89057	11.87681	2.095729

VARIANCE-COVARIANCE MATRIX OF COEFFICIENTS

VARIABLE	SERIES	LAG	CONSTANT	NO LABEL	NO LABEL	NO LABEL
			0 0	18 0	17 0	19 0
CONSTANT	0	0	.21866	.57424E-03	-.28219E-05	-1.7474
NO LABEL	18	0	.57424E-03	.39083E-01	-.34334E-06	-2.2082
NO LABEL	17	0	-.28219E-05	-.34334E-06	.11661E-09	.34848E-04
NO LABEL	19	0	-1.7474	-2.2082	.34848E-04	141.06

```

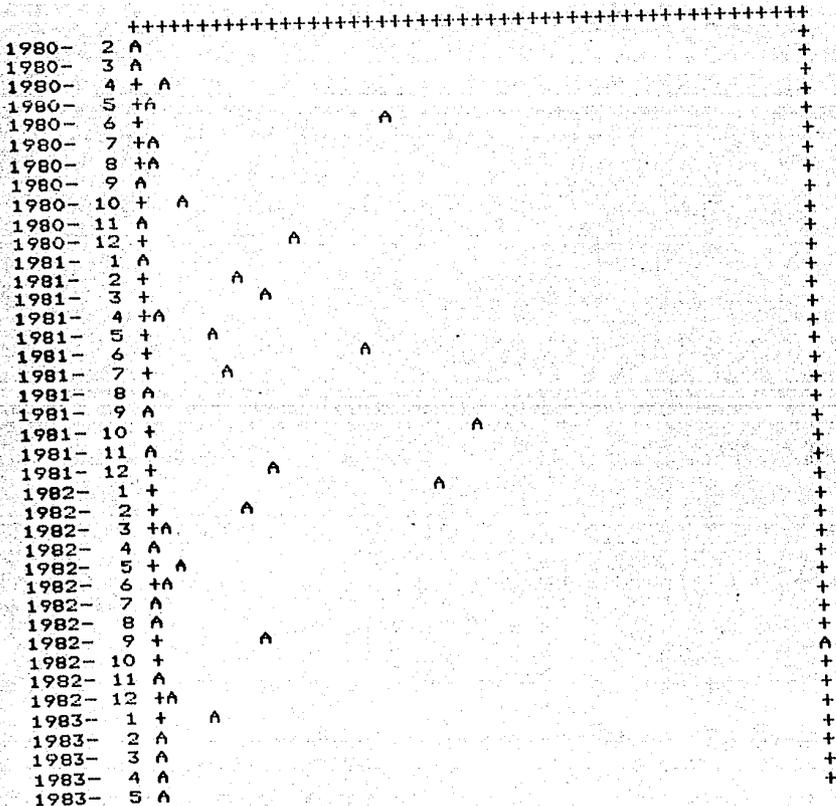
*
*
set 21 1980,1 1985,10 = 20(t)**2
*
plot(dates) 1
#21 1980,2 1985,10

```

```

SYMBOL A: SERIES 21 NO LABEL
MIN VALUE .75974E-03 MAX VALUE 22.377 SPACING .45665

```



1983-	6	A	
1983-	7	A	+
1983-	8	+ A	+
1983-	9	+A	+
1983-	10	+A	+
1983-	11	A	+
1983-	12	+ A	+
1984-	1	+ A	+
1984-	2	+A	+
1984-	3	+ A	+
1984-	4	A	+
1984-	5	A	+
1984-	6	+A	+
1984-	7	+ A	+
1984-	8	+A	+
1984-	9	+A	+
1984-	10	A	+
1984-	11	+A	+
1984-	12	A	+
1985-	1	A	+
1985-	2	+A	+
1985-	3	+A	+
1985-	4	+ A	+
1985-	5	+A	+
1985-	6	A	+
1985-	7	+A	+
1985-	8	A	+
1985-	9	A	+
1985-	10	A	+
+++++			+

