

15  
2 ej



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA  
DE MEXICO**

**ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES  
"ARAGON"**

**EL MERCADO BURSATIL EN MEXICO:  
EVOLUCION Y PERSPECTIVAS, 1982-1989**

**T E S I S**  
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE  
**E C O N O M I A**  
P R E S E N T A :  
**RAUL SALAS ORTIZ**



**ENEP  
ARAGON**

**TESIS CON  
FALLA DE ORIGEN**

**San Juan de Aragón, Edo. de Méx. 1991**



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

INTRODUCCION	I
CAPITULO 1 LA TEORIA MONETARIA DE KEYNES	1
1.1 El Mercado Monetario	1
1.1.1 La demanda de dinero	2
1.1.2 La oferta monetaria	5
1.2 El Modelo del Enfoque de la Cartera	6
1.2.1 El modelo básico del enfoque de la cartera	7
1.2.2 La selección de la cartera del individuo	9
CAPITULO 2 EL SISTEMA FINANCIERO Y LA ECONOMIA MEXICANA	15
2.1 Antecedentes del Sistema Financiero Mexicano y Análisis de la Economía Mexicana	16
2.2 El Sector Financiero en el Desarrollo Compartido, 1970-1976	22
2.3 Análisis de la Economía Nacional y el Sector Financiero, 1977-1982	27
2.4 Hacia la Nacionalización de la Banca	39
CAPITULO 3 EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO	56
3.1 El comportamiento del Mercado de Valores en el Entorno Económico de México	56
3.1.1 Análisis de la economía mexicana, 1983 - 1988: principales resultados	57
3.1.2 El mercado de valores después de la nacionalización de la banca	63
3.1.3 El comportamiento del mercado de valores en 1984 y 1985	66

3.1.4	La situación económica y el mercado de valores en 1986	73
3.2	El Auge Bursátil en el Mercado de Valores	76
3.3	La Caída Bursátil de el Mercado de Valores	82
3.3.1	El desarrollo del crack bursátil	82
3.3.2	Consecuencia del crack bursátil	88
3.4	El Mercado de Valores en el marco del Pacto de Solidaridad Económica (PSE), 1988	89
3.5	Política de Financiamiento del Déficit del Sector Público a través de la colocación de Valores de Renta Fija	92
CAPITULO 4	EL MERCADO DE VALORES ANTE LA APERTURA DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS	109
4.1	La Modernización del Sistema Financiero	110
4.2	El Mercado de Valores ante la Apertura Financiera	117
4.3	El Mercado de Valores en el marco del Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE)	121
4.4	Perspectivas de el Mercado de Valores	127
CONCLUSIONES		130
BIBLIOGRAFIA		143

## INTRODUCCION

El sistema financiero representa para la economía de un país un importante promotor del desarrollo económico, por que las políticas financieras y monetarias se orientan principalmente a incentivar el ahorro interno, a través de nuevos productos y servicios financieros, que apoya sustancialmente las actividades productivas de la economía.

En México el sistema financiero ha experimentado cambios importantes en su estructura, que ha requerido de un nuevo marco jurídico integral, así como de modificaciones sustanciales de carácter organizacional, operativo e institucional; de esta manera se pretende continuar con la tradición histórica de constituirlo en uno de los puntales del desarrollo económico del país.

En este contexto, el Mercado de Valores en México esta llamado a ser uno de los principales mecanismos de financiamiento que contribuya a impulsar el crecimiento económico, vía la canalización de recursos hacia los sectores productivos del país. Por lo que la estabilidad económica representa para dicho mercado la oportunidad de modernizar su estructura financiera con el objeto de adquirir un alto nivel de competitividad externa.

Durante la década de los ochenta, el mercado bursátil hubo de enfrentar una serie de dificultades financieras que afectaron el comportamiento de las operaciones con instrumentos financieros.

A partir de 1981 se presentaron diversos factores que deluvieron el crecimiento y expansión del mercado de valores; a saber la expectativa de una devaluación de la moneda, ante la pérdida de dinamismo de las exportaciones petroleras, a consecuencia del descenso en el precio mundial de dicho producto, y los aumentos en las tasas internacionales de interés, los cuales originaron serios problemas financieros en la economía mexicana.

Ante los problemas de liquidez que la economía mexicana experimentó durante

la década de los ochenta, la política monetaria del gobierno federal se orientó fundamentalmente a instrumentar una política de financiamiento del déficit público vía la colocación de valores a corto plazo en el mercado de valores. En particular los CETES fueron los instrumentos financieros que impulsaron las operaciones en el mercado bursátil, a excepción de los valores de renta variable cuya participación en el mercado de valores no es muy significativa, lo que explica el escaso desarrollo del mercado de capitales.

Cabe destacar que en 1987 el mercado bursátil experimentó un importante auge, lo que permitió generar en el sector bursátil recursos que financiaron principalmente el déficit del sector público, ya que la negociación de acciones no representa un mecanismo importante de financiamiento para empresas inscritas en Bolsa.

En octubre de dicho año el mercado accionario sufrió una drástica caída, producto de la excesiva especulación que se presentó en la Bolsa Mexicana de Valores, lo que propició una mayor profundización de la crisis financiera.

En ese sentido, el estudio tiene como finalidad determinar los factores macroeconómicos que inciden en el comportamiento del mercado bursátil (mercado de dinero y mercado de capitales) así como observar los indicadores básicos que permiten apreciar el desenvolvimiento de dicho mercado.

La hipótesis de trabajo es: los indicadores de las variables macroeconómicas son factores que inciden en el comportamiento del mercado bursátil en México, por lo que los movimientos en las tasas de interés, producto de la inflación y la depreciación del tipo de cambio, afecta la operatividad de los valores de renta fija en el mercado de dinero, mientras que la especulación en Bolsa y las expectativas sobre la economía mexicana influye en el comportamiento del índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.

Para alcanzar el objetivo y la hipótesis planteada se desarrollaron los siguientes capítulos:

En el capítulo uno se presenta un análisis teórico del mercado monetario con el objeto de observar el comportamiento del público en relación a sus preferencias de liquidez, considerando como marco de referencia la teoría keynesiana. De esta manera, a través de la instrumentación de la política monetaria, puede determinarse las preferencias que el público tiene acerca de los activos que existen en el mercado financiero (bonos y dinero), de acuerdo al rendimiento y liquidez que los instrumentos financieros tienen en dicho mercado. Lo anterior es observable a través de las diferentes carteras de inversión que pueden formarse con los activos financieros, en este caso con dinero y/o bonos del gobierno federal y de las empresas privadas (acciones), con el propósito de incurrir en un menor riesgo, pero con la finalidad de obtener mayores utilidades.

En el capítulo dos se presenta la evolución del Sistema Financiero Mexicano y el de la economía mexicana durante el período 1960-1982, en donde particularmente el sistema bancario se consolidó como parte importante del sector financiero, al concentrar y controlar una creciente cantidad de recursos financieros. El proceso de dolarización que se presentó en la economía mexicana así como la instauración de la banca múltiple en la década de los setenta, permitió a los bancos nacionales mantener un mayor control de los capitales; asimismo se observó una mayor centralización de los bancos, debido a que las instituciones de banca múltiple debían adquirir un mayor nivel de competitividad externa.

Es conveniente señalar que hasta antes de 1980 la participación del Mercado de Valores en el sistema financiero no fue significativa, debido a que el poder que detentaba la banca privada sobre el sector financiero impedía al mercado bursátil desarrollarse sanamente; asimismo la intermediación financiera no bancaria actuó en beneficio del sistema bancario, dado que la banca era propietaria de casas de bolsa, arrendadoras, etc., además mantenía una estrecha relación con las empresas de mayor importancia en el país.

Por otra parte, las características importantes que se presentaron en la eco-

nomía mexicana en el período mencionado, fueron: alto endeudamiento externo, déficit creciente en el sector público, relativa pérdida de control sobre el patrón monetario, una significativa petrolerización de la economía mexicana, lo cual propició una creciente vulnerabilidad de la economía nacional ante los cambios que experimentaban los mercados internacionales.

En el capítulo tres se realiza un análisis acerca del comportamiento de el Mercado de Valores durante el período 1982-1988, en el cual las operaciones con valores financieros adquirieron gran importancia, en particular los CETES son los instrumentos más negociados en el mercado bursátil debido a que representan la principal fuente de financiamiento del gobierno federal. Cabe destacar, que las operaciones con CETES fueron los que dieron mayor dinamismo a las actividades bursátiles e incentivaron la inversión en valores, por sus características de rendimiento y liquidez.

En el período señalado, el comportamiento de el mercado accionario se dió en un contexto recesivo de la economía nacional, el principal auge que experimentó dicho mercado fue en 1987, auge sostenido primordialmente por la creciente especulación, medible a través del múltiplo precio-utilidad, que se presentó con los valores de renta variable. A pesar de las dificultades económicas existentes en el país, el índice de la Bolsa aumentó considerablemente a partir de 1986, año en que se profundiza los problemas financieros del país, producto de la caída del precio internacional de petróleo. Sin embargo, el carácter recesivo de la economía no fue un obstáculo que impidiera el crecimiento acelerado del índice bursátil, a pesar de que se presentaron desajustes macroeconómicos que afectaron notablemente la actividad productiva del país.

Le especulación en Bolsa alcanzó su límite cuando se presentó la caída del índice accionario, lo cual evidenció una nueva crisis financiera cuyas consecuencias se tradujeron en pérdidas importantes de capital para los participantes en las operaciones bursátiles, asimismo continuaron presentándose altos

índices inflacionarios acompañados con una devaluación del peso, factores que se convirtieron en fuertes presiones para las tasas internas de interés.

Después de la caída del índice accionario, la recuperación del mercado en 1988 fue lenta. En el marco de Pacto de Solidaridad Económica (PSE) se pretendía crear mayor confianza en la economía nacional, sin embargo, las expectativas sobre el futuro comportamiento de la actividad económica eran inciertos, ante el posible fracaso del programa antiinflacionario, por lo que las operaciones bursátiles con instrumentos de renta variable no mostraron el dinamismo esperado. En cambio, los CETES continuaron constituyendo la principal fuente de financiamiento del sector público.

En el capítulo cuatro se presenta el proceso de apertura financiera, estrategia encaminada hacia la modernización del sistema financiero mexicano, y cuyo objetivo es alcanzar un alto nivel de competitividad externa a través de un sistema más eficiente y rentable.

En particular se pretende que el Mercado de Valores se convierte en un importante mecanismo que promueva el desarrollo económico a través de una mayor canalización de recursos financieros que apoyen la inversión productiva de las empresas; por lo que la inversión extranjera en Bolsa representa un medio importante para que exista una mayor participación de los sectores económicos en el mercado bursátil.

Asimismo, en dicho capítulo se presentan algunas medidas tendientes a promover la modernización del mercado bursátil, así como el comportamiento que el mercado accionario registró en 1989, en el cual se observó una recuperación gradual de las operaciones bursátiles. Cabe mencionar, que en los primeros siete meses de 1990 el comportamiento del índice de precios y cotizaciones, continuó con su tendencia hacia la alza, en julio el indicador bursátil alcanzó su nivel más alto, producto de la propuesta de la iniciativa de ley para restablecer el sistema mixto de banca y la relativa estabilidad económica sobre la que se desarrolló el país en dicho periodo.

## CAPITULO 1

### LA TEORIA MONETARIA DE KEYNES

Con el objeto de brindar una mejor aproximación al problema de estudio, es conveniente señalar los aspectos teóricos más importantes que se relacionen con éste, de esta manera se ha considerado como marco de referencia la teoría keynesiana, cuyo modelo está integrado por: el mercado de bienes, el mercado monetario y el mercado de mano de obra o de trabajo. Estos mercados adquieren un papel importante en el comportamiento de la economía; los desequilibrios económicos que se presentan en cada uno de ellos, originan cambios en el nivel de equilibrio de la economía, afectando en conjunto, la producción, la oferta monetaria y el empleo.

Dentro del esquema de este modelo, se analizará el mercado monetario y, en particular el relacionado con el motivo especulación, ya que a través de éste se pueden observar los factores que pueden determinar el comportamiento de un mercado de valores en la economía.

#### 1.1 El Mercado Monetario

El mercado monetario cuenta, como todos los demás mercados, con dos partes: la demanda y la oferta. Ambos componentes mantendrán al mercado en equilibrio si no se presentan cambios significativos en el comportamiento de la economía. Sin embargo, es factible esperar cambios en las variables macroeconómicas que incidirán en el mercado de dinero a través de la instrumentación de políticas monetarias para corregir los desequilibrios que se presentan en la economía. De esta manera, para comprender los componentes de este mercado, se analizará en primer término la parte de la demanda.

### 1.1.1 La demanda de dinero

En el modelo keynesiano, la demanda de dinero se presenta como una demanda de saldos en activos financieros, a través de los motivos de preferencia de liquidez señalados por Keynes: 1/

1. El motivo transacción es el ingreso que se destina a las operaciones corrientes de cambios personales y de negocios.
2. El motivo precaución es el deseo de mantener dinero para imprevistos (compras inesperadas y/o compras anticipadas).
3. El motivo especulación es el propósito de conseguir ganancias a través de las expectativas futuras en la tasa de interés o rendimiento de los bonos u otros valores financieros.

El motivo transacción depende del ingreso monetario de las personas, es decir, los individuos mantienen dinero para la realización de su gasto diario en alimentación u otros artículos necesarios para su consumo personal. Cuando se incrementa el ingreso, la demanda de bienes y servicios también aumenta, es decir se efectúa un mayor consumo de bienes y servicios en la economía, lo que trae consigo un creciente flujo de activos monetario.

"De esta manera, los saldos monetarios nominales que desean las personas para satisfacer la motivación de las transacciones es una proporción constante del ingreso". 2/

Por otra parte, dado que una persona puede tener sus activos líquidos, ya sea en dinero o en bonos, es posible esperar que un aumento en la tasa de interés o de la tasa de rendimiento de los bonos podrá inducirlo a asignar más

---

1/ Keynes J.M. Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero, p. 154.

2/ Laurence Harris. Teoría Monetaria, pp. 219 y 220

activos para la adquisición de bonos y destinar una menor cantidad para mantenerlos en dinero. Por el contrario, una disminución en la tasa de interés lo inclinaría a vender unos activos de bonos y tenerlos en dinero.

A esta inclinación a mantener más o menos dinero o bonos, dependiendo de la tasa de interés corresponde al motivo especulación.

Para ampliar el análisis consideremos que las personas poseen determinada cantidad de riqueza, que puede mantenerse en dinero o invertirse en bonos, o bien conservarla en ambos activos. Al existir una decisión acerca de los activos que comprarán, hay en el mercado una tasa corriente de interés sobre los bonos. Ante esta situación, los individuos mantendrán ciertas expectativas con respecto a que si la tasa de interés aumentará, bajará o permanecerá constante durante el período en el que conservarán los bonos que decidan comprar (generalmente el tiempo es de un año).

Considerese en primer término los bonos o valores financieros que emiten las empresas; si las expectativas que tienen las personas sobre el mercado son de una baja en la tasa de interés, éstas esperarán obtener una ganancia de capital, ya que un descenso en la tasa de interés va acompañado de una alza en el precio de los bonos. Este resultado se explica porque una caída en la tasa de interés ocasiona un descenso en los costos crediticios para las empresas, por lo que se traduce en un aumento en los niveles de inversión productiva por parte de éstas. De ésta manera, puede presentarse un aumento en el margen de utilidades de las empresas, lo que tiende a respaldar sus valores financieros. Bajo estas circunstancias, al observarse un comportamiento positivo en la actividad productiva de la economía y por tanto de las empresas, las cuales mantienen valores en el mercado para su financiamiento, es factible esperar un aumento en la demanda de estos títulos, presentándose así un incremento en el precio de dichos valores y, por consiguiente una ganancia para el tenedor de estos títulos.

Si consideramos ahora los bonos gubernamentales, es factible que la baja en

la tasa de interés orille a los tenedores a vender sus títulos, es decir, se reducirá el margen de la demanda especulativa, ya que ante esta situación, se presentarán pérdidas de capital en los títulos que poseen las personas, porque son bajos los rendimientos de los valores financieros. Por lo tanto, en el mercado existirá una creciente oferta de bonos, propiciando así una baja en el precio de los mismos. De esta manera, las personas mantendrán sus activos en dinero, cuyo beneficio financiero es cero pero no incurre en ningún riesgo.

Si suponemos que las expectativas de las personas son el de esperar un alza en la tasa de interés, es posible que entonces espere una pérdida de capital si conservan valores financieros emitidos por las empresas, ya que éstas no podrán incrementar sus inversiones productivas, a causa del alto costo del dinero y, por lo tanto, sus utilidades no aumentarán significativamente. De esta manera, no existirá un respaldo financiero para dichos bonos, ocasionando una baja en el precio de éstos y una pérdida de capital para los propietarios de los títulos de las empresas.

Sin embargo, el alza en la tasa de interés puede garantizar una ganancia de capital para el tenedor de bonos gubernamentales, porque los rendimientos esperados son altos, propiciando que la demanda para transacciones se reduzca para dar lugar a un incremento en la demanda especulativa. Por lo tanto, en el mercado se presentará un exceso en la demanda de bonos lo que implica un aumento en el precio de éstos. Así, dada la tasa de interés que esperan, las personas desearán conservar sólo dinero cuando la tasa de interés sea baja, y sólo bonos cuando la tasa sea elevada.

Por último, en relación al motivo precaución Keynes la interpretó, por una parte, como un elemento de la demanda de dinero que está en función de la tasa de interés (demanda especulativa), y por otro, señala que la demanda de saldos precautorios depende fundamentalmente del ingreso monetario (demanda para transacciones). Ambos componentes de la demanda de dinero han sido analizados anteriormente.

### 1.1.2 La oferta monetaria

La oferta monetaria se compone de dinero en circulación - billetes y monedas - en manos del público no bancario más depósitos a la vista - saldos en cuentas de cheques - en los bancos comerciales. Estos activos líquidos poseen dos características comunes: se aceptan generalmente como medio de cambio en la economía y no producen intereses.

La oferta de dinero en términos nominales está determinada por las acciones del público a través de la relación efectivos-depósitos, por la relación reservas-depósitos en los bancos comerciales y por el Banco Central.

El Banco Central controla el nivel de la oferta monetaria, en primer lugar, estableciendo requisitos de reserva sobre los depósitos a la vista, y después alterando el monto de las reservas que suministra.