*
end

NORMAL COMPLETION OF JOB
 HALT AT 0

Stop - Program terminated, 0 ERRORS 0 WARNINGS

BIBLIOGRAFIA

- Gujarati, Damodar "Econometria Basica", México 1978, Ed. Mc Graw Hill.
- Lanz Novelo, Bernardo "Un modelo Macroeconómico de simulación de Finanzas Públicas para la economía", Tesis I.T.A.M., 1984.
- Lerner, Abba P. "La economía, asunto de todos", Primera edición, México D.F. 1965, Ed. Libreros Mexicanos Unidos.
- Maddala "Econometria", España 1985, Ed. Mc Graw Hill.
- Mancera Aguayo M. "Certificados de la Tesorería de la Federación." en el ciclo de Ponencia en el ciclo de conferencias sobre el tema: Nuevos Instrumentos de Financiamiento, organizado por el Colegio de Licenciados en Administración de México, A.C.
- "Inconveniencia del Control de Cambios", Banco de México S.A., Abril de 1982.
- Navarrete, Alfredo R. "Instrumentos de Política Financiera Mexicana", colección SELA, 1963.
- Olcese Fernández, Jorge "La Intermediación Financiera y la Inversión Institucional", Ensayos CENLA, Num. 45, 1981.
- Portilla, J. La Eficiencia del Mercado de los CETES. Tesis I.T.A.M. 1982
- Quijano, José Manuel "Finanzas, Desarrollo Económico y Penetración Extranjera", colección pensamiento económico # 2, 1985, Ed. UAP.
- Ruiz Durán, Clemente "90 días de política monetaria y crediticia independiente", colección pensamiento económico #1, 1984, Ed. UAP.
- Sayers "La Banca Moderna", 1968, Ed. FCE..

- Súñez, Eduardo. "Consideraciones sobre el concepto de desarrollo económico", El Trimestre Económico Num. 123, México, Ed. F.C.E..
- Solis L. y Montemayor A. Los Certificados de la Tesorería: su operación y significado para la Política Monetaria. Mimeo.
- Tello, Carlos. "La Nacionalización de la Banca en México", México 1984. Ed. siglo XXI.
- Prada, J. C. CETES: análisis de su Comportamiento y Repercusiones en el Sistema Financiero Mexicano. Tesis I.T.A.M. 1982.
- Villarreal, René. "La Contrarrevolución Monetarista", Primera edición 1983, Ed. Oceano.

H E M E R O G R A F I A.

CEMLA Boletín. C.E.M.L.A.; Mayo-Junio 1978

COMERCIO EXTERIOR "CETES: Nueva Opción de Financiamiento Público." Sección Nacional, Vol. 28 Num. 10, Banco Nacional de Comercio Exterior, Octubre de 1978.

"La venta de los CAP", Recuento Nacional, Vol. 37, Num. 3, Marzo de 1987, Banco Nacional de Comercio Exterior S.N.C.

"Venta de Certificados de Aportación Patrimonial" Recuento Nacional, Vol. 37, Num. 5, Mayo de 1987, Banco Nacional de Comercio Exterior S.N.C.

EL FINANCIERO.

"A largo plazo los CETES resultan inflacionarios." 4 /IX/ 1985

"Absorberá la deuda pública total el 95% del PIB que se generará en 1986" 22/XI/1985.

"Banca: compromiso no cumplido." 24 /I/ 1986

"Bonos de desarrollo." 16 /V/ 1985

"Casi 5 billones de pesos pagará este año el Gobierno por intereses de la deuda interna." 24 /X/ 1985

"CETES, el instrumento de mayor bursatilidad en 1985." 26/X/1985

"Contraída la demanda de CETES, pese a altas tasas de interés." 20/II/ 1986

"Contratará el Gobierno 6.6 billones de pesos solo para pagar intereses de la deuda interna." 8 /I/ 1986

"Crédito solo a prioridades." 3/II/1986

"Debido al alza de tasas, la oferta monetaria se mantendrá en ascenso." 22 /XI/ 1985

"Desde 1983 hay descenso constante en los Ingresos del Sector Público, Señala la IP." 13 /VIII/ 1985

"Deuda interna problemas, opciones." 23 /VIII/ 1985

"Deuda interna: bomba de tiempo." 13 /III/ 1986

"El bono bancario, nuevo instrumento de captación." 29 /VIII/ 1985

"EL déficit del Gobierno llegó a 4 billones 902 mil millones de pesos en 1985." 20 /III/ 1986

"El encaje legal se usará con propósitos de regulación monetaria." 29/XII/1985.