"La oferta monetaria se representa a través de la curva LM, la cual representa pares de tasa de interés ( $r$ ) e ingresos ( $y$ ) que mantendrán el mercado monetario en equilibrio con un nivel dado de la oferta monetaria,  $M$ , y un nivel dado de precios,  $P$ ." <sup>3/</sup>

Para observar el comportamiento de la curva LM (oferta monetaria), supongamos que el Banco Central decide aumentar la oferta de dinero en la economía, ante esta situación se presenta un desequilibrio en el mercado monetario, ya que existe una mayor cantidad de dinero en relación con la demanda, lo que origina un desplazamiento de la curva LM hacia la derecha, como puede observarse en la gráfica 1.1.

Bajo estas circunstancias, vendrá un proceso de ajuste para regresar nuevamente al equilibrio. Así, el exceso de oferta monetaria propiciará una baja en la tasa de interés ( $r$ ), lo que implica una mayor preferencia del público a

---

<sup>3/</sup> William H. Branson. Teoría y Política Macroeconómica, P. 95.

destinar sus activos a dinero y no hacia la compra de bonos, debido a que el rendimiento de éstos no garantizan al tenedor del título una ganancia del capital. Por consiguiente, se incrementará el ingreso de las personas para destinarlo a sus transacciones cotidianas.

Por lo que se refiere a la especulación, esta se reducirá a causa de la caída en el precio y rendimiento de los bonos. Además la baja en la tasa de interés incentivará a los empresarios a solicitar créditos para canalizarlos hacia la inversión productiva, que se comporta inversamente proporcional a la tasa de interés, por lo tanto la producción de bienes y servicios aumentará para restablecer el equilibrio en la economía.

Por el contrario, una reducción en la oferta monetaria, por parte del Banco Central, mostrará un desplazamiento de la curva LM hacia la izquierda, como puede apreciarse en la gráfica 1.2.

La aplicación de esta política monetaria trae consigo un desequilibrio en el mercado de dinero, porque ahora se presenta un exceso de demanda sobre la oferta, lo que origina una alza en la tasa de interés ( $r$ ), este efecto en  $r$  motivará a las personas a asignar una parte importante de sus activos hacia la adquisición de bonos (demanda especulativa) y mantener una menor cantidad para cubrir su consumo diario (demanda para transacciones). Además, el incremento de la tasa de interés propicia a que el precio de los bonos aumente, debido a los altos rendimientos que éstos ofrecen y a que en el mercado existe una creciente demanda por dichos títulos. Asimismo, el aumento en las tasas de interés ocasiona una caída en los niveles de inversión productiva, reduciéndose de esta manera, la producción ( $y$ ), restableciéndose así el equilibrio en la economía.

## 1.2 El Modelo del Enfoque de la Cartera

La preferencia de liquidez que tiene el público sobre los activos que desea mantener (dinero o bonos) puede observarse a través del enfoque de la cartera, la cual muestra las alternativas de inversión que se le presenta al indi-

viduo para maximizar sus beneficios, de acuerdo a las expectativas que tiene acerca de la tasa de interés en el momento mismo en que el mercado monetario existe una tasa de interés corriente.

### 1.2.1 El modelo básico del enfoque de la cartera

Para una cartera de inversión dada, se supone que el individuo tiene oportunidad de comprar dos activos: bonos y dinero. Cada uno de estos activos tiene una distribución de probabilidad de los rendimientos: la del dinero se describe como  $(U_m, O_m)$  y la de los bonos  $(U_b, O_b)$ . Las carteras pueden obtenerse a través de las combinaciones de dinero y bonos que el individuo realiza para seleccionar la mejor opción de inversión. A su vez, estas carteras tienen también una distribución de probabilidad de los rendimientos  $(U_w, O_w)$ , cuya media y desviación estándar dependen de: "1) la distribución de probabilidad de los rendimientos del dinero y de los bonos y 2) la proporción de dinero y de bonos en la cartera". 4/ Dada la distribución de probabilidad de los rendimientos de cada uno de estos activos, la tarea del individuo será buscar al máximo beneficio a través de las diversas combinaciones de dinero y bonos que genere el óptimo de rentabilidad  $(U_w, O_w)$ , es decir, seleccionar la cartera que garantice al tenedor de activos altos rendimientos  $(U_w)$  y riesgos bajos  $(O_w)$ .

El enfoque de la cartera de la teoría de demanda de dinero puede analizarse a través de curvas de indiferencia, en donde se presentan las oportunidades de inversión del individuo de acuerdo a su preferencia de mantener dinero y/o bonos.

De esta manera, en la gráfica 1.3 se presenta el modelo del enfoque de la cartera, en donde se observa los rendimientos y riesgos de la distribución de probabilidad de la cartera, en términos de la media  $(U_w)$  y de la desviación estándar  $(O_w)$ , las curvas de indiferencia muestran las preferencia que tiene el individuo acerca de los activos que desea mantener, considerando el riesgo

---

4/ Laurence Harris. Op. Cit. p. 237.

y rendimiento de éstos; es lógico que éste tratará de incurrir en el menor riesgo posible y buscar las alternativas apropiadas para lograr altos rendimientos, de acuerdo al supuesto de que el objetivo del individuo es el de alcanzar la curva de indiferencia más alta en donde se maximizan las utilidades. La línea de oportunidad (OF) representa la combinación de riesgo y rendimiento, a través de ella el individuo puede determinar la mejor cartera de inversión con diferentes combinaciones de dinero y bonos.

Es importante señalar, que OF indica que se puede obtener un mayor rendimiento sólo asumiendo un mayor riesgo, es decir, destinando más cantidad de activos hacia la obtención de bonos para aumentar la probabilidad de generar altos rendimientos pero acompañada de riesgos elevados.

El individuo estará en equilibrio cuando obtenga la combinación óptima de bonos y dinero, la cual está representada por la riqueza que invierte en mantener estos activos. Así, el equilibrio se muestra en el punto de tangencia entre OF y la curva de indiferencia más alta ( $U_1$ ).

En las partes B y C de la gráfica se presenta la relación existente entre combinaciones particulares de dinero y bonos así como combinaciones particulares de rendimiento y riesgo de la cartera. El eje vertical de la parte B mide la proporción de dinero en la cartera,  $M/W = M/(M+B)$ ,  $W$  = riqueza,  $M$  = dinero, y  $B$  = bonos. Cuando en la cartera se decide mantener únicamente dinero, entonces  $M/W = 1$ ; y cuando se compone por completo de bonos,  $M/W = 0$ .

La línea KG representa la relación existente entre la proporción del dinero en la cartera y el rendimiento de la cartera. Asimismo, KG muestra una situación en la que aumenta la rentabilidad de la cartera a medida que aumenta la proporción de bonos en la misma, es decir, en la medida en que disminuye la cantidad de dinero para asignarlo a bonos. En la parte C, el eje horizontal mide  $M/W$ , la proporción de dinero en la cartera. La línea LN, al igual que KG, representa la relación existente entre la proporción de dinero y el rendi-

miento de dicha cartera. También en esta parte, se considera que el riesgo de la cartera aumenta en la medida en que seguimos asignando una mayor cantidad de activos hacia la obtención de bonos.

Por consiguiente, las partes A y B de la gráfica 1.3 constituyen la base del lugar geométrico de la oportunidad (OF), que aparece en la parte A. Dada la proporción de dinero existente en una cartera (digamos  $(M/W^1)$ ), hay una distribución de probabilidad de los rendimientos de la cartera que tiene una media particular ( $U^*w$ ) y una desviación estandar particular ( $O^*w$ ). De esta manera, a lo largo de la curva OF podemos encontrar una diversidad de carteras de inversión con diferentes distribuciones de probabilidad de rendimiento y riesgo, sin embargo la maximización de la utilidad se da en el punto de equilibrio E, en donde se presenta la combinación óptima de bonos y dinero que permite obtener mayores niveles de beneficio.

#### 1.2.2 La selección de la cartera del individuo

Dada la combinación de cartera, de bonos (B) y dinero (M), el individuo puede seleccionar la mejor opción de inversión con la expectativa previa del riesgo y rendimiento que tienen los activos en el mercado.

Así, dentro del enfoque de la cartera, Tobin distingue tres clases de preferencias por las que el individuo intercambia riesgo y rendimiento. Cada una de ellas se presenta en la gráfica 1.4. Las gráficas 1.4 (a)-(c) representan individuos con aversión al riesgo. Estos casos indican que la persona demanda un rendimiento esperado mayor a cambio de asumir un riesgo cada vez más grande, por lo que las curvas de indiferencia tendrán pendientes positivas. La gráfica 4(d) señala curvas de indiferencia de una persona que podría denominarse amante del riesgo. Las pendientes son negativas porque este tipo de personas están dispuestas a esperar un rendimiento menor pero con la probabilidad de afrontar un mayor riesgo.

Consideramos en primer lugar la parte (a) de la gráfica 1.4. en donde se pre-

sentan las personas que prefieren diversificar sus inversiones. "Cuando el riesgo aumenta en incrementos iguales el diversificador demanda aumentos crecientes del rendimiento". 5/ Aquí el individuo tratará de alcanzar la curva de indiferencia más alta posible, dada la cantidad de riqueza que posee. Por lo tanto, el rendimiento esperado y el riesgo de su cartera estarán en función del punto de tangencia entre la curva de indiferencia más alta y su línea de presupuesto. El cual representa el punto de equilibrio del diversificador, en donde mantendrá una proporción idéntica de bonos  $B_0$  y dinero  $M_0$ , con alternativas de modificar continuamente su cartera.

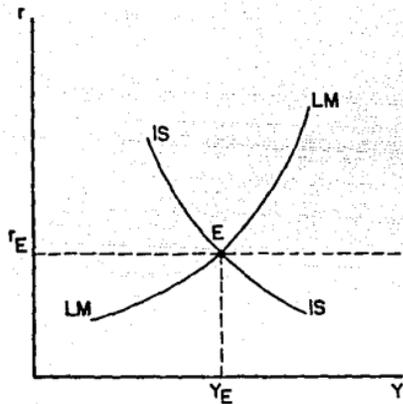
Por su parte, las gráficas 1.4 (b)-(c) muestran las curvas de indiferencia de aquellas personas llamadas jugadores desenfrenados. Se les llama así, porque están dispuestos a destinar su riqueza a obtener solamente bonos o definitivamente no adquirirlos y mantener su riqueza en dinero. Cuando las personas deciden mantener dinero y no bonos las curvas de indiferencia del jugador están empinadas en relación a la línea de presupuesto (gráfica 1.4 (b)). Por el contrario cuando prefiere mantener todo en bonos y nada en dinero sus curvas de indiferencia son planas en relación a la misma línea de presupuesto (gráfica 1.4 (c)), por último, la gráfica 1.4 (d) representa la curva de utilidad de un amante del riesgo. El intentará maximizar el riesgo y, por consiguiente, depositará toda su riqueza en bonos.

De lo anterior, se observa que dentro del mercado se presentan una variedad de alternativas de inversión que se pueden seleccionar a través de las carteras que se obtengan de la combinación entre dinero y bonos. Es importante señalar, que en términos del modelo del enfoque de la cartera, la mayoría de los tenedores de títulos son diversificadores y siempre buscan lograr altos beneficios.

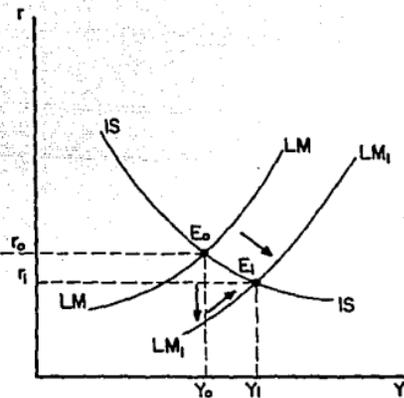
---

5/ William H. Branson. Op. Cit. p. 332.

Grafica I-I

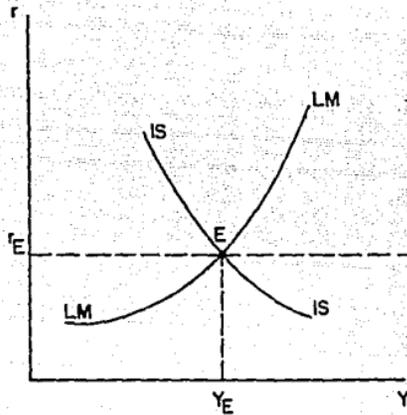


Mercado Monetario y Mercado de Bienes en Equilibrio...

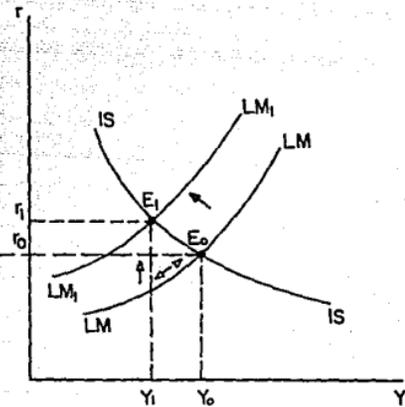


Política Monetaria: Aumento en la Oferta Monetaria, desplazamiento de la curva LM hacia la Derecha...

Grafica 1-2

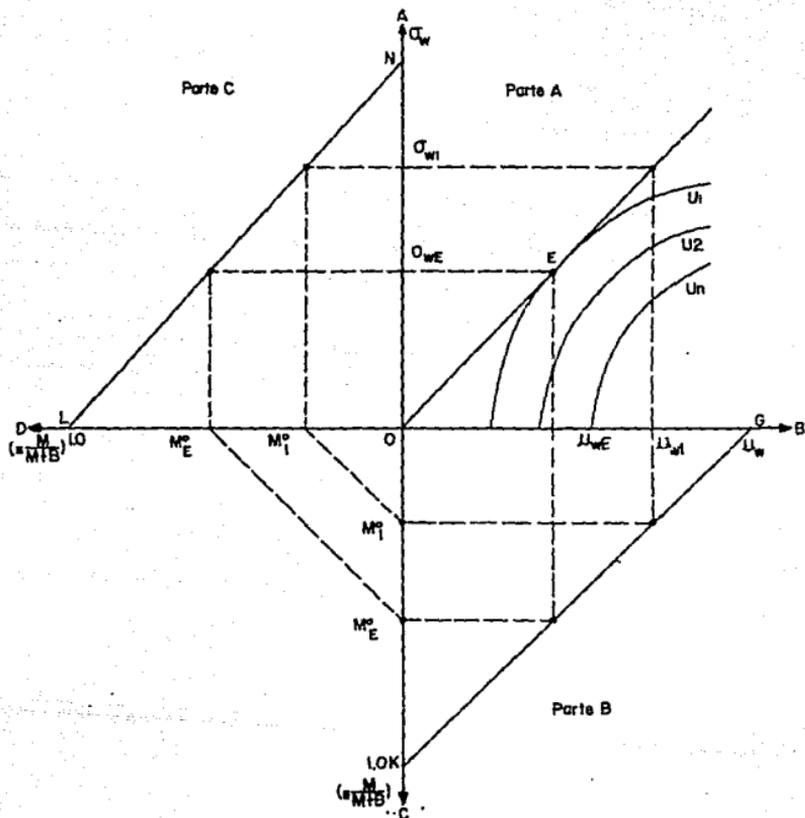


Mercado Monetario y Mercado de Bienes en Equilibrio...



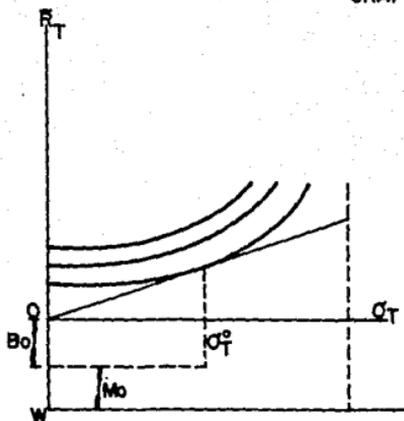
Política Monetaria: Descenso en la Oferta Monetaria, desplazamiento de la curva  $LM$  hacia la izquierda...

GRAFICA 1-3

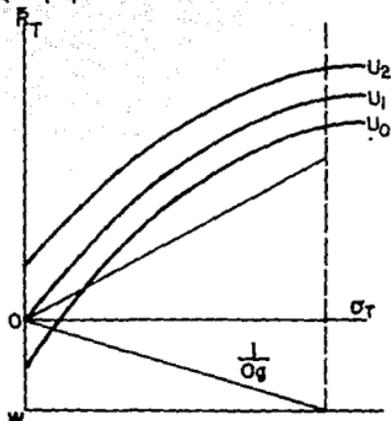


EL MODELO BASICO DEL ENFOQUE DE LA CARTERA

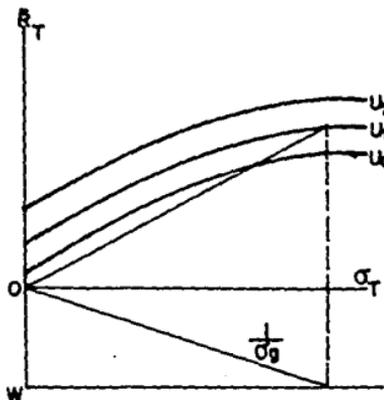
GRAFICA 1-4



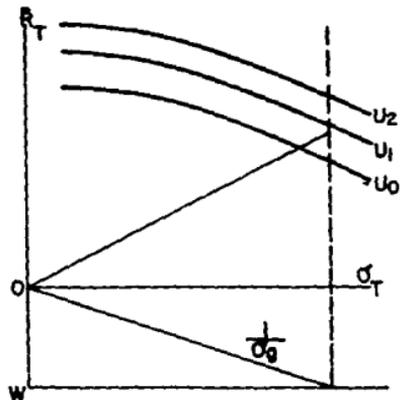
GRAFICA 1-4(a) Selección de cartera del "diversificador" por riesgo y rendimiento.



GRAFICA 1-4(b) Selección de cartera del "jugador"; todo en dinero.



GRAFICA 1-4(c) Selección de cartera del "jugador"; todo en bonos.



GRAFICA 1-4(d) Selección de cartera del "amante del riesgo".

## CAPITULO 2

### EL SISTEMA FINANCIERO Y LA ECONOMIA MEXICANA

Un sistema financiero dentro de una economía capitalista debe cumplir un papel de intermediario entre los poseedores de fondos prestables y sus demandantes. Es decir, debe captar recursos, a través del sistema bancario y del mercado de valores, ofreciendo atractivos rendimientos en los diferentes tipos de instrumentos financieros que se encuentran en el mercado monetario. La cantidad de recursos captados debe permitir un mayor flujo de capitales hacia la inversión en los diferentes sectores de actividad productiva. Los movimientos dinámicos de los flujos financieros propiciará una rápida expansión del aparato productivo, impulsando así el crecimiento y desarrollo económico de un país capitalista.

En México, la evolución del sistema financiero estuvo, en un primer momento vinculado con el desarrollo económico del país, ya que este proporcionó un marco económico importante que generó recursos que apoyaron sustancialmente la inversión productiva.

Sin embargo, en la década de los setenta, se registró en el sistema financiero un proceso de desintermediación financiera; esto significó que los fondos prestables que existían en la economía no se canalizaron a la intermediación financiera sino se colocaron en otro tipo de actividad no productiva y en algunos casos fueron sacados masivamente del país. Asimismo, durante algunos años los pasivos se dolarizaron aceleradamente, lo que significó la pérdida parcial de soberanía monetaria, al dominar el patrón monetario extranjero. Además, el creciente endeudamiento externo público y privado, llevó fuera del país parte del proceso de intermediación. Aunado a ello, el escaso desarrollo del mercado de valores no permitió ampliar el margen de recursos en la economía para impulsar los nuevos proyectos de inversión de los diversos sectores económicos.

## 2.1 Antecedentes del Sistema Financiero Mexicano y Análisis de la Economía Mexicana.

La evolución del Sistema Financiero en México ha estado vinculado al desarrollo económico del país. Desde el período de la colonia y hasta el movimiento armado de 1910 surgieron y desaparecieron diferentes instituciones bancarias e incluso de valores, las cuales estuvieron relacionadas con la formación de grandes capitales, producto de la explotación minera, agrícola y comercial.

Esta situación se debió al insuficiente desarrollo de las instituciones financieras, propiciado por su restringida cobertura y captación de los recursos financieros, la escasa integración nacional y la creciente inestabilidad política del país.

No obstante que los problemas políticos, económicos y sociales fueron factores que obstaculizaron un desarrollo integral del sector financiero, cabe destacar que en los últimos años de ese período se encuentran los orígenes del sistema financiero actual, en donde el Banco de México, S.A., Banco Nacional de México, S.A. (BANAMEX), Banca Serffin, S. A. y la Bolsa Mexicana de Valores, son instituciones financieras importantes en el funcionamiento del sistema.

En el cuadro 2.1 puede apreciarse la integración del Sistema Financiero Mexicano entre 1940 y 1960, en donde la autoridad principal es el Banco de México, institución que se ha convertido en una fuente importante de financiamiento, tanto para el sector público como privado. Asimismo, en ese período el destino del crédito también fue apoyado por los diversos bancos de fomento especializado que facilitaban el flujo de capitales hacia aquellos sectores de la economía nacional necesarios para el desarrollo del país (agricultura, construcción y comercio exterior), los cuales no recibían créditos por parte de instituciones financieras privadas.

Con la institucionalización, de 1940 a 1976 la economía mexicana registró un crecimiento económico sostenido y una relativa estabilidad política, aunque en los últimos años, estas dos tendencias se revirtieron al manifestarse una paralización en la dinámica económica del país en medio de crecientes movimientos políticos.

En el periodo 1940-1970, el crecimiento económico fue impulsado por el proceso de industrialización, el cual consistió en incentivar la inversión privada para consolidar una base industrial y lograr su posterior expansión. Sin embargo, "el desequilibrio estructural del aparato productivo, caracterizado por un escaso desarrollo del sector bienes de capital y por la ausencia de creación y adaptación tecnológica propia, se constituyó en un límite permanente para un desarrollo económico equilibrado". 6/

Asimismo, el crecimiento económico se vió favorecido por una política fiscal expansionista, en donde el incremento del gasto público apoyó notablemente la formación de capital como parte importante de la inversión productiva. De esta manera, el Estado amplió sus funciones para garantizar la reproducción del capital, reorganizando el marco legal urgente y ampliando la infraestructura básica.

Es conveniente mencionar que una de las principales características de la política en este período fue la relación que existió entre la política monetaria y fiscal, dada por el financiamiento bancario del déficit público.

En el período del desarrollo estabilizador, los ajustes de política económica pretendían garantizar una mayor estabilidad interna, un crecimiento del producto interno bruto (PIB) y mantener fijo el tipo de cambio. Durante esta etapa de la economía mexicana, la política de tipo de cambio se aplicó con la finalidad de atraer capital extranjero que sirviera de complemento al nacional,

---

6/ Cardero, María Elena. Patrón Monetario y Acumulación en México, Nacionalización y control de cambios. p. 34.

con el objeto de impulsar la actividad productiva mediante paquetes de inversión y tecnología extranjera, destinado hacia aquellos sectores de mayor dinamismo productivo, y así continuar con el proceso de industrialización iniciado en 1940.

No obstante lo anterior, no se impulsó en forma integral la industria de bienes de capital, ya que el aparato productivo nacional aunado con el capital externo se dedicaban a producir bienes de consumo duradero, factor que se convirtió en un límite permanente para mantener la expansión del aparato productivo.

Cabe destacar, que uno de los principales mecanismos que el gobierno federal utilizó para corregir los desajustes financieros del sector público y de la balanza de pagos, lo constituyó el endeudamiento externo, las características que asumió dicho endeudamiento fueron: "primero; la deuda externa adquirió un carácter mucho más privado; a medida que los créditos privados se vuelven cada vez más importantes que los créditos públicos. Segundo; los créditos bancarios superan los créditos de proveedores y predominan sobre todas las formas de contrato privado. Tercero; los acreedores de Estados Unidos cobran cada vez más importancia". 1/

Así, México hubo de enfrentarse a un nuevo problema de carácter financiero, el cual ocasionaría transferencias de capitales por concepto de servicio de la deuda externa.

Por lo que se refiere al Sistema Financiero Mexicano, en 1924 éste es reorganizado en la primera Convención Bancaria y en 1925 se establecieron las principales leyes que normaron el funcionamiento de las diversas instituciones bancarias: La Ley General de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios; los Estatutos de México (1925) y la Ley Orgánica del mismo; La Ley Ge-

---

1/ Guillen Romo, Héctor. Orígenes de la Crisis en México 1940-1982. p. 38 y 39.

neral de Títulos y Operaciones de Crédito; y el Reglamento de la Comisión Nacional de Valores.

Asimismo, se constituyeron los principales organismos del sistema bancario, entre los cuales se encuentran, la Asociación de Banqueros de México, A.C., y la Comisión Nacional Bancaria (que posteriormente daría origen a la Comisión Nacional de Valores).

Con base en lo anterior, en el período del modelo de sustitución de importaciones, las instituciones financieras se orientaron a promover el desarrollo industrial y el proceso de urbanización mediante el impulso de la infraestructura productiva básica, la importación de maquinaria y equipo moderno, materias primas y tecnología, así como la construcción de vivienda y servicios públicos.

Los diferentes tipos de instituciones -bancos de depósito, financieros, hipotecarias, etc.- se integraron estrechamente y aumentaron sus operaciones activas y pasivas, de tal forma que el sector financiero va adquiriendo un carácter altamente concentrado. Y en dónde los bancos controlan y manejan una creciente cantidad de recursos financieros.

En dicho período, el Banco de México, Nacional Financiera y los fideicomisos de esta última, cobraron cada vez mayor importancia en el financiamiento y el fomento de la industria a nivel nacional. Asimismo, la banca comercial privada aceleró su expansión y diversificación de sus servicios, como es el caso del Banco de Comercio, S. A, el Banco de Londres y México (que después se convertiría en el Banco Serfin, S.A.) y el Banco Nacional de México, S.A. para apoyar el proceso de industrialización.

Por su parte, los bancos de Obras y Servicios Públicos y Nacional Urbano, S.A. (que formarían el grupo financiero BANOBRAS), contribuyeron al desarrollo de las ciudades a través del financiamiento a la vivienda, servicios pú-

blicos e infraestructura, que demandaban los nuevos centros de población urbana.

Por lo que respecta a la promoción de las exportaciones, el Banco Nacional de Comercio Exterior, S.A., fue la principal institución de crédito que apoyó a los productores para colocar sus mercancías en el mercado mundial.

No obstante que el sector financiero en este modelo impulsó principalmente la industria, en menor medida favoreció el crecimiento de las actividades agropecuarias y forestales, aunque exclusivamente de las zonas de riego que cada vez se orientaron más al sector externo. Este es el caso del Banco de Crédito Ejidal y del Banco Nacional de Crédito Agrícola, que después darían origen al Banco Nacional de Crédito Rural: BANRURAL (en 1975).

Bajo estas circunstancias, el proceso de concentración y centralización integró vertical y horizontalmente la producción y circulación de capital, que generó, por una parte, los recursos financieros para expandir las relaciones de producción teniendo como unidad productiva el monopolio, y por otra parte, la constitución de una banca comercial e institucional integrada con los grupos industriales y comerciales.

En particular, "la década de los sesenta estuvo marcada por una importante expansión del sector financiero, que se caracterizó por una pérdida de presencia relativa de la banca pública en el manejo de recursos financieros y por el predominio de la banca privada". 8/

Durante la etapa del desarrollo estabilizador también se desarrolló en forma extraordinaria la banca especializada que conformaba un mismo grupo (Banco de Comercio, S.A. Hipotecario Bancomer, S.A. y Financiera Bancomer, S.A.), estas instituciones además de concentrar una creciente cantidad de capital financia-

---

8/ Cardero, María Elena. Op. Cit. p. 84.

ro, tenían una estrecha relación con el capital industrial. Esta situación propició que los grupos financieros se fortalecieran con los capitales generados en los sectores industrial y comercial.

En el período estabilizador la banca comercial empieza a cobrar independencia, una vez que el crédito se transforma en el elemento sustancial del proceso de concentración de capital; mientras que la banca institucional funciona como apoyo al Estado para promover y fomentar los proyectos de inversión en infraestructura.

El financiamiento que apoyo sustancialmente a la industria nacional se dió a través de la importación de bienes de capital y de bienes intermedios; en tanto que el sector agropecuario y forestal fue perdiendo dinamismo como actividad productiva, de tal forma que el acceso al crédito externo se convirtió en un punto importante para financiar y sostener la inversión productiva, ante la desarticulación funcional del sector agrícola y el desequilibrio estructural del sector industrial. Estas circunstancias provocaron una creciente dependencia tecnológica y financiera, ante la necesidad de continuar financiando las importaciones que requería el aparato productivo nacional.

Por su parte, el Estado tuvo un menor margen de participación y conciliación de intereses entre los grupos financieros y el resto de los capitales al deteriorarse las finanzas públicas, ya que se amplió la brecha entre gasto e ingresos públicos, debido a que se mantuvo una estructura tributaria regresiva, ante un mayor requerimiento de financiamiento para atender las necesidades del grupo capitalista y los núcleos de población emergentes, lo que obligó a recurrir al endeudamiento externo.

De esta manera, puede observarse que el sistema financiero registró un importante crecimiento. Sin embargo, sus límites están fijados por la estructura industrial del país con una significativa expansión de los bienes de consumo y un escaso desarrollo del sector de bienes de capital. Así, una industrialización no plena conduce a un sistema financiero no pleno. Cabe destacar, que

el sistema bancario hasta 1970 se encontraba organizado con instituciones especializadas. Bajo la división de un mercado de dinero y uno de capitales las instituciones quedan, según su especialización legada a uno u otro.

## 2.2 El Sector Financiero en el Desarrollo Compartido, 1970-1976

El agotamiento del modelo de desarrollo adoptado a través del proceso de sustitución de importaciones, ocasionó cambios importantes en la política económica mexicana a partir de 1970, la cual estuvo orientada hacia la búsqueda del "desarrollo con estabilidad". Esta política adquirió un carácter expansivo, en donde se pretendía alcanzar diversos objetivos, tanto económicos como sociales, basados en una mayor importancia relativa del sector público y, principalmente, en grandes incrementos del gasto gubernamental. Lo anterior se logró mediante "elevadas erogaciones en inversión y gastos corrientes del sector público, con lo que el dinamismo de la economía tendió a descansar en el ritmo que el gobierno imprimió a sus programas y en los altos niveles de consumo e inversión del sector público" <sup>2/</sup> con ello se pretendía superar los problemas económicos que afectaban al país, (desempleo, bajos niveles de productividad, etc.). De esta manera, el crecimiento del déficit público desempeñó un papel importante en la reactivación económica, la cual se reflejó en la liberación del gasto público y en la ampliación de los recursos financieros destinados al crédito agrícola e hipotecario.

Sin embargo, en los primeros años de la década de los setenta, la estrategia de industrialización comenzó a mostrar sus limitaciones, reflejándose su dinamismo en una creciente dependencia externa, tanto tecnológica como económicamente. A su vez los volúmenes de exportación no permitieron financiar en su totalidad los requerimientos de importación. Esto hacía que la dinámica económica estuviera sujeta a un mayor endeudamiento externo.

El éxito con que venía operando los mecanismos financieros durante la década

---

<sup>2/</sup> Angeles, Luis. Crisis y Coyuntura de la Economía Mexicana, p. 64

del desarrollo estabilizador, encontraron alteradas sus condiciones en los años setenta, donde la capacidad de ahorro se vió deteriorada por la inflación, y la banca no pudo readecuar sus instrumentos de captación a esas circunstancias. En este contexto los requerimientos crecientes de financiamiento público fué cubierto por ahorro externo; el mayor déficit fiscal resultante del gran incremento del gasto público se trató de financiar, inicialmente por el sistema bancario interno, en lugar de recurrir masivamente al financiamiento del exterior. Sin embargo, ante la caída en la captación bancaria, el gobierno federal para evitar un agravamiento de los desequilibrios, tanto internos como externos, recurrió nuevamente al endeudamiento externo.

"De ahí que el déficit público y el endeudamiento externo constituyeran factores exógenos que en una primera fase permitían generar condiciones financieras necesarias para impulsar la dinámica económica y evitaban que los problemas productivos, así como la escasa integración interna y los diversos desequilibrios, frenara la actividad económica". 10/

Asimismo, en el período antes mencionado se presentó un crecimiento moderado de la economía, pero con un proceso inflacionario elevado, característica común que se presentó en los países capitalistas desarrollados. Bajo estas circunstancias, se originaron desequilibrios financieros, tanto en el déficit público como en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

En estas condiciones y ante la debilidad del Sistema Financiero Mexicano para generar el ahorro necesario que permitiera financiar, principalmente el déficit corriente del sector público, el Banco de México decidió aumentar el encaje legal a los bancos e instituciones de ahorro. Así, el endeudamiento interno del gobierno federal aumentó considerablemente, la cual fué utilizada para financiar principalmente el déficit creciente del sector público. Asimismo, el incremento en el encaje propició un bajo nivel de disponibilidad de recursos en el sistema bancario que impedían financiar las actividades productivas

---

10/ Huerta G. Arturo. *Economía Mexicana, más allá del milagro*. p. 56.

del sector privado, de tal forma que los niveles de inversión fueron afectados y por ende originaron un menor crecimiento de la producción interna.

Los problemas de liquidez en la economía mexicana y la debilidad del sistema financiero para captar una mayor cantidad de recursos, dieron pauta a la creación de nuevos instrumentos para generar ahorro interno y manejar adecuadamente una política flexible de tasas de interés, así como, la diversidad de plazos que se pusieron a disposición de la banca privada y de las sociedades financieras de crédito hipotecario.

Es importante mencionar que en el marco del Sistema Financiero Mexicano, al inicio de la década de los setenta comenzó un proceso de reestructuración del sistema bancario (1971 - 1974). De tal forma que la banca mexicana se va transformando de banca especializada en banca múltiple. La creación de la banca múltiple, contemplada en la Ley Bancaria de 1974, señala como objetivos generales:

- a) La evolución de la banca hacia la conformación de banca múltiple, que permita dentro de cada grupo bancario una mayor coordinación en sus políticas y operaciones y mejores condiciones de eficiencia.
- b) La posibilidad de que surjan nuevas instituciones bancarias múltiples, mediante fusiones de instituciones pequeñas, lo que mejorará su situación competitiva frente a los grupos grandes.

Este cambio importante que se presentó en el sistema bancario se explica en la exposición de motivos de la Ley de 1974 y de la reglamentación de 1978; las causas que determinaron dicho cambio fueron:

- a) El control y concentración de los recursos financieros por un número reducido de bancos a partir de los setenta. La banca múltiple, en tanto promueve las fusiones entre bancos medianos y pequeños, esta destinada a contribuir a la desconcentración financiera.

- b) En los años setenta los costos bancarios se elevaron con respecto a años anteriores. Los mayores costos repercutieron en los usuarios del servicio bancario. Al consolidar las distintas actividades, o departamentos, la banca múltiple permitirá reducir los costos administrativos para beneficios del público.
- c) La desintermediación financiera fue un factor importante que afectó al sistema financiero en los setenta. Los activos financieros en poder del público, como porcentaje del PIB, se redujeron relativamente. La banca múltiple, en tanto consolida todas las actividades, permite un mejor aprovechamiento de sucursales, y por ende, contribuye a elevar la intermediación.
- d) Los bancos mexicanos comenzaron a operar en el mercado internacional. La banca múltiple, en tanto significa una consolidación de activos, permite que los bancos mexicanos se presenten en el mercado internacional con un volumen de negocios superior al número bancario comercial.

No obstante estas disposiciones, en el sistema bancario se acentuó aún más el proceso de centralización de los recursos en un número reducido de bancos, y las instituciones financieras más importantes se consolidan y controlan todo tipo de instrumentos y captan recursos en plazos y mercados diferentes, participando activamente en todas las esferas de la actividad productiva.

"La concentración que se observa en el proceso de expansión del sistema bancario fué, en buena medida, impulsado por importantes cambios que se hicieron a la legislación bancaria durante la década de los años setenta". 11/.

El establecimiento de la banca múltiple en México permitió al sistema bancario privado mexicano tener una mayor presencia en el mercado financiero internacional, y su actividad se vió favorecida por condiciones de libertad cambia-

---

11/ Tello, Carlos. La nacionalización de la banca. p. 29.

ria. La forma completa que adquirió el proceso de internacionalización en el país fué: "a) la instalación de sucursales de bancos mexicanos en el extranjero aunada a un aumento en sus operaciones y a una mayor presencia de bancos mexicanos en la concentración de créditos externos -a través de sindicatos o en consorcios de los que eran miembros- tanto para México como para otros países; b) la entrada de agencias y oficinas, y posteriormente (1978) las sucursales de bancos extranjeros en México; c) la dolarización de los circuitos financieros locales y el aumento de los depósitos de los mexicanos en el exterior; d) la presencia del estado mexicano, a partir de 1973, en el mercado internacional de futuros para la cotización del peso, y e) el crecimiento de la deuda externa privada y también de la deuda pública". 12/

Entre 1970 y 1975 existía un proceso de captación dual, en tanto que la banca privada y mixta captaban recursos provenientes del mercado interno, la banca nacional los obtenía del exterior, sin embargo a partir de 1975 la banca privada y mixta amplían y estimulan -vía tasas de interés- el uso de instrumentos para captar recursos en moneda extranjera. Es a partir de ese año que en la economía mexicana el proceso de dolarización (iniciado en 1973) recibe un nuevo estímulo al ampliarse los instrumentos de captación y vincularse las tasas de interés a las cotizaciones del euromercado, creándose un sistema financiero dual, permitiendo con ello un supuesto movimiento y composición de las carteras bancarias.