"El Gobierno, obligado a elevar la emisión de circulante." 13/VIII/1985

"El mercado paralelo salda crediticia de empresas privadas." 4/II/1986

"Emite Banxico Bonos de Regulación Monetaria." 20 /III/ 1985

"Encrucijada financiera." 30/X/1985

"Escasez de créditos y altas tasas, escollos del empresario." 5/XI/1985

"Esperase mayor aumento a tasas en el primer semestre." 31 /I/ 1986

"Financia la banca el 25% del déficit público" 11 /VII/ 1985

"Fracasa la política de tasas altas; cayó 36.2% la captación bancaria en 10 meses." 14 /XI/ 1985

"Fuerte competencia entre la banca." 14 /VIII/ 1985

"Incrementó el Gobierno en 87% la circulación de CETES." 16 /V/ 1985

"La banca canalizará más recursos para financiamiento en áreas prioritarias." 26 /III/ 1985

"La banca nacionalizada convertida en caja del Gobierno." 17 /IX/ 1985

"La Banca obligada a financiar al Gobierno" 3 /I/ 1985

"La crisis de iliquidez obliga al Gobierno a redefinir su política de financiamiento." 26 /VIII/ 1985

"La desproporcionada alza de tasas incrementó 20 veces la deuda pública en 5 años." 18 /X/ 1985

"La deuda interna mediante CETES es ya más explosiva que la deuda externa." 4 /III/ 1986

"La falta de liquidez en empresas fortalece el mercado financiero subterráneo." 17 /III/ 1986

"Limita créditos a la IP la demanda pública por aliviar su pasivo." 9/IX/ 1985

"Lo caro del CETE contrae la inversión y crea especulación contra el capital." 18/X/ 1985

"Los CETES pierden atractivo." 3/X/ 1985

"Mercado de dinero." 22 /XI/ 1985

"Mercado de dinero", 16/X/1985.

"Mercado de dinero", 5/XI/1985.

"Merma en la liquidez bancaria causa restricción del crédito." 13/VI/ 1985

"Nuevas reglas de CETES." 8/XI/1985

"Nuevos instrumentos en el mercado bursátil." 11/I/1985

"Peligro de un mayor estancamiento con una elevada inflación." 24/II/1986

"Pese al Fogain resulta difícil el acceso al crédito:CIEN." 26/VIII/1985

"Presiones sobre la deuda pública al subir intereses en CETES." 4/III/1986

"Retrocede el mercado bancario en la captación." 7/I/1986

"Sales:el alza de tasas, medida momentánea para retener capitales." 13 /III/ 1985

"Se encamina a inducir a una recesión la actual estrategia de la política gubernamental." 4/IX/1985

"Se incrementaron los rendimientos de CETES." 13 /III/ 1985

"Severos problemas de liquidez." 3/XII/ 1985

"Solo atenderá la Banca pedidos de crédito de máxima prioridad." 30/I/1986

"Superior en 52% a 85, el crédito del Banco Mundial al Gobierno." 28/I/ 1986

"Tasas de interés por las nubes." 25 /II/ 1986

"Tuvo sobregiro sin precedentes el déficit público en 1985; mayor presión inflacionaria." 7 /I/ 1986

Ejecutivos de Finanzas

Los Certificados de la Tesorería de la Federación, abril de 1978.

El Mercado de Valores

"Estructura y Marco Jurídico General del Sistema Financiero Mexicano", Num. 35, septiembre 2 de 1985.

"El Mercado de Dinero", año XL, Num. 30, Julio 28 de 1980.

"El Sector Financiero en la Promoción del Desarrollo Económico", año X1, Num. 32, agosto 11 de 1980.

"La Inflación en México: posibilidades de solución", año XLV, Num. 47, noviembre 25 de 1985.

Diario Oficial

"Reformas a la Ley Organica de la Administración Pública Federal", 29/XII/1982.

"Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito", 1/XII/1982.

"Ley Organica del Banco de México", 31/XII/1984.

"Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito", 14/I/1985.

"Decretos mediante los cuales se transforman las Instituciones Nacionales de Crédito, de Sociedades Anonimas, en Sociedades Nacionales de Crédito, como Instituciones de Banca de Desarrollo", 12/VII/1985.

"Decreto del Congreso de la Union mediante el cual se autorizó al Ejecutivo Federal la emisión de Certificados de la Tesorería de la Federación." 28/XI/1977

"Reformas a la Ley General de Instituciones de Seguros", 14/I/1985.

"Ley de Sociedades de Inversión", 14/I/1985.