Al estimularse la captación en dólares, y para no dolarizar la economía mexicana en forma absoluta, se elevaron las tasas de interés que pagaban los bancos a los depósitos en moneda nacional, y por tanto se elevó la tasa a la que prestaban. De esta manera, se originó una reducción en los niveles de inversión y por ende, en la actividad productiva; a causa del alto costo del crédito interno, comienza un proceso especulativo dentro de la economía.

Por otra parte, la caída en la captación de recursos a través del sistema tri-

---

12/ Cardero, María Elena. Op. Cit. pp. 157 y 158.

butario propició un mayor endeudamiento del Estado mediante recursos provenientes del sistema financiero. Si bien las tasas de interés aumentaron para captar más y se permitió la dolarización del sistema, la captación no se recuperó, por lo que generó un aumento en la emisión de dinero.

Ante la presencia de la inestabilidad cambiaria, el Estado decide adecuar su política monetaria, en donde se presenta un mayor crecimiento de la deuda del sector público, de ahí que: "a) el Estado tiene que distribuir recursos financieros al sistema bancario mediante mayor emisión monetaria, apertura y respaldo al circuito del dólar, de manera que la emisión de dinero rápidamente se cambiaba a dólares, y a menor necesidad de dólares más aumentaba la deuda interna: b) el Estado se convierte en el principal prestatario del sistema, tanto de deuda interna como externa, para continuar sustentado el gasto, contrarrestar la actividad productiva, respaldar los recursos en monedas que circulaban en el circuito financiero, cubrir los intereses de la deuda contratada y sostener el tipo de cambio rezagado, financiando con ello la compra de activos (financieros y reales) que realizó el sector privado. 13/

### 2.3 Análisis de la Economía Nacional y el Sector Financiero, 1977-1982

La dinámica económica generada en el país entre 1977-1981 se sustentó básicamente en dos elementos: en la disponibilidad de divisas que otorgaba el sector exportador -principalmente derivadas de las condiciones favorables que presentó el mercado internacional de petróleo- y en la situación crediticia mundial, dada por la gran disponibilidad de capitales que existían en el mercado externo.

En dicho periodo, la economía mexicana se caracterizó por una recuperación de las actividades productivas estrechamente vinculadas al desarrollo de la industria petrolera y ramas económicas conexas, así como a la generación de di-

---

13/ Ibid. p. 164.

visas por concepto de exportación de hidrocarburos y un aumento en los niveles de endeudamiento.

En efecto, el Producto Interno Bruto creció a una tasa promedio anual de 8.4 por ciento (a precios de 1970) como resultado de la mayor disponibilidad de recursos financieros para ampliar las capacidades productivas del país.

Cabe destacar que la inversión pública fue determinante para lograr elevar el producto, ya que aun cuando se incrementó la inversión privada, ésta tuvo un papel menos dinámico en dicho proceso.

De esta manera, la política de expansión del gasto público adquirió un papel importante en la reactivación económica del país, "fue a partir de la expansión del déficit público y de mayores condiciones de financiamiento derivados en gran medida de factores exógenos a las características productivas generalizadas que prevalecían internamente (ya que se suscita a partir del aumento del precio del petróleo, así como su demanda internacional de la mayor disponibilidad crediticia externa) lo que permitió contrarrestar los problemas que habían frenado la dinámica económica en 1976-1977 y generar opciones de crecimiento". <sup>14/</sup>

Asimismo, el petróleo actuó como un factor relevante en la reactivación económica del país, al generar las divisas necesarias para financiar las actividades productivas.

En relación a la política monetaria, esta se aplicó para dar mayor flexibilidad a las tasas de interés, ante la escasa generación de ahorro interno y la desintermediación financiera, originado a partir de la crisis de 1976-1977; en este último año los esfuerzos se encaminaron a reducir la brecha entre la tasa de interés y el aumento de la inflación, para incentivar el ahorro interno. Así, el alza en las tasas de interés evitarían una mayor dolarización en

---

<sup>14/</sup> Huerta G. Arturo. Op. Cit. p. 73 y 74.

el sistema financiero y una salida creciente de capitales hacia el exterior. Sin embargo, el aumento de dichas tasas entre 1979 y 1980 se encontraban por debajo del crecimiento de precios (véase el cuadro 2.3), a pesar de ello, esto no afectó la captación de recursos monetarios gracias al crecimiento de la economía. Así pueda apreciarse en el cuadro 2.4 un aumento importante en la captación bancaria entre 1977 y 1981 de 20.9% anual a precios constantes. Asimismo, esto propició un alto nivel de crédito otorgado por la banca comercial al sector privado de 16.6% en dicho período, lo que permitió hacer frente a los requerimientos financieros que prevalecían en el país.

Por su parte, el crédito externo favoreció la política expansionista del gasto público y permitió cubrir el déficit financiero interno, producto del sector bancario y externo, así como del gasto público. Así, la deuda externa del gobierno federal pasó de 4,262.8 millones de dólares en 1970 a 52,874.2 millones en 1982 (véase el cuadro 2.5).

La contratación de crédito externo se explica por la falta de capacidad de la economía, principalmente el sistema financiero, para generar el ahorro necesario que cubrieran los requerimientos financieros existentes en el país y disminuir las presiones sobre el sector externo, por lo que el endeudamiento externo fué el elemento importante que financió los desequilibrios que se registraron tanto en las relaciones económicas del país con el exterior como en las finanzas públicas (financiamiento del déficit público) y evitó que la actividad económica fuese frenada. Asimismo este endeudamiento mantuvo el crecimiento de la inversión y por tanto de la economía.

El creciente endeudamiento externo fué originado también por la captación en moneda extranjera por el sistema financiero. Esta política se orientó para evitar fuga de capitales, sin embargo, ante la debilidad del peso mexicano frente al dólar, y dadas las condiciones adversas que se presentaron posteriormente en la economía, constituyeron un factor importante para que los ahorradores mantuvieran sus depósitos en divisas, y a raíz de la crisis de 1982 depositaron sus ahorros en bancos extranjeros.

De esta manera, en la medida que el sistema de captación se dolarizaba, se estimuló la generación de préstamos en moneda extranjera, ya que los costos financieros en dólares, por los simples diferenciales de tasas de interés, estimularon la contratación de préstamos en dicha moneda". 15/, (el financiamiento bancario total en moneda extranjera fué entre 1976 y 1980 de 30.0%, en 1981 de 43.1% y en 1982 de 46.4%). Mientras que el financiamiento en moneda nacional también aumentó, al rededor de 13.0% anual; sin embargo, el encarecimiento de crédito interno producto de las elevadas tasas de interés ocasionó que para 1980 y 1981 dicho financiamiento creciera en 7.0% anual.

La deuda externa aunada a la inversión extranjera propiciaron un aumento en "la integración tecnológica y comercial con el exterior, así como el crecimiento desequilibrado, repercutiendo ello en mayor déficit externo, y junto con las mayores erogaciones del pago del servicio de la deuda externa, conllevaron a un mayor endeudamiento externo, autopercpetuándose así el proceso de articulación con el exterior". 16/

De esta manera, creció aún más la dependencia financiera y tecnológica del país, para que la economía mostrara un mayor dinamismo en su actividad productiva, reflejándose así el carácter frágil en que fué sustentando dicha dinámica y la vulnerabilidad creciente en relación a la situación y perspectiva internacional del mercado petrolero y de capitales.

El deseo de mantener la dinámica económica conllevó al gobierno mexicano a recurrir en forma creciente al crédito externo, sin embargo este sobrepasó el crecimiento de las exportaciones, lo cual limitó la capacidad de pago por concepto de servicio de la deuda externa. La contratación de nuevos créditos cumplió la función de cubrir dicho pago, lo que implicó una reducción en la utilización de los recursos para canalizarlos a la inversión productiva, frenando de esta manera la expansión económica.

---

15/ Cordero, María Elena, Op. Cit. pp. 167-170.

16/ Huerta G. Arturo, Op. Cit. p. 88.

Los créditos contratados se sustentaron en las expectativas de un aumento en el precio del petróleo (el cual proporcionaría las divisas necesarias para hacer frente al pago del servicio de la deuda) y que en el mercado de capitales continuara una creciente disponibilidad de recursos financieros.

Sin embargo, la crisis a escala mundial, iniciada a partir del segundo semestre de 1981, afectó notablemente al mercado petrolero y de capitales, ya que, por un lado, se redujo el precio y la demanda del hidrocarburo y, por otro, hubo un incremento en las tasas de interés externas. Ambos factores se conjugaron y originaron serios problemas financieros en el país, complicando el pago del servicio de la deuda externa.

El cuadro 2.6 muestra el comportamiento de exportaciones petroleras, en donde se aprecia que en tanto en 1980 el valor de las exportaciones del petróleo crudo aumento en 150.5%, para 1981 este valor se incrementó en 41.1%.

La reducción de los ingresos provenientes de la exportación de petróleo y la falta de capacidad exportadora no petrolera para generar divisas originaron condiciones financieras adversas al interior de la economía mexicana, reflejándose ello en una escasez de divisas y, por ende, en una fuerte especulación contra el peso y una acelerada fuga de capitales.

Los problemas de liquidez que enfrentó la economía nacional afectó considerablemente los niveles de inversión productiva, ya que la fuga de capitales afectó al sector financiero, lo cual frenó la disponibilidad crediticia contrayéndose más la inversión.

Ante esta crítica situación, la deuda externa se convirtió en el componente principal que permitió financiar nuevamente los desequilibrios externos e internos. El crecimiento del endeudamiento externo fué resultado de los problemas que se presentaron en la balanza de pagos, debido a la caída en los precios internacionales del petróleo, y por el alza en las tasas de interés externas.

Mientras tanto, el aumento en las tasas de interés internacionales propiciaron una mayor descapitalización de la economía, agudizando aún más los problemas financieros del país. Las tasas de interés de Nueva York y Londres se incrementaron de 5.5% a 12.13% y de 6.13% a 13.54% respectivamente. Esta alza en las tasas de interés aumentaron los costos financieros de la economía nacional (véase el cuadro 2.3).

La crisis financiera, reflejo de la pérdida de reservas internacionales y de la falta de capacidad de generar divisas para cubrir las exigencias de pago con el exterior, originaron cambios importantes en la política económica del gobierno mexicano para 1982, la cual actuaría en contra de la salida de capitales para evitar mayores desajustes financieros en la balanza de pagos y en las finanzas públicas.

Así una de las primeras medidas que se aplicaron en ese año fué la devaluación de la moneda y el retiro del Banco de México del mercado cambiario. Posteriormente se redujo al gasto del sector público y se incrementaron los precios y tarifas de los bienes y servicios públicos. Asimismo, se aplicaron políticas monetarias tendientes a fomentar el ahorro interno con tasas de interés flexibles que evitarán la fuga de capitales, al mismo tiempo que se continuaron dando facilidades para depositar dólares en el país. Por otra parte, "el gobierno decidió absorber hasta el 42.0% de la pérdida cambiaria; se dieron estímulos fiscales y apoyo financiero a la producción manufacturera; se efectuaron reducciones arancelarias a las importaciones de materias primas y de bienes de capital". 17/ El 5 de agosto de ese mismo año se procede a devaluar nuevamente la moneda, con el objeto de evitar más fuga de capitales, y entraron en vigor dos tipos de cambio del dólar: uno preferencial y otro de aplicación general.

En suma, se trataba de corregir los desequilibrios que presentaba la balanza de pagos, con políticas que incidieran sobre las fuerzas del mercado, regulan-

---

17/ *Ibid.* p. 113.

do la libre convertibilidad del peso y reduciendo la libre movilidad del capital. Sin embargo, dichas políticas no mostraron la efectividad que el gobierno esperaba, ya que continuaba la transferencia de capitales hacia el exterior y se aceleraba aún más el proceso inflacionario.

Ante la inoperatividad de las política aplicada, de aumento en las tasas de interés, de devaluación de la moneda nacional y de las restantes medidas que se instrumentaron para evitar la fuga de capitales, el gobierno tomó la decisión de nacionalizar la banca privada, aplicar el control generalizado de cambios y pedir una moratoria para postergar el pago de la deuda externa.

La aplicación del control de cambios fué una medida que frenó la fuga de capitales y evitó, por tanto una mayor descapitalización de la economía. Esta política permitió manejar adecuadamente la política monetaria, de tal forma que comenzaron a descender las tasas de interés y hubo una mayor flexibilidad en el otorgamiento de créditos internos.

La crisis económica de 1982 propició la necesidad de negociar la deuda externa y solicitar apoyo financiero para evitar la paralización total de la economía nacional. La carta de intención firmada por el gobierno mexicano en 1982 con el F.M.I. contenía las políticas que el gobierno federal debía aplicar para reactivar nuevamente la economía. Estas políticas se enmarcaban en un contexto neoliberal y cuyo contenido eran: a) reducir el gasto público; b) aumentar y reestructurar los ingresos mediante medidas tributarias y de eliminación de subsidios; c) liberar precios; d) disminuir el déficit del sector público; e) ajustar las tasas de interés y el tipo de cambio a la realidad económica del país; f) liberalización del comercio exterior; y g) colocar límites al endeudamiento externo.

De esta manera, México quedó sujeto a las disposiciones financieras de los organismos internacionales para adquirir recursos frescos que reactivarían la economía, al mismo tiempo que se aplicaron medidas que mostraron una clara in-

tegración del país con la economía mundial y en donde las fuerzas del mercado actuarían como elementos primordiales del crecimiento económico.

Por su parte, el sector financiero fue estratégico para incrementar los volúmenes de inversión pública y privada y en consecuencia del producto; para esto se modificó sustancialmente el marco legal y operativo de las instituciones financieras.

Ante la crisis económica y financiera de 1976, el 18 de marzo se publicó en el Diario Oficial de la Federación la nueva normatividad de las instituciones financieras, que vienen a sumarse a la reglamentación del mercado de valores publicado en ese mismo órgano informativo del 2 de enero de 1975.

De los diferentes aspectos que fueron modificados con la nueva reglamentación, resalta la concesión del Gobierno Federal para que la Banca Comercial realizara operaciones de depósito, financieras e hipotecarias como una sola institución, con lo cual se afirma el proceso de concentración del capital bancario.

Al respecto, cabe señalar que los primeros años de la década de los 70' los bancos diversificaron sus servicios, los cuales eran otorgados por sus diferentes sucursales; pero para concentrar sus recursos y aumentar las disponibilidades de crédito en el país, se aprobó agrupar los diversos servicios en la llamada Banca Múltiple.

En efecto, en 1975 existían 243 instituciones bancarias y para 1981 se reducen a 36 multibancos. De estos últimos, los activos de Bancomer, S.A. y Banco Nacional de México, S.A. representaban el 42.2% del total; y si se agrupa a Serfin y Comermex, se tenía un control del 57.8% de los activos totales.

Como resultado de las medidas adoptadas en el sistema bancario, el financiamiento total creció a una tasa promedio anual de 35.4% y como proporción el PIB pasó de 65.0% en 1977 a 68.7% en 1981.

El sector privado fue el principal beneficiario de estos recursos, ya que en 1977 recibían el 31.1% del financiamiento total otorgado por el sistema bancario, mientras que para 1981 absorbieron el 41.1%.

Por su parte, la deuda externa se convirtió en uno de los principales mecanismos para ampliar los recursos internos de la banca. La deuda creció a una tasa promedio anual de 26.4% al pasar de 31,247.0 millones de dólares en 1977 a 80,998.0 millones de dólares en 1981.

Al respecto, es importante señalar que la deuda externa del sector privado se incrementó a una tasa promedio anual de 35.9% al pasar de 6,426.0 millones de dólares en 1977 a 21,900.0 millones de dólares en 1981, mayor al nivel del endeudamiento del sector público, para esos mismos años.

Por tal motivo, el servicio de la deuda externa a nivel nacional aumentó a una tasa promedio anual de 27.9% y los recursos destinados al pago de este rubro en forma acumulada ascendieron a 38,261.0 millones de dólares.

Esta situación hizo que el Gobierno Federal y la iniciativa privada dependiera de la generación de divisas por concepto de las exportaciones petroleras para solventar sus compromisos con los acreedores externos.

Sin embargo este proceso no se tradujo en una mayor disponibilidad de crédito para las diferentes empresas industriales y comerciales; por el contrario, se restringió aún más el acceso al crédito y el capital financiero dominó a los diferentes capitales industriales y comerciales.

Así, el otorgamiento de créditos blandos se dirigió a las empresas cuyas acciones eran parcial o totalmente propiedad de los banqueros; y se manejó una cartera de clientes para garantizar el reembolso de los créditos e intereses que generaba la inversión.

La concentración de los recursos financieros en estas instituciones y los

avances que empezó a generar la automatización de algunos procesos administrativos, permitió la apertura de 20 agencias y sucursales de la banca privada y mixta en el extranjero.

En este período el proceso de internacionalización del sector financiero estuvo respaldado por la excesiva liquidez internacional que originó la crisis de 1973 y los excedentes mundiales de petrodólares, así como la transformación del país en un exportador neto de petróleo.

Cabe aclarar que los bancos nacionales se vincularon rápidamente a los centros financieros internacionales, lo que les permitió contar con recursos financieros frescos (divisas) para ampliar las disponibilidades de crédito a nivel nacional a fin de adquirir maquinaria y equipo, así como subsidiar las importaciones de materias primas y alimentos, que garantizaron el repunte de la economía.

Este nuevo proceso de integración de la banca nacional con los centros financieros mundiales modificó sustancialmente los mecanismos de dependencia del país, al subordinar la política económica, los capitales y los recursos nacionales a los intereses del capital financiero internacional.

En general, este es el nuevo escenario de los convenios de crédito y negociación establecidos con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento (BIRF), el Club de Banqueros de París, y con el conjunto de la banca privada internacional.

Por su parte, el mercado de valores se convirtió en una alternativa de financiamiento para el sector público, las grandes empresas industriales y el capital especulador.

En este sentido, la cancelación de la reforma tributaria en años anteriores acentuó la necesidad de ampliar las fuentes de financiamiento del gasto públi-

co sin recurrir a la emisión monetaria a fin de elevar la disponibilidad de crédito y recuperar la capacidad de crecimiento económico.

Para tal efecto, se desarrollaron nuevos mecanismos de captación de recursos que ofrecieron mayores tasas de interés y liquidez inmediata: Petrobonos (1977), Certificados de la Tesorería CETES (1978), Certificados de Promoción Fiscal (CEPROFIS) (1980) y se iniciaron las operaciones de Aceptaciones Bancarias.

Así mismo, se implementaron medidas de carácter fiscal para estimular las operaciones bursátiles, entre las que destaca: exentar de impuestos las ganancias de las personas físicas, reducir las garantías para el establecimiento de casas de bolsa y permitir la cotización del papel comercial (1980).

Con los nuevos instrumentos de captación y ese conjunto de medidas, la disponibilidad de crédito interno se amplió para financiar tanto el gasto público como el capital de las empresas privadas. Sin embargo el desarrollo de las actividades bursátiles estuvo supeditada al sistema bancario.

Así como las empresas industriales y comerciales necesitaban del crédito para ampliar sus escalas productivas y comerciales, la expansión de las actividades bursátiles y la participación de los agentes económicos en el mercado de capitales requería de una alta concentración de capital dinerario o bien de altos rendimientos en las utilidades de las acciones ofrecidas por las empresas; por lo cual este mercado quedó nuevamente restringido a los grandes monopolios y al Estado.

Ante esta situación, el mercado de valores tampoco favoreció el desarrollo de los pequeños y medianos capitales, sino que contribuyó a fortalecer la estructura financiera de los monopolios y a solucionar parcialmente los problemas de liquidez del sector público.

En este contexto, para 1982 se precipita nuevamente la crisis económica en el

país. El PIB nacional descendió en 0.5% respecto al año anterior debido a la pérdida de dinamismo de las actividades agropecuarias y forestales, de la industria manufacturera, así como del sector comercio y transporte.

La crisis económica volvió a poner de manifiesto los desequilibrios de la estructura productiva, una inflación crónica combinada con un mayor desempleo, una acelerada concentración del ingreso; pero además la estructura económica del país dependía de las exportaciones petroleras y de los grandes centros financieros internacionales.

La banca privada y el mercado de valores se concentró en un pequeño grupo de capitales e instituciones, las cuales se orientaron a financiar a las empresas industriales y comerciales vinculadas a las exportaciones petroleras, por ser estas las actividades de mayor rentabilidad económica. Por su parte, la banca oficial destinó sus recursos a garantizar el funcionamiento de la estructura económica y la estabilidad política del país.

Para tal efecto, las instituciones financieras recurrieron al crédito externo para incrementar la disponibilidad de capital, particularmente de aquellas empresas en las que los bancos privados eran propietarios parcial o totalmente de sus activos; mientras que las instituciones públicas canalizaron sus recursos a financiar el déficit del gobierno federal y de las empresas paraestatales.

El creciente endeudamiento externo obligó a las instituciones financieras, empresas industriales y comerciales a reciclar los recursos al exterior mediante el pago del servicio por dicho concepto y redujo la inversión en el ámbito nacional, lo cual se tradujo en una paralización de las actividades productivas.

Ante esta situación el capital financiero acentuó su dominio sobre el conjunto de los capitales nacionales, al convertirse el crédito en un mecanismo es-

tratégico para evitar la insolvencia financiera de las empresas privadas y del Estado.

Por tanto, los efectos multiplicadores de la inversión privada y pública, así como las crecientes disponibilidades financieras internas contribuyeron a dinamizar algunos capitales externos mediante las importaciones de bienes de capital e intermedios y el pago por concepto de intereses de la deuda externa.

Por otra parte, la integración del sistema financiero nacional con la banca mundial modificó sustancialmente los términos de la dependencia del país, al subordinar la política económica y los recursos a los intereses de ésta última.

#### 2.4 Hacia la Nacionalización de la Banca

El proceso de dolarización en la economía mexicana, así como la concentración de recursos financieros en el sistema bancario privado, dió origen a la desintermediación financiera debido a que las operaciones crediticias se realizaban en su mayoría en el extranjero. Al mismo tiempo, el cambio que se presentó en el sistema bancario (la transformación de la banca especializada en banca múltiple) permitió que una mayor parte de los pasivos bancarios se encontraran depositados en este nuevo sistema. Con ello se consolidaron los grupos financieros importantes, por lo que la banca privada adquirió mayor fuerza, al controlar y multiplicar sus depósitos en moneda nacional y extranjera.

Asimismo, la internacionalización de la banca, además de recibir el apoyo del exterior, amplió el margen de sus actividades financieras, al otorgar crédito tanto en moneda nacional como extranjera a empresas privadas y a la banca pública sin ningún riesgo de pérdida. Además, la intermediación financiera no bancaria (en donde participaban compañías de seguros, almacenes de depósitos, casas de bolsa, sociedades de inversión, etc.) jugó un papel importante en la obtención de grandes utilidades para el sistema bancario, ya que ésta actuó

en favor de los intereses bancarios, abarcando diversos sectores de la economía nacional (véase el cuadro 2.7).

Lo anterior podía apreciarse, por ejemplo, en las operaciones que realizaban las casas de bolsa. "Del total de las operaciones registradas en la Bolsa Mexicana de Valores, más de la mitad se llevaba a la práctica por casas de bolsa estrechamente conectadas con instituciones bancarias. En 1981, cuatro casas de bolsa, propiedad de los cuatro bancos más importantes (Bancomer, Banamex, Serfin y Comermex) negociaban el 34.0% de las operaciones del mercado accionario en la bolsa de valores". 18/

Cabe señalar que las acciones negociadas en las casas de bolsa, propiedad de la banca, correspondían a emisiones de la propia banca y de aquellas empresas propiedad de ésta. Asimismo, es conveniente mencionar que es en 1978 cuando el mercado de valores comienza a ser una fuente importante de financiamiento y alternativa de inversión tanto para las empresas como para el público ahorrador. Sin embargo, el boom que se registró en 1979 en la Bolsa Mexicana de Valores "no fué resultado de un ciclo de expansión, sino que sirvió de instrumento de los bancos y sus empresas asociadas para realizar una enorme especulación con los recursos de los ahorristas" 19/. El alza de los indicadores bursátiles no fué propiciado por la emisión de nuevas acciones sino fué producto de la emisión de certificados de la tesorería (CETES) que dieron como resultado un aumento en las operaciones bursátiles, dado el alto rendimiento y liquidez que éstos ofrecían.

Por otra parte, la participación de la banca en la industria se dió a través de las inversiones (canalizadas en forma de créditos, generalmente otorgados a tasas de interés por debajo de las establecidas en el mercado monetario) realizadas por el sistema bancario, existiendo así una relación estrecha entre capital bancario e industrial. En cierta medida, los grupos industriales

---

18/ Tello, Carlos. Op. Cit. pp. 34 y 35

19/ Cardero, María Elena. Op. Cit. p. 173.

tendieron a crear sus propias instituciones financieras, con el objeto de apropiarse de recursos para continuar con sus actividades productivas, utilizando así el dinero depositado en la banca para autofinanciarse.

Asimismo, la industria sirvió de base a la banca privada para obtener ganancias adicionales derivados de los préstamos, de tal forma que incrementaban su capital y por tanto su campo de acción en la economía, dada la relación operación-capital activo.

Para el gobierno mexicano, la banca privada representó una fuente de financiamiento del gasto público, ante la poca efectividad de la política tributaria para recaudar los ingresos que apoyaran las inversiones públicas. Los bajos impuestos que gravaban al capital permitía retener el ahorro y la inversión al interior del país. "Acumular la totalidad de los ingresos y gravarlos progresivamente, reduciría el rendimiento neto de esos ahorros e inversiones. Si esto último sucedía, se provocaba la retirada masiva de los depósitos, ahorros y otras inversiones en valores para convertirlas en dólares y sacarlos fuera del país". 20/ Lo anterior era factible ante la libre convertibilidad de la moneda nacional, además de que dicho factor fué una condición importante para que el sistema de captación en el sistema financiero se realizara sin ningún obstáculo.

Las condiciones monetarias establecidas por la banca, y que debían prevalecer para lograr una captación creciente y evitar la fuga de capitales, se circunscribían en los siguientes factores: a) ofrecer un atractivo rendimiento a los ahorradores, y superior a los de la banca extranjera; b) garantizar la mayor liquidez de los ahorros; c) mantener fija la paridad del peso frente al dólar, y así evitar que la devaluación de la moneda redujera el ahorro interno; d) mantener la libre convertibilidad de la moneda para mantener la confianza de los ahorradores; y e) no gravar con impuestos el rendimiento de los ahorros.

---

20/ Tello, Carlos. Op. Cit. p. 44

Es indudable que la aplicación de este tipo de políticas desestimulaban la inversión productiva, dando lugar a una creciente especulación financiera, sin embargo hubo de ponerse en marcha estos lineamientos ante el creciente poder de la banca y el temor de las autoridades monetarias de que se presentara una creciente fuga de capitales.

El bajo dinamismo de la economía, ocasionado por el alza en las tasas de interés, hubo de expresarse en desequilibrios externos, debido a que la producción interna no fué suficiente para cubrir la demanda de la población, por lo que se recurrió a la compra de productos externos, asimismo se comenzó a generar un proceso inflacionario ocasionado por los altos costos de producción.

Al controlar la mayor parte de los recursos depositados en moneda nacional y extranjera, la banca privada mantuvo el dominio sobre la intermediación financiera, que se llevó en su mayor parte en el exterior. Este proceso, necesario para el funcionamiento de la economía nacional, se realizaba con operaciones crediticias denominadas en moneda extranjera y con altas tasas de interés, lo que se traducía en grandes ganancias para el sistema bancario privado. Al interior del país la intermediación financiera también se realizaba en moneda extranjera, en un marco de altas tasas de utilidades bancarias. Un hecho importante fué que la salida de capitales hacia el exterior regresaban al país en forma de préstamos, lo que implicaba un mayor endeudamiento de la economía mexicana.

Es importante mencionar que la mayor parte de la captación bancaria, entre 1976 y 1981, se logró gracias a la dolarización que se generó en el país. La captación total de recursos del sistema bancario, entre 1972 y 1976, presentó un descenso en los niveles de captación bancaria, debido a la fuga de capitales que se originó en dicho período. El bajo crecimiento de la economía en esos años, principalmente a partir de 1974, propició que los ahorradores sustituyeran activos financieros por activos reales en épocas de inflación.

La recuperación que se aprecia en la captación a partir de 1976 y hasta 1981

fué producto de la dolarización del sistema financiero. Sin embargo, la captación en moneda nacional no muestra cambios significativos, en tanto que la moneda extranjera aumentó en forma importante. Este crecimiento originó que en el sistema hubiese una mayor oferta en moneda extranjera. Aunado a ello, el crédito proveniente del exterior para financiar el gasto público y privado actuó como un factor que aumentó aún más la cantidad de dinero en moneda extranjera, "resultado no solo de la insuficiencia del sistema de intermediación financiera en los años de la acelerada expansión económica (1978-1981) sino también por las altas tasas de interés que se aplicaban a los créditos denominados en moneda nacional". 21/ Así el crédito contratado en moneda extranjera que nunca fué mayor al 20.0% del total entre 1970 y 1975, representó el 32.5% del total en 1976 para continuar aumentando su participación y llegar a 42.0% en 1981 (véase el cuadro 2.9).

Por otra parte, las tasas de interés internas pagaderas en moneda nacional mantuvieron un diferencial positivo en relación a las establecidas en el mercado internacional. La política de tasas de interés altas aunada a la libre convertibilidad de la moneda nacional y la relativa estabilidad del tipo de cambio no garantizaron la permanencia de capitales en el país, además no actuaron en contra de la dolarización del sistema financiero y por tanto de la transferencia de capitales.

De esta manera, la aplicación de la política de altas tasas de interés propiciaron un aumento en el costo del dinero "como la estructura interna de tasas de interés se establecía tomando como referencia lo que sucedía en el mercado de eurodólares -más un diferencial positivo que en el país se pagaba- el costo del dinero en México, por la especulación financiera y las variaciones en las tasas de interés se registran en el mercado de capital y de dinero internacionales, aumento en forma considerable y al margen de la situación económica que en el país prevalecía". 22/

---

21/ Ibid. p. 48.

22/ Ibid. p. 51.

En tanto que en el mercado internacional de capitales se presentó una reducción en las tasas de interés, al interior del país éstas continuaban con su tendencia a la alza, ante las expectativas de una creciente fuga de capitales y una fuerte especulación contra el peso. Así puede observarse que el país no se benefició de la reducción en las tasas de interés internacionales y siempre hubo de pagar el alto costo de las tasas internas. De ahí que las empresas recurrieran al crédito externo para financiar, en cierta medida, sus actividades productivas. Sin embargo, esta alternativa no garantizó la expansión de la economía, ya que el dinero en moneda extranjera no se canalizó en su mayor parte hacia los sectores productivos. Además la inversión financiera en pesos y en dólares resultaba más rentable que la inversión productiva, al tiempo que la moneda nacional perdía rápidamente su función de reserva de valor, debido al incremento de la inflación y el surgimiento de la devaluación.

En relación al proceso inflacionario que se generó en el país, producto de la política monetaria y devaluatoria que se aplicaron para evitar la descapitalización de la economía e incentivar el ahorro interno, condujo a las autoridades financieras a incrementar aún más las tasas de interés y a deslizar aceleradamente el tipo de cambio. A pesar de llevar a cabo dichas medidas, ambas políticas retroalimentaron el alza de precios, debido a que la tasa de interés afectó los costos de producción que inevitablemente se transfieren a precios, y la devaluación encarece los insumos provenientes del mercado externo.

Así dos nuevos fenómenos aparecen en la economía mexicana "por una parte, la inflación tendía a acelerarse y con ello, la evolución en las tasas de interés y el deslizamiento más rápido en el tipo de cambio, con lo cual al periodo siguiente la inflación volvía a acelerarse; por otra, los precios ya no se movían por la variación de costos, sino por la expectativa de variación futura en los costos". 23/

---

23/ Quijano, José Manuel. *La Banca: pasado y presente* p. 352.

Conforme se desarrollaba ese esquema de política monetaria y cambiaria las presiones especulativas contra el pesos mexicano iban en aumento.

En el mercado cambiario, la devaluación originó que el valor del dólar aumentara en forma significativa, traducíendose en una mayor demanda por la moneda extranjera, ello a pesar del atractivo rendimiento que se ofrecían a las operaciones que se pagaban en pesos. En este proceso, la banca privada participó activamente y se benefició en forma importante del mismo, ya que esta operaba e instrumentaba la especulación y la fuga de capitales, lo que le reditó grandes ganancias.

Así puede observarse que la libre convertibilidad de la moneda incentivó la fuga de capitales y por tanto generó la descapitalización de la economía al mismo tiempo que la política devaluatoria retroalimentó este proceso, se apreció una mayor escasez de divisas en el país.

El estallamiento de la crisis financiera generalizada a partir del segundo semestre de 1981, producto de la caída en el precio y en el volumen de las exportaciones petroleras, trajo consigo graves problemas de liquidez para la economía nacional.

La reducción de los ingresos públicos y las presiones sobre la balanza de pagos, obligaron al gobierno mexicano a contratar crédito externo, durante la segunda mitad de 1981, a corto plazo y con tasas de interés en aumento, por aproximadamente 20 mil millones de dólares (véase el cuadro 2.8), parte del cual fué utilizado para financiar el déficit del sector público. "Como ya había sucedido en otra ocasión (1975-1976), el sector público se endeudó a altos costos y a corto plazo con el exterior para financiar y hacerle frente a la especulación contra el peso que la política de irrestricta libertad cambiaria permitía". 24/

---

24/ Tello, Carlos. Op. Cit. p. 76.

La dinámica económica y financiera que se desarrolló en la economía mexicana expresó claramente la pérdida de control sobre el patrón monetario nacional, este descontrol se acentúa con las dificultades del país para obtener más dólares y hacer frente a sus compromisos con el exterior. Lo que al inicio se manifestó como una escasez de divisas y mayores deslizamientos y devaluaciones, continuó con la presencia de un mercado doble y triple de cambios y finalizó con la nacionalización de la banca y el control generalizado de cambios, decretado el 10. de septiembre de 1982.

C U A D R O 2.1

INSTITUCIONES NACIONALES DE CREDITO 1940 - 1960

INSTITUCIONES DEL SISTEMA BANCARIO	
ESTABLECIDAS ANTES DE 1940	ESTABLECIDAS DESPUES DE 1940
Banco de México, S.A. (1925)	Banco Nacional del Pequeño Comercio (1943)
Banco Nacional de Crédito Agrícola (1926)	Banco Nacional de Fomento Cooperativo (1944)
Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas (1933)	Banco Nacional de Ejército y la Armada (1946)
Nacional Financiera, S.A. (1934)	Banco Nacional Cinematográfico (1947)
Banco Nacional de Crédito Ejidal (1935)	Banco Nacional de Transportes (1953)
Banco Nacional de Comercio Exterior (1937)	Financiera Nacional de Productores de Azúcar (1953)
Banco de Depósito	
Bancos de Ahorro	
Bancos de Capitalización	
Bancos Hipotecarios	

OTRAS INSTITUCIONES

Bolsa de Valores	Fondo de Garantía y Fomento de la Agricultura, Ganadería y agricultura (1957)
Nacional Monte de Piedad	Fondo de Garantía y Fomento del Turismo (1957)
Almacenes Nacionales de Depósito	Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado (1959)
Unión Nacional de Productores de Azúcar	
Instituto Mexicano del Seguro Social (1942)	
Patronato del Ahorro Nacional (1950)	
Fondo de Garantía y Fomento de la Mediana y Pequeña Industria (1954)	
Instituciones Fiduciarias	
Almacenes Generales de Depósito	
Uniones de Crédito	

FUENTE: Brothers, S. Dwigth y Leopoldo Solís. La Evolución Financiera en México 1940-1960.

## SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

## AUTORIDADES E INSTITUCIONES FINANCIERAS

## I.- AUTORIDADES

1. Secretaría de Hacienda y Crédito Público
2. Subsecretaría de Crédito Público
3. Banco de México, S. A.
4. Comisión Nacional Bancaria y de Seguros
5. Comisión Nacional de Valores

## II.- AGRUPACION INSTITUCIONAL

## 1. Instituciones y Organizaciones Auxiliares Nacionales de Crédito Nacional Financiera, S.A.

- Banco Nacional de Comercio Exterior, S.A.
- Banco Nacional de Crédito Agrícola
- Banco Nacional de Comercio Agropecuario
- Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos
- Banco Nacional de Fomento Cooperativo
- Financiera Nacional Azucarera, S.A.
- Banco Nacional Monte de Piedad
- Banco del Pequeño Comercio del D.F., S.A.
- Patronato del Ahorro Nacional
- Banco Nacional Cinematográfico
- Banco Nacional del Ejército y la Armada
- Banco Nacional Urbano, S.A.

## 2. Instituciones y Organizaciones Auxiliares Privadas de Crédito Instituciones Privadas de Créditos

- a) Banco de Depósito
- b) Banco de Ahorro
- c) Operaciones Financieras
- d) Crédito Hipotecario
- e) Operaciones de Capitalización
- f) Operaciones Fiduciarias

## Organizaciones Privadas Auxiliares de Crédito

- a) Almacenes Generales de Depósito
- b) Cámaras de Compensación
- c) Bolsas de Valores
- d) Uniones de Crédito

FUENTE: Villegas H. Eduardo y Rosa María Ortega. El Sistema Financiero Mexicano.

CUADRO 2.3

Tasa de interés en México, Nueva York y Londres e índices  
de precios al consumidor para México, 1971-1982.  
(estructura porcentual)

AÑO	México	Nueva York	Londres	INPC
1971	11.11	5.15	6.13	4.4
1972	10.60	5.72	6.35	5.6
1973	12.70	7.90	9.69	21.4
1974	12.20	7.76	9.75	20.7
1975	14.50	6.85	7.79	11.3
1976	15.16	4.93	5.64	27.2
1977	16.62	6.45	7.10	20.7
1978	17.52	8.47	9.15	16.2
1979	17.73	10.68	11.58	20.0
1980	24.58	11.70	13.25	29.8
1981	34.30	14.66	16.08	28.7
1982	46.43	12.13	13.54	98.9

Fuente: Huerta G. Arturo. Economía mexicana más allá del milagro.

CUADRO 2.4

CAPTACION MONETARIA

(Saldo a fin de año; miles de millones de pesos de 1970)

ARO	TOTAL	MONEDA NACIONAL	MONEDA EXTRANJERA	OTRAS CUENTAS NETAS
1972	185.8	146.7	38.2	0.9
1973	190.7	141.0	48.1	1.6
1974	192.0	133.5	51.4	7.1
1975	212.4	143.6	59.9	8.9
1976	217.5	118.3	85.8	13.4
1977	212.7	114.5	87.5	10.7
1978	296.7	143.8	140.1	12.8
1979	318.0	154.4	149.7	13.9
1980	347.7	178.6	150.0	19.1
1981	513.4	253.1	233.1	27.2
1982	699.9	296.8	236.1	67.0

FUENTE: Huerta G. Arturo. Economía mexicana más allá del milagro.

CUADRO 2.5

DEUDA DEL SECTOR PUBLICO, 1970-1983  
(millones de dólares)

ARO	Saldo de la deuda	Incremento neto anual	Incremento (%)	Monto a corto plazo	Monto a largo plazo
1970	4,262.8		12.8	1,002.8	3,259.2
1971	4,545.8	283.0	6.6	991.4	3,554.4
1972	5,064.6	518.0	11.4	742.4	4,322.2
1973	7,070.4	2,005.8	39.6	1,338.6	5,731.8
1974	9,975.0	2,904.6	41.1	1,994.2	7,980.8
1975	14,449.0	474.0	44.9	2,837.0	11,612.0
1976	19,600.2	5,151.2	35.7	3,676.8	15,923.4
1977	22,912.1	3,311.9	16.9	2,276.8	20,185.3
1978	26,264.3	3,352.2	14.6	1,236.8	25,027.7
1979	29,757.2	3,492.9	13.3	1,442.2	28,315.0
1980	33,812.8	4,055.6	13.6	1,490.8	32,322.8
1981	52,960.6	19,147.8	56.6	10,753.9	42,206.7
1982	58,874.2	5,913.6	11.2	9,325.5	49,548.7
1983	63,874.2	5,000.0	8.5		63,874.4

FUENTE: Cardero María Elena. Patrón monetario y acumulación en México, nacionalización y control de cambios

CUADRO 2.6

Exportaciones de petróleo crudo, 1979-1984

Concepto	1979	1980	1981	1982	1983	1984
Valor de las exportaciones de petróleo crudo (miles de dólares)	3 764,613	9 429,569	13 305 349	15 622,228	14 793,129	14 967,536
Barriles exportados (miles)	193,965	302,988	400,777	544,653	559,910	556,516
Precio promedio por barril (1/2) (dólares)	19.4	31.1	33.2	28.7	26.4	26.8

TASA DE CRECIMIENTO

(estructura porcentual)

	1979-80	1980-81	1981-82	1982-83
Valor de las exportaciones de petróleo crudo	150.5	41.1	17.1	(5.3)
Barriles exportados	56.5	32.2	35.9	2.8
Precio promedio por barril	60.3	6.7	(13.6)	(8.0)

FUENTE: Huerta G. Arturo. Economía mexicana más allá del milagro.

CUADRO 2.7

Participación de la Banca en el Capital Social de otros Intermediarios  
Financieros, 1982.

	Número de empresas en las que la banca partic.	menos de 25	entre 25 y 30	más de 50
Almacenes generales de depósito	8	3	1	4
Operaciones fiduciarias	7	3	-	4
Arrendadoras	18	4	4	10
Afianzadoras	7	4	2	1
Aseguradoras	26	12	5	9
Casas de bolsa	7	-	2	5
Operaciones financieras	17	10	4	3
Otras inst. de crédito	3	1	-	2
Otros serv. financieros	1	-	-	1

FUENTE: Tello Carlos. La nacionalización de la Banca en México.

CUADRO 2.8

## Deuda Pública con el exterior

(miles de millones de dólares)

	Endeudamiento neto del Sector Público (%) con relación a:					
	total	largo plazo	corto plazo	PIB	Exportaciones de bienes y servicios	Gasto neto del Sector Público
1978	26.7	25.5	1.2	2.5	11.7	18.8
1979	29.7	28.3	1.4	2.5	16.3	21.2
1980	33.8	32.3	1.5	2.2	25.3	20.5
1981	53.0	32.2	10.8	8.0	30.6	36.0

FUENTE: Tello Carlos. La nacionalización de la Banca en México.

CUADRO 2.9

Captación Total de Recursos Monetarios y de Ahorro

(Porcentaje del PIB)

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
<b>T o t a l</b>	31.4	33.0	33.4	30.6	26.8	28.2	24.3	27.3	28.5	29.5	29.2	31.3
<b>En moneda nacional</b>	29.6	31.0	31.8	28.6	25.3	26.6	20.6	23.3	24.7	24.9	24.7	25.6
Banca Privada	26.6	27.6	28.3	25.7	22.7	23.8	18.5	20.9	22.1	22.3	22.3	22.9
Banca Nacional	3.0	3.4	3.5	2.9	2.6	2.8	2.1	2.4	2.6	2.6	2.4	2.7
<b>En moneda extranjera</b>	1.8	2.0	1.6	2.0	1.5	1.6	3.7	4.0	3.8	4.6	4.5	5.7
Banca Privada y Mixta	1.5	1.6	1.3	1.7	1.3	1.3	3.1	3.7	3.5	4.2	4.1	5.2
Banca Nacional	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3	0.6	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>Fuga de Capitales</b>	-	-	-	1.6	1.5	1.2	3.6	1.2	0.6	0.8	1.6	3.4

FUENTE: Tello, Carlos. La nacionalización de la Banca.

## CAPITULO 3

### EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

El marco económico adverso que presentó la economía nacional como consecuencia de la crisis financiera de 1982 se tradujo en un menor crecimiento de la actividad productiva y, principalmente en un debilitamiento del sistema bancario nacionalizado para hacer frente a los requerimientos financieros del sector público y privado; asimismo, la restricción crediticia externa, factor que no permitió complementar el ahorro interno, y las continuas modificaciones en la paridad cambiaria, impidieron que la estructura financiera tuviera la debida flexibilidad para que el sistema bancario funcionara eficientemente.

Bajo estas circunstancias, el Mercado de Valores se constituyó en uno de los principales mecanismos financieros que apoyaría sustancialmente las actividades de los sectores económicos, en particular contribuiría a financiar el creciente déficit del sector público.

#### 3.1 El Comportamiento del Mercado de Valores en el Entorno Económico de México.

La crisis económica de 1982 fue un factor determinante que contribuyó notablemente a que el mercado de valores adquiriera un papel importante en la generación de recursos financieros, los cuales contribuyeron a subsanar los problemas financieros de la economía nacional.

La política económica contemplada en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 1983-1988 apoyaría sustancialmente el desarrollo de las actividades financieras, además se orientaría principalmente a abatir la inflación y la inestabilidad cambiaria; proteger el empleo, la planta productiva y el consumo básico y recuperar el dinamismo de la actividad productiva sobre bases diferentes.

Para tal efecto, se implementaron las estrategias de reordenación económica y

cambio estructural. La primera consistía en sanear las finanzas públicas, proteger el empleo y la planta productiva, canalizar el crédito a las prioridades nacionales y mantener el control sobre el mercado cambiario, entre las principales medidas.

La segunda medida contemplaba modernizar el aparato productivo y distributivo, además las modalidades de financiamiento a las prioridades de desarrollo y fortalecer la rectoría del Estado en un sistema de economía mixta.

La política monetaria cumpliría el objetivo de incentivar el ahorro interno. La política flexible de tasas de interés se encaminaría a incrementar el ahorro interno cubriendo rendimientos reales positivos para los distintos instrumentos financieros, con el objeto de compensarlos del proceso inflacionario; asimismo, la política devaluatoria aunada a las tasas de interés intentarían incentivar la entrada de capitales al país.

De esta manera, la política estaría encaminada a corregir los desequilibrios financieros del sector público y sector externo, este último debía generar un superávit comercial que permitiera cubrir el pago del servicio de la deuda externa, para observar el comportamiento de dicha política a continuación se presentan los principales resultados que se dieron en la economía mexicana en el período 1983-1988.

### 3.1.1 Análisis de la economía mexicana 1983-1988: principales resultados.

La política económica instrumentada por el gobierno federal durante 1983-1988 se dió en un marco de crecientes dificultades financieras y desajustes macroeconómicos que propiciaron una fuerte recesión económica acompañada de altos índices inflacionarios. De 1982 a 1988, el PIB nacional creció a una tasa promedio anual de 0.5% (a precios de 1980), debido al descenso de la inversión pública y privada.

Por lo que respecta a las finanzas públicas, el gobierno federal dirigió sus

acciones a estabilizar la economía mediante la contracción del gasto, la modificación de los precios relativos y el manejo restrictivo de la oferta monetaria.

El escaso dinamismo de la economía mexicana, producto de la contracción del gasto público, fue resultado de la inviabilidad de continuar con el déficit público y con el endeudamiento externo a altos niveles, para disminuir los problemas que enfrentó la dinámica económica, en consecuencia se restringió la expansión de la capacidad productiva y la demanda agregada a niveles de disponibilidad financiera interna. En efecto, el gasto programático descendió como proporción del PIB en 5.0 puntos porcentuales, al pasar de 23.7% en 1983 a 18.7% en 1988. Por su composición, el gasto de capital disminuyó en una mayor proporción en relación al gasto corriente.

A este respecto, el gasto de capital como proporción del PIB se contrajo en 3.3 puntos porcentuales, mientras que el gasto corriente lo hizo en 2.5%. La contracción de la inversión pública afectó al conjunto de empresas privadas que se encontraban vinculados con el Estado y propició una mayor capacidad industrial ociosa.

Cabe destacar que el ajuste en materia de gasto permitió liberar recursos financieros para cubrir el pago del servicio de la deuda externa. En este sentido, el gasto no programable aumentó 3.9% como proporción del PIB al pasar de 17.8% en 1983 a 21.3% en 1988.

Por sectores, el gasto programático en el sector agropecuario y forestal, así como en el industrial y energético descendió (a precios de 1983) en 14.1% y 2.9% en el periodo de análisis, respectivamente, lo cual incidió para que se estancara la producción agropecuaria e industrial, en contraste con los propósitos planteados en los documentos de planeación nacional.

La tendencia descendente del gasto público se acentuó por la caída en la captación de ingresos, los cuales pasaron como proporción del PIB de 32.6% en

1988, debido a la reducción en la actividad económica y en los ingresos de la población.

Al mantener una estructura impositiva regresiva, se canceló la posible redistribución del ingreso y la recuperación económica a partir de la inversión pública, pero se favoreció la transferencia de recursos a los capitales privados a través de contener la elevación de las impositivas a los ingresos por concepto de ganancias, así como de los precios y tarifas en los bienes y servicios públicos, que estuvieron por debajo de los costos de producción.

En este contexto, la estructura productiva se modificó sustancialmente como resultado del proceso de reprivatización de las empresas públicas, con lo cual el Estado perdió su capacidad para reorientar las acciones productivas al cumplimiento de los objetivos nacionales y transfirió este poder a los grandes monopolios privados.

Por lo que respecta a la inversión privada, de 1983 a 1988 ésta descendió a una tasa promedio anual de 22.3%, como resultado de la política monetaria contractionista que mantuvo altas tasas de interés y reducidos volúmenes de crédito, con el fin de romper el proceso de inflación inercial.

Sin embargo, los efectos recesivos se distribuyeron de manera desigual entre los diferentes capitales, ya que mientras los monopolios nacionales privados tuvieron acceso al crédito externo, recurrieron a la asociación con la inversión extranjera o bien aprovecharon los subsidios ofrecidos por el Gobierno Federal como el FICORCA, los pequeños y medianos capitales entraron en un proceso de deterioro económico.

En este marco general se desarrollan las actividades bancarias y bursátiles en el país, que en gran parte explican la crisis económica durante el período de análisis.

De esta manera, la política monetaria se utilizó principalmente para incenti-

var el ahorro interno y propiciar un mayor flujo de divisas hacia el interior del país.

La política de flexibilización de tasas de interés se ubicó dentro del contexto de liberalización de la economía, su evolución siguió en gran medida el desenvolvimiento del proceso inflacionario, así como del tipo de cambio. Las tasas de interés bancarios mantuvieron un diferencial positivo en términos nominales comparados con los rendimientos en dólares ofrecidos en Estados Unidos para instrumentos de ahorro equivalentes. Este fenómeno fue determinado por la política cambiaria de deslizamiento del tipo de cambio llevada a cabo a partir de 1983.

La política de alzas en las tasas de interés si bien incrementa la disponibilidad crediticia, encarece la inversión y limita su crecimiento. El alto costo del crédito actuó en detrimento de los proyectos de inversión menos rentables por lo que tiende a crear un crecimiento desequilibrado en la economía.

Por otra parte, con la "expropiación y nacionalización" de la banca privada se modificó sustancialmente la estructura normativa y operativa de las instituciones financieras.

En 1983 los Bancos privados y mixtos nacionalizados se transformaron en sociedades nacionales de crédito y al año siguiente se aprobó la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, la Ley Orgánica del Banco de México, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito y se realizaron las reformas a la Ley de Sociedades de Inversión, la Ley Federal de Instituciones de Finanzas, la Ley General de Instituciones de Seguros y la Ley del Mercado de Valores.

Con base a este nuevo marco normativo, la banca se dividió en múltiple y de desarrollo. La primera continuaría funcionando como lo realizaba en el pasado, promoviendo el ahorro interno y financiando a los distintos capitales;

mientras que la segunda se orientaría a fomentar los proyectos de inversión para ampliar las capacidades productivas.

Sin embargo, las instituciones bancarias durante el período de análisis se orientaron a financiar el déficit público. Asimismo, se prosiguió con las medidas de concentración de los recursos, de tal manera que las 60 instituciones bancarias existentes en 1983, se agruparon en 18 instituciones para 1988, con el objeto de tener un mayor control de los recursos financieros del país.

A este respecto, en 1988 BANAMEX y BANCOMER concentraban el 52.0% de los activos totales de la banca comercial y si se agrega a SERFIN y COMERMEX el control asciende al 75.3%.

Pese a la nueva reglamentación y la concentración de los bancos que permitió una mayor participación del Estado en el control de la política crediticia, la captación bancaria y la oferta de créditos descendió debido a que una parte importante de los recursos fueron destinados al pago de la deuda pública.

En efecto, de 1983 a 1987 se transfirieron al exterior 7,717.3 millones de pesos, que representó más de la cuarta parte del ahorro generado internamente; mientras que por concepto de deuda externa se pagaron en forma acumulada para esos mismos años 214,106.8 millones de pesos, lo cual hizo que su participación respecto al PIB pasara de 4.9% en 1982 a 15.4% en 1987.

Por tal motivo, de 1983 a 1988 el ahorro neto nacional se redujo en 0.9 puntos porcentuales del PIB al pasar de 8.6% a 7.7% y se recurrió nuevamente a la deuda externa, que creció a una tasa promedio anual de 5.3%, para los mismos años.

De esta manera, el sistema bancario restringió el financiamiento otorgado a los diferentes sectores productivos al descender de 46.9% como proporción del

PIB en 1983 a 40.9% en 1988. Asimismo, el financiamiento de la inversión fija cayó en 26.7%, para los primeros cinco años del período de análisis.

Por su parte, el mercado de valores experimentó un rápido crecimiento de las actividades bursátiles. El índice de precios y cotizaciones de la bolsa creció de 676.4 en 1982 a 211,531.8 en 1988.

Este proceso se explica por la generación de 11 nuevos instrumentos bursátiles, la mayor participación del Estado en este mercado, las facilidades impositivas y las flexibilidades reglamentarias establecidas para instalar nuevas casas de bolsa y a que la propiedad de los exbanqueros en la bolsa no fuera afectada por la nacionalización.

Esta situación permitió que el grupo de exbanqueros mantuvieran el control sobre los recursos financieros y que la bolsa de valores supliera las funciones de la banca respecto a la captación de recursos y al otorgamiento del crédito.

Al respecto, cabe destacar que en dicho mercado se tuvo un control monopólico de los recursos financieros, ya que para 1989 se tienen detectados 14 conglomerados que participan en las casas de bolsa, aseguradoras, arrendadoras, casas de cambio, promotoras de exportaciones e importaciones, almacenadoras, consultoras, afianzadoras, y demás participan como accionistas en las sociedades nacionales de crédito.

Como en el pasado, en este mercado se otorgó facilidades de crédito a las empresas industriales y comerciales, pero su asignación se dió preferentemente a aquellas en las que se tiene una participación en propiedad.

En síntesis la economía mexicana se encuentra determinada por los intereses de capital privado y el Estado perdió capacidad para reorientar la estructura productiva al cumplimiento de los objetivos nacionales.

El sistema financiero nacional respondió a las necesidades de pagar la deuda

externa e interna, con lo que se canceló la reactivación económica al restringirse la disponibilidad del crédito y con ello se profundizó la crisis de la estructura productiva.

El mercado de valores desarrolló las funciones de captación de recursos y manejo del crédito que le correspondían a la banca. Sin embargo, este mercado se encuentra monopolizado por el grupo de exbanqueros y los recursos financieros se continuaron canalizando a los consorcios industriales y comerciales del país.

### 3.1.2 El mercado de valores después de la nacionalización de la banca

La crisis financiera de 1982 fue un factor que desestimuló la inversión financiera en México, afectando considerablemente al sector bancario y el comportamiento del Mercado de Valores, en forma particular al mercado accionario, cuyo índice de precios y cotizaciones descendió significativamente. La descapitalización de la economía, los altos índices inflacionarios y la depreciación del tipo de cambio fueron factores que propiciaron una creciente especulación en los mercados financieros, en donde las alternativas de inversión en instrumentos financieros eran prácticamente reducidas.

Las condiciones económicas adversas incidieron para que el índice de la Bolsa Mexicana de Valores registrara un retroceso, en términos reales, de 64.1% entre diciembre de 1981 y diciembre de 1982, (véase el cuadro 3.5) como consecuencia de la caída en el precio y demanda del petróleo y al aumento en las tasas internacionales de interés, las cuales originaron expectativas pesimistas al interior del país.

Asimismo, en 1982 se observó que la participación relativa, en el total negociado de valores financieros en la Bolsa, de los instrumentos de renta variable fue de tan solo 1.9%, situación que reflejó la difícil situación de las empresas para respaldar solidamente sus acciones, lo que propició que los inversionistas no destinarán sus ingresos hacia la compra de estos activos.

Por otra parte, la devaluación del tipo de cambio representó para las empresas un mayor agravamiento en su situación financiera, al no existir una cobertura contra riesgo cambiario, la deuda de las empresas contratada en dólares aumentó significativamente. Además las altas tasas de interés les impedía acceder al crédito en moneda nacional, por lo que su actividad productiva fue afectada notablemente. Asimismo, la generación de utilidades, por parte de las empresas, no fue lo suficientemente amplia para garantizar la tenencia de valores de renta variable. Así, por ejemplo, las empresas industriales y siderúrgicas fueron afectadas por la crisis económica, al observarse una drástica caída en sus niveles de utilidades netas, 361.2% y 38.2%, respectivamente, (véase el cuadro 3.1).

Ante los problemas de liquidez que la economía mexicana comenzó a enfrentar a partir del segundo semestre de 1981, el mercado de dinero pasó a constituir el mecanismo financiero más importante del gobierno federal, el cual le ha permitido financiar su creciente déficit público. Así, en 1982 los valores gubernamentales ofrecían atractivos rendimientos a los inversionistas financieros con el objeto de incentivar el ahorro interno y evitar una mayor descapitalización de la economía. En ese año los CETES, el Papel Comercial y las Aceptaciones Bancarias ofrecían una tasa de interés de 57.4%, 53.6% y 48.8%, respectivamente. (véase el cuadro 3.12)

Cabe destacar que la principal fuente de financiamiento del gobierno federal lo han constituido los CETES; en 1982, estos instrumentos participaron con el 74.8% en el volumen total de valores financieros negociados en Bolsa. En ese mismo año, los CETES resultaron ser atractivos para el público inversionista, en un contexto de incertidumbre, dadas sus características de liquidez inmediata y altos rendimientos.

El proceso de reestructuración de la economía iniciado en 1983 fue un factor determinante que incidió para la recuperación del mercado accionario, ya que la renegociación de la deuda externa y la ordenación del mercado cambiario fueron factores que tendieron a normalizar el mercado financiero.

En 1983, el índice de la Bolsa Mexicana de Valores experimentó un crecimiento importante, producto de la confianza en la recuperación de la economía con la puesta en marcha del Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE). Asimismo, el aumento en el índice de precio y cotizaciones también se explica por la creación del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgo Cambiario (FICORCA) que permitió aligerar la carga de la deuda externa de las empresas.

De esta manera, el índice accionario aumentó de 676.4 puntos a 2451.9 puntos, entre diciembre de 1982 y diciembre de 1983, observando un crecimiento nominal de 252.5%; en términos reales el incremento del índice fue de 100.6%. Las ramas económicas que ofrecieron mayores rendimientos reales positivos fueron la Industria de la Construcción, el Sector Comunicaciones y Transportes y la Industria de Transformación, con 110.8%, 106.3% y 99.9% respectivamente, resultados que mostraron una recuperación significativa del mercado accionario. No obstante que los avances registrados en el mercado accionario fueron importantes, la participación relativa de los instrumentos de renta variable en el total operado en el mercado bursátil aumentó tan sólo 0.3 puntos porcentuales con respecto a 1982. Situación que demuestra que el mercado accionario aún no representa una fuente adicional de recursos financieros para las empresas privadas.

Por lo que se refiere al comportamiento del mercado de dinero, los movimientos ascendentes en la tasa de rendimiento de los valores que se negocian en dicho mercado, fue un factor que incidió para que la participación de estos instrumentos aumentara 10.5 puntos porcentuales en relación a 1982, en donde los CETES y el Papel Comercial continuaron mostrando la tasa de rendimiento más alta (53.75 y 55.3%, respectivamente). Este comportamiento de las tasas de interés se explican primordialmente por los incrementos en los niveles inflacionarios que la economía nacional mostró a raíz de la crisis económica y la depreciación del tipo de cambio; la política flexible de tasas de interés se aplicó para elevar la captación en el sistema financiero ante la inviabilidad de acceder al crédito externo.

La confianza que se creó en la economía en 1983 y la mayor importancia que se dió al Mercado de Valores como una mejor opción de inversión y financiamiento, contribuyó favorablemente a que se realizarán inversiones financieras, y permitió a los ahorradores en valores de renta fija y variable elegir aquella cartera de inversión que les redituará mayores ganancias, a pesar del carácter recesivo de la economía. En el mercado de dinero los instrumentos de renta fija ofrecían atractivos rendimientos conforme se desarrollaba la inflación; en tanto que en el mercado de capitales, con la aplicación de FICORCA, mecanismo que utilizan las empresas para protegerse contra cambios en la paridad cambiaria, las acciones tendieron a cotizarse a precios más altos contribuyendo a que el índice de precios y cotizaciones (IPC) de la Bolsa aumentara significativamente, además se observó una recuperación gradual en el nivel de utilidades de las empresas (véase el cuadro 3.1).

### 3.1.3 El comportamiento del mercado de valores en 1984 y 1985

A principios de 1984 se presentaron condiciones favorables para que en el Mercado de Valores existiera un alza importante en los indicadores bursátiles de la Bolsa aunada a una mayor operatividad de instrumentos de renta fija en el mercado de dinero, lo cual se explica por la recuperación de la economía y el descenso en las tasas de interés, aunque es conveniente señalar que el comportamiento del IPC no mantuvo un crecimiento regular.

Así, puede apreciarse que la relativa recuperación financiera de las empresas permitió mejorar las expectativas con respecto a la generación de utilidades por parte de éstas, creando con ello una mayor confianza en los inversionistas para continuar canalizando sus recursos hacia la compra de valores de renta variable, ya que el precio de las acciones mantuvieron una tendencia a la alza. Cabe mencionar, que las acciones reflejan el valor de las empresas y su capacidad de generar utilidades; los incrementos en las cotizaciones señalan una mejoría en las expectativas de los inversionistas respecto a la evolución de la economía. A pesar de ello, la posición de las empresas dentro y fuera

de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) continuó siendo débil, dado que se encontraban en un marco donde subsistía inflación y recesión económica.

De esta manera, el comportamiento de los indicadores bursátiles de la BMV durante los dos primeros meses de 1984 tuvo un crecimiento significativo de 64.7% con respecto al cierre de 1983. Posteriormente, se presentó un ajuste en el índice de la Bolsa, como consecuencia de un aumento en las tasas internas de interés, propiciado por el incremento en las tasas internacionales. Dicha medida se utilizó principalmente para evitar salidas de capitales hacia el exterior y continuar estimulando el ahorro interno; este manejo en las tasas de interés afectó el comportamiento del mercado accionario, lo que propició una caída de 28.4%, en relación al alcanzado en febrero de 1984. No obstante este descenso, a partir del tercer trimestre de ese año, se presentaron dos factores importantes que impulsaron nuevamente al índice hacia la alza, a saber; la desaceleración en la tasa de crecimiento anual de los precios y de la tasa porcentual de depreciación del tipo de cambio, los cuales incidieron para que se reiniciara la tendencia a la baja de las tasas internas de interés. Bajo estas circunstancias, en septiembre de 1984, el índice llegó a su nivel más alto (4,460.3 puntos), representando un crecimiento de 54.6% con respecto a abril de dicho año. Al término del mismo el índice cerró en 4,038.4 puntos.

Por rama económica, los sectores que registraron mayores avances en sus indicadores bursátiles fueron: la Industria de la Construcción (36.6%), la Industria de Transformación (69.6%), el Sector Comercio (94.3%) y el Sector Servicios (83.0%). Los resultados registrados reflejaron que el mercado había retomado un moderado crecimiento en términos nominales (véase el cuadro 3.5).

No obstante los avances registrados, en términos reales el índice registró un retroceso de 97.07 puntos porcentuales con respecto a 1983. La recesión económica afectó notablemente a los sectores Comunicaciones y Transportes, Industria Estructiva e Industria de la Construcción, que en 1984 registraron rendimientos reales negativos. (45.5%, 21.0% y 14.1%, respectivamente). Lo an-

terior demuestra, que en ese año el mercado accionario no representó una alternativa de inversión para el público, ya que aún continuaba la inestabilidad económica en el país, en donde persistía la expectativa de crecientes niveles inflacionarios y depreciación del tipo de cambio.

Por otra parte, en el mercado de dinero, el instrumento de renta fija que continuó mostrando un mayor dinamismo fueron los CETES cuya participación en el total operado en el mercado bursátil se situó en 89.4%, con una tasa de rendimiento inicial promedio de 47.6%. Con ello, los CETES continuaron representando los valores de renta fija a corto plazo que el gobierno federal continuó utilizando para financiar el déficit público.

El segundo instrumento en importancia en el mercado de dinero lo representó el papel comercial cuya participación relativa en el total negociado fue de 1.9%; sin embargo, observó un descenso de 7.0 puntos porcentuales con respecto a 1983.

A principios de 1985 el mercado bursátil comenzó a mostrar un comportamiento incierto, a causa de las condiciones adversas que presentó la economía nacional en dicho año (caída en los precios internacionales del petróleo y movimientos ascendentes en las tasas internas de interés).

La expansión de la demanda de financiamiento y las crecientes expectativas de un mayor deslizamiento del tipo de cambio, dieron pauta a que la tendencia descendente que las tasas de interés venían observando desde el tercer trimestre de 1984 se revirtiera a partir de febrero de 1985. El repunte en las tasas de interés continuó debido al aceleramiento de la tasa inflacionaria y por una disminución en términos reales de la captación institucional de ahorro.

No obstante que la política de tasas de interés se aplicó para incentivar el ahorro en la economía, no se observó una recuperación gradual en la captación bancaria, debido a que el aumento en las tasas internas no contrarrestaron los efectos negativos de la inestabilidad cambiaria, ya que la depreciación

del tipo de cambio redujo en general el rendimiento esperado de los activos en moneda extranjera, ello originó la caída en la intermediación financiera en 1985 que afectó principalmente al sistema bancario. Asimismo, se observó un desplazamiento de los recursos hacia la compra de instrumento no bancarios. De esta manera, los datos del Banco de México señalan que el saldo real de los instrumentos de ahorro bancario que en 1984 creció 5.8% en 1985 se redujo en 13.0%, en tanto que los valores de ahorro no bancario aumentaron durante el año 7.4%, en términos reales. Así, éste segundo tipo de instrumentos pasó a representar el 10.8% del agregado monetario  $M_5$  en diciembre de 1984, hasta un máximo de 18.1% en agosto de 1985 y 12.7% al finalizar el año.

"El crecimiento en la importancia relativa de los instrumento de ahorro no bancario se debió principalmente a dos factores: al menor rendimiento de los instrumentos de ahorro bancario en relación a otros activos financieros y a la ampliación del diferencial entre las tasas de interés activos y pasivos" 25/

Por lo que se refiere al primero de los factores mencionados, puede apreciarse que el alza en las tasas de interés durante el primer semestre de 1985, tanto en los CETES como en los instrumentos bancarios, fue producto del exceso en la demanda de crédito y las crecientes expectativas de devaluación cambiaria; sin embargo, el rendimiento de los CETES fue más atractivo que el de los instrumentos de ahorro bancario. En tanto que en 1984 el diferencial de tasas era prácticamente nula, en 1985 el diferencial en favor de los CETES aumentó de 0.62 puntos porcentuales en enero, a un máximo de 8.65 puntos en julio. Lo anterior indica la importancia que los CETES tienen en el mercado de dinero para continuar fomentando su desarrollo en el mercado de valores.

El posterior aumento en los requerimientos financieros del sector público (RFSP) propició una mayor demanda de crédito, por lo que se presentó un incre-

---

25/ Banco de México, Informe Anual 1985 p. 38 y 39.

mento en las tasas de interés bancarias, reduciendo así el diferencial entre los rendimientos de los CETES y los instrumentos bancarios.

Mientras tanto el segundo factor, la ampliación del diferencial entre las tasas bancarias de interés activas y pasivas, fue un elemento que influyó para que el sistema bancario tuviese una menor importancia relativa en el sistema financiero en 1985, dicha situación se explica por el alto costo de la captación bancaria, lo cual "redundó en un aumento en la carga que representan los subsidios otorgados mediante créditos preferenciales, carga que los bancos comerciales tratan de soportar a través de mayores tasas sobre su cartera libre". 26/ El incremento en el margen entre las tasas de interés activas y pasivas ocasionaron la ampliación de los mercados extrabancarios cuyas operaciones crecieron en forma importante, debido a que el costo del crédito en ese tipo de mercados resulta ser más bajo.

Bajo estas circunstancias, el mercado de dinero continuó mostrando las operaciones más significativas en el mercado bursátil, en donde los CETES siguieron siendo los valores financieros más negociados. (77.1% en 1985). La relación que existe entre la política monetaria con el mercado de dinero ha permitido que los instrumentos a corto plazo muestren atractivos rendimientos de acuerdo al comportamiento de la inflación y del tipo de cambio. De esta manera, la emisión y operatividad de los CETES ha estado en función de los RFSP. Asimismo, su atractivo rendimiento (72.6% en promedio durante 1985) permitió una menor descapitalización de la economía.

El segundo instrumento en importancia lo constituyeron las aceptaciones bancarias, las cuales aumentaron significativamente su participación relativa en total negociado en el mercado, al pasar éstas de 1.9% en 1984 a 12.9% en 1985; este incremento se explica por un aumento importante en el volumen de su emisión, dada la dificultad que tuvieron los bancos para captar recursos a

---

26/ *Ibid.*, p.40

través de los depósitos del público. Asimismo, el cambio en el procedimiento en la colocación de CETES hizo más atractivas las tasas de aceptaciones (70.51%); en septiembre de 1985 se estableció que la tasa de rendimiento y colocación de los CETES debía estar determinado por el mercado, anteriormente la colocación de estos activos consistió en subastar montos predeterminados a las tasas que el mercado libremente fijase. De tal forma, que para incrementar aún más la captación bancaria, los bancos emitieron aceptaciones cuyas operaciones las realizaron directamente con los inversionistas sin la intermediación de una casa de bolsa.

Es conveniente mencionar que durante 1982-1985, la deuda pública del Gobierno Federal, a través de la colocación de valores, se ha incrementado significativamente; los problemas financieros de la economía nacional obligaron al sector público a utilizar al mercado de valores como una fuente importante de financiamiento interno, para corregir el déficit público y los desequilibrios que ha venido registrando la balanza de pagos; de esta manera, la circulación total de valores creció en promedio anual 107.7% durante el período señalado, siendo los bonos de deuda pública en manos del sistema bancario el de mayor colocación en el mercado financiero; sin embargo, los CETES a partir de 1985 incrementaron su participación en la colocación de la deuda interna del gobierno.

Por su parte, en 1985 el índice de precio y cotizaciones de la Bolsa registró un nivel de 11,197.2 puntos, superior en 177.2% en relación al cierre de 1984. En términos reales el índice avanzó 69.3%. El descenso en el precio internacional del petróleo y el aumento en las tasas de interés fueron factores que incidieron en el comportamiento del mercado accionario, ya que a pesar de la recuperación productiva y financiera de las empresas en el último trimestre de 1984 y durante el primer semestre de 1985, el índice registró solamente un avance de 22.7% hasta junio de dicho año; mientras que en términos reales registró un retroceso de 2.33%. Esta situación se explica principalmente a que mientras las tasas de interés de otros activos financieros continúan ascendiendo, estos se vuelven más atractivos al garantizar el gobierno un rendi-

miento al inversionista. Sin embargo, estas circunstancias no propiciaron que el índice continuara retrocediendo, ya que la depreciación del tipo de cambio permitió que el índice tuviera un crecimiento nominal de 125.8% durante el segundo semestre de 1985; en tanto que, en términos reales éste se incrementó 73.4%. La devaluación de la moneda hizo posible que los inversionistas demandaran una mayor cantidad de acciones, debido a que la cotización de algunas de ellas puede ser en dólares, dada la relación que existe entre las empresas y el exterior.

El sismo de 1985 permitió generar nuevas expectativas para los inversionistas bursátiles, el proceso de reconstrucción tuvo un efecto positivo en varios sectores de actividad económica, en particular benefició al de la Industria de la Construcción. En este sentido, dicho sector observó un incremento nominal en su índice de 447.2%, seguido de los sectores Servicios y Comercio, cuyos índices crecieron 228.9% y 206.7%, respectivamente (véase el cuadro 3.3); en términos reales dichos sectores registraron incrementos de 70.1%, 62.8% y 52.7% en ese mismo orden (véase el cuadro 3.4).

Cabe mencionar que, la recuperación que experimentó el mercado accionario puede observarse a través de los rendimientos reales que ofrecen los valores de renta variable, en 1985 los sectores que mostraron mayores rendimientos fueron: la Industria de la Construcción, la Industria de Transformación y el Sector Servicios cuyos rendimientos ofrecidos se situaron en 234.2%, 110.9% y 100.9% respectivamente, en tanto que el sector que ofreció rendimientos reales negativos fue el de Comunicaciones y Transportes con 14.4% (véase el cuadro 3.5).

Los resultados registrados en 1985 mostraron una clara recuperación del mercado accionario con respecto a 1984 aunque su participación en el total operado en la Bolsa aún continuó siendo bajo (4.4% en el año de análisis), ello refleja que el desarrollo de este mercado en ese año aún no representaba una fuente importante de financiamiento para las empresas cotizadas en bolsa.

### 3.1.4 La Situación Económica y el mercado de valores en 1986

El comportamiento del mercado de valores durante 1986 se desarrolló en un contexto de una nueva crisis económica, en donde prevalecieron altos niveles inflacionarios y una caída en la actividad productiva.

La crisis económica de 1986 fue producto de la caída en el precio internacional del petróleo, generador importante de divisas para el país, ello representó para la economía nacional un descenso en los ingresos por concepto de la exportación de dicho producto, traduciéndose en mayores dificultades para hacer frente al pago del servicio de la deuda externa; asimismo, se presentó una contracción en el precio internacional de los productos primarios; ambos factores se conjugaron para generar una aguda escasez de recursos internos, acentuado por la especulación y la transferencia de capitales hacia el exterior, lo cual determinó una seria inestabilidad financiera.

Ante la pérdida de ingresos provenientes de los productos de exportación, las reservas internacionales del Banco Central disminuyeron cerca de 32.0% de enero a julio de 1986, en este último mes las reservas alcanzaron un nivel ligeramente inferior a los 4,000 millones de dólares.

Las condiciones adversas que presentó la economía mexicana, aunada a los crecientes RFSP, propiciaron aumentos continuos en las tasas de interés para continuar incentivando el ahorro interno; asimismo, esta política flexible fue utilizada para contrarrestar los efectos de la inflación sobre el poder adquisitivo del dinero. Sin embargo, la aplicación de dicha política actuó en detrimento de la inversión, frenando la dinámica económica del país. Las tasas de interés sobre instrumentos de ahorro bancario aumentaron entre 1985 y 1986 de 67.8% a 93.2%, de 71.9% a 94.3% y de 74.8% a 95.6%, para los pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento de 1, 3, y 6 meses, respectivamente.

Asimismo, se aceleró el deslizamiento del tipo de cambio, con ello la tasa de depreciación del tipo de cambio controlado que en 1985 fue de 93.0%, se incre-

mentó a 148.0%, lo que contribuyó a acelerar el proceso inflacionario, traduciéndose en una reducción de la tasa de interés real promedio; esta situación se explica debido a que la devaluación de la moneda se traduce en un aumento en los costos de los insumos y de los bienes de consumo importados, lo que propicia un incremento de precios en los bienes y servicios producidos en el país.

Cabe mencionar, que ante la imposibilidad de generar divisas, el gobierno federal hubo de utilizar otras formas de financiamiento, una de ellas lo constituyó la canalización obligatoria de crédito bancario, por lo que el comportamiento de las tasas de interés bancarias mantuvieron una tendencia ascendente, evitando un deterioro en la captación bancaria; el incremento en dichas tasas internas provocó un descenso en la demanda de crédito por parte de las empresas privadas.

No obstante que la crisis económica de 1986 afectó a la economía en su conjunto, el comportamiento del mercado bursátil continuó mostrando una importante recuperación, a pesar del colapso en el precio internacional del petróleo y los altos índices inflacionarios que registró la economía en dicho año.

Los factores que incidieron para que el mercado accionario no fuera afectado por las condiciones adversas fueron: la expectativa de una renegociación de la deuda externa (acuerdo suscrito por el gobierno federal el 22 de julio de 1986 mediante la firma de una carta de intención con el Fondo Monetario Internacional y donde se delineaba la política económica a seguir durante el segundo semestre de 1986 y todo 1987, políticas enmarcadas en el Programa de Aliento y Crecimiento); la protección antinflacionaria de las empresas y la habilidad de algunas de ellas para defenderse de la recesión económica con exportaciones o productos financieros.

Sin embargo, las circunstancias por las que atravesó la economía en 1986 hacía suponer que el mercado accionario no mostraría un comportamiento continuo hacia la alza, debido a que la situación económica del país no permitía a las

empresas privadas generar un mayor margen de utilidades para respaldar solidamente sus acciones en el mercado bursátil, dado que la restricción crediticia, producto de las altas tasas de interés, frenaba la inversión productiva y por tanto la dinámica económica del país. Bajo estas circunstancias, podía esperarse que una creciente especulación de valores de renta variable en el mercado accionario, se traduciría en movimientos ascendentes importantes en el índice de la Bolsa.

En 1986 el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa registró un incremento nominal de 320.6% con respecto a diciembre de 1985, en términos reales el índice avanzó 104.4%. Estos resultados indican que a pesar de la recesión económica el índice accionario continuó registrando aumentos significativos. Es conveniente mencionar que el aumento en las tasas de interés así como en la inflación, no fueron factores que desestimularon la inversión en la Bolsa; sin embargo, se observó un descenso en los rendimientos reales en algunos sectores, con respecto a 1985. De esta manera, los sectores que registraron un retroceso en sus rendimientos fueron: la Industria de la Transformación, la Industria de la Construcción, el Sector Comercio y el Sector Servicios (véase el cuadro 3.5). Lo anterior señala que a medida que el índice de precios y cotizaciones aumenta considerablemente los rendimientos reales no lo hacen en la misma proporción, debido a los efectos que ocasionan la inflación, las tasas de interés y la devaluación del tipo de cambio sobre los valores financieros.

Cabe destacar que en la medida que la inflación y las tasas de interés continúan en aumento, aún existe la posibilidad de que los aumentos de productividad y de producción contrarresten los aumentos en las tasas de interés y, que por lo tanto, la inversión en acciones aún sea rentable. Sin embargo, llega un momento en que los aumentos inflacionarios no se ven compensados en esta forma. Es en este momento cuando comienza a presentarse cierta incertidumbre en el mercado cambiario y los inversionistas buscan protección en otras monedas (divisas). Además cuando la inflación y las tasas de interés llegan su nivel máximo es conveniente invertir en instrumentos de renta fija, ya que ga-

rantiza al tenedor de estos valores un rendimiento. En 1986 los CETES tuvieron un rendimiento nominal promedio de 102.3%, su participación en el volumen total negociado descendió 22.77 puntos porcentuales con respecto a 1985, como consecuencia de una supuesta transferencia de recursos hacia el mercado accionario, cuyos rendimientos reales fueron más atractivos que los registrados en el mercado de dinero. Estas circunstancias propiciaron que en el mercado accionario se presentara una creciente transacción de valores de renta variable, los cuales contribuyeron a un importante ascenso en el índice de la BMV.

### 3.2 El Auge Bursátil en el Mercado de Valores.

En 1987 la actividad económica se desarrolló en un marco de fuertes presiones inflacionarias, las cuales provocaron una creciente incertidumbre en los mercados financieros. La política monetaria se orientó principalmente a incentivar el ahorro interno, lo que representó para la economía un crecimiento en la captación de recursos durante los primeros meses de 1987, tendencia iniciada a mediados de 1986. Los factores que propiciaron dicho incremento fueron, entre otros, los rendimientos reales positivos ofrecidos por los principales instrumentos de ahorro del sistema financiero nacional, a las existencias de diferenciales favorables respecto de los intereses ofrecidos obtenibles en el exterior y a la mayor confianza en la economía nacional que fue generándose a partir de la firma de los convenios con la banca extranjera.

La política de tasas de interés y la especulación originaron cambios significativos en el comportamiento del mercado de valores, debido fundamentalmente a la formación de un importante capital monetario que se canalizó paulatinamente hacia la Bolsa. Es conveniente señalar, que uno de los elementos principales en el desarrollo del mercado de valores lo constituye la intermediación bursátil, esto es, la operación de las casas de bolsa.

De esta manera, el extraordinario desenvolvimiento del Mercado de Valores en 1987 se dió bajo un contexto de altos niveles inflacionarios, alzas continuas en las tasas de interés, bajos niveles de producción en todas las ramas de

actividad económica, etc. Nunca la BMV había sido tan floreciente y nunca la economía nacional había enfrentado tantos problemas.

Durante los meses de enero a septiembre de 1987 la BMV experimentó un auge importante que dió mayor impulso y dinamismo al Mercado de Valores en su conjunto. Los factores que propiciaron el auge fueron: la creciente deuda interna del gobierno federal fincada en aumentos continuos en las tasas de interés de los instrumentos de renta fija; los altos rendimientos financieros que se obtenían en la BMV en comparación con los obtenidos en la inversión productiva, lo cual generó transferencias desde el sector productivo hacia el sector especulativo de las Casas de Bolsa; un retorno importante de capitales atraídos por los altos rendimientos que formalmente ofrecía la especulación bursátil y una canalización significativa de pequeños y medianos ahorradores que desplazaron su dinero de la Banca a la Bolsa.

Cabe destacar que el auge en las operaciones bursátiles comienzan a partir de enero de 1986, cuando se presenta una drástica caída en el precio internacional del petróleo y se acentúa la caída en la economía mexicana, cuyo ciclo conjuntural hacia la baja se había iniciado en junio de 1985, observándose una mayor recesión económica aunada a altos índices inflacionarios, factores que incidieron para que se presentara una creciente incertidumbre en los mercados financieros.

Por lo que se refiere al comportamiento del mercado de capitales, los incrementos en los precios de las acciones fueron significativos, observándose con ello un incremento importante en el índice general de la Bolsa (692.4% en términos nominales, entre diciembre de 1986 y el 6 de octubre de 1987). En términos reales, el índice general de las acciones registradas en la Bolsa aumentó 278.0%, entre diciembre de 1986 y septiembre de 1987.

El indicador denominado "múltiplo precio-utilidad", que no es más que la relación entre el precio de una acción y la utilidad conocida reportada de la misma, es un indicador que tiende a crecer a medida que la utilidad que se reci-

be por acción disminuye. Dicho múltiple en 1985 fue de 4.10 veces, pero al final de 1986 éste de ubicó en 10.93 veces. Lo anterior significa que a finales de 1986 por cada peso invertido en una acción, se obtenía casi la mitad de lo que se lograba en 1985. Se obtenía mucho menos en un momento en que el mercado de valores registraba un auge importante y un incremento vertiginoso. Lo que sucedió es que la compra de acciones ya no se realizaba en función de una utilidad esperada, sino únicamente atendiendo a la expectativa de que el precio de la acción suba; ello conduce a que no se efectúen inversiones reales sino se especule con valores financieros.

En la medida en que las operaciones bursátiles con instrumentos de renta variable aumenta, mercado bursátil se hace cada vez más especulativo y los valores que ahí se comercializan tiene menos que ver con la realidad económica del país y con la realidad financiera de las empresas. El impulso ascendente que registró la Bolsa fue resultado también de la sobredemanda de inversionistas que buscaron proteger sus ahorros de la inflación, pero en un mercado que ofrecía pocas títulos y altos rendimientos, lo que tendió a incrementar el precio de las acciones y por tanto a elevar el índice de precios y cotizaciones de la BMV.

"En los primeros nueve meses de 1987 el índice accionario acumuló una ganancia de 296 mil puntos hasta alcanzar un nivel de 344 mil puntos al cierre de septiembre. Así, la inversión en acciones produjo un rendimiento real de 278.0% en ese período, mientras que en 1986, en el mismo lapso, acumuló un rendimiento de 51.0%. Al cierre de septiembre, el valor de mercado, del total de las acciones cotizadas en la Bolsa, ascendió a 58.3 billones de pesos, en tanto que el valor de las acciones en diciembre de 1986 fue 5.5 billones de pesos". 27/

Por su parte, la política monetaria propició que las tasas de interés hayan

---

27/ Banco de México, Informe Anual 1987, p. 149.

mantenido niveles considerablemente elevados con el objeto de continuar estimulando el ahorro interno, sin embargo, esto hace que los proyectos de inversión vean disminuir la rentabilidad esperada de los mismos, dada la relación inversa que existe entre tasas de interés y la rentabilidad esperada de cada uno de los proyectos de inversión. Al observarse una disminución en la rentabilidad de dichos proyectos, la inversión productiva tiende a descender, afectando así la dinámica económica del país.

En este contexto, las alternativas viables de inversión no resultaron ser aquellas que estaban vinculadas a los sectores productivos sino aquellas relacionadas con la compra de papel especulativo en los mercados bursátiles. Los altos rendimientos que ofrecía esta última propició una transferencia de recursos del sector productivo hacia el sector especulativo, en donde se realizaron compras masivas de títulos financieros.

Cabe mencionar, que los mercados paralelos adquirieron un papel importante en la negociación de valores financieros. Hasta antes de la nacionalización de la Banca, las actividades financieras de los mercados paralelos eran muy pequeñas. El crecimiento y desarrollo de los mismos ha sido vertiginoso y han dado origen a un cambio radical al mercado de dinero en México, en relación a lo que sucedía en 1982. Dicho cambio se expresa en que estos mercados son profundamente especulativos.

Se denominan mercados paralelos de dinero a todo mercado de dinero que no pasa por las instituciones de la banca nacionalizada. Este mercado paralelo tiene dos instituciones principales: las Casas de Bolsa y la Bolsa Mexicana de Valores.

La colocación de deuda interna en el Mercado de Valores por parte del gobierno federal, favoreció el desarrollo de las Casas de Bolsa, pues una proporción importante del volumen de operaciones que se realiza en este mercado se lleva a cabo con bonos de deuda pública y el resto con los valores colocados por las empresas privadas.

Esta alternativa de financiamiento gubernamental se debe, por una parte, a la definición de una política antiinflacionaria, que evita aumentar la oferta monetaria porque generaría excesos en la demanda y por tanto mayor inflación. Por otro lado, la inviabilidad de adquirir nuevos créditos externos imposibilitaron el endeudamiento con el exterior debido a problemas de solvencia para el pago del servicio de la deuda y los intereses.

De esta manera, la opción de financiamiento lo constituyó la deuda interna, vía la colocación de títulos gubernamentales, tales como los Petrobonos y los CETES.

La emisión de CETES y otros valores gubernamentales favorecía tanto al Estado como a las Casas de Bolsa, ya que por un lado, el sector público obtenía recursos para financiar su déficit, mientras que para las Casas de Bolsa la intermediación con CETES en mayores montos significaban mayores y rápidas utilidades, puesto que por su gran liquidez y altos rendimientos tenían mucha demanda entre el público inversionista.

Estas circunstancias propiciaron que los sectores financieros privados hayan adquirido un control importante sobre los recursos que se canalizan hacia el sistema financiero nacional.

El auge que registró la Bolsa en 1987 hizo posible que los rendimientos bursátiles fueran mayores que los rendimientos del papel bancario (pagaré bancario), con lo que el público inversionista trasladaba su dinero desde la Banca hacia la Bolsa, por medio de las Casas de Bolsa. La canalización de recursos a la Bolsa, vía Casas de Bolsa, impulsaba el crecimiento de la Bolsa. Dicho proceso se retroalimenta cuando se observaba un nuevo flujo de capitales que se dirige a la esfera financiera de las Casas de Bolsa. Agréguese el manejo de la deuda pública interna del sector público a través de CETES, Pagarés, Petrobonos, que ha representado la base de las operaciones de las Casas de Bolsa y se tiene un panorama más completo. La especulación en Bolsa y el manejo de la deuda pública interna son los dos factores que sustentan el crecimiento

del mercado paralelo del dinero. En este sentido, la habilidad para manejar los recursos financieros por la intermediación financiera no bancaria, conduce a que recuperen su poder en el mercado de dinero; la pasividad de la banca nacionalizada y la política monetaria facilitan notablemente esta tarea.

El desarrollo de los mercados paralelos propiciaron que en el sistema bancario se observaran movimientos ascendentes en las tasas de interés para evitar una mayor caída en el sistema de captación, este incremento en las tasas tiende a propiciar un descenso en la actividad económica. El dinero se canaliza a los mercados paralelos y hacia la especulación en Bolsa; este proceso propició que en la economía existiera un descenso en los recursos disponibles para destinarlo a los sectores productivos.

Las altas tasas de interés aunada a la especulación de los inversionistas son factores importantes que provocaron el auge en la BMV. El propio incremento en la Bolsa conduce a que en el mercado real, las tasas de interés no bancarias tiendan a subir rápidamente ya que el rendimiento por el incremento en el precio de las acciones es una de las formas en que se presenta en el mercado el interés del dinero.

De esta manera, el auge en el mercado bursátil fue producto de la especulación y de los altos rendimientos que ofrecían los valores gubernamentales. El crecimiento en el valor de las acciones no tuvo correspondencia alguna con el crecimiento de las empresas, con el valor de sus activos y mucho menos con las posibles utilidades que éstas generan. Por el contrario, fue una gran afluencia de dinero, proveniente de diversos sectores, hacia el mercado bursátil, el que hizo posible que el precio de las acciones se incrementaran considerablemente.

La canalización de recursos hacia la Bolsa dió como resultado un creciente intercambio de papeles contra papeles. De esa forma, las acciones y los títulos vieron incrementar su valor nominal en un proceso que no tuvo ninguna relación con la actividad productiva del país.

Bajo estas circunstancias, el índice de la Bolsa alcanzó su nivel más alto el día 6 de octubre de 1987 al llegar éste a 373,216.2 puntos. Los rendimientos reales que registró la Bolsa hasta septiembre fue de 278.03%, porcentaje muy por debajo al obtenido en términos nominales (619.38%). Por sector económico, las ramas que ofrecieron mayores rendimientos fueron el de Comunicaciones y Transportes y el Sector Servicios con rendimientos de 318.6% y 305.8%, respectivamente.

### **3.3 La Caída Bursátil de el Mercado de Valores**

El auge bursátil que experimentó el Mercado de Valores en 1987 dió como resultado una importante generación de recursos que permitieron subsanar, en cierta medida, los problemas financieros tanto del sector público como del sector privado; asimismo generó ganancias extraordinarias para aquellos inversionistas que participaron en el mercado accionario, sin embargo el auge basado en la especulación no es un proceso que dura por tiempo ilimitado, debido a la inestabilidad y a los ajustes que el mercado bursátil comenzó a presentar después de que el índice de la Bolsa alcanzó su nivel más alto, ello condujo a que el 19 de octubre de 1987 el mercado finalizara con un crack cuyos resultados se tradujeron en grandes pérdidas de dinero para los participantes.

Lo acontecido en octubre en la Bolsa Mexicana de Valores se apreció en el auge, el climax y la declinación del mercado bursátil, en dónde la intermediación financiera no bancaria -expresada en la actividad de las casas de bolsa- logró su "regla de oro": comprar barato y vender caro.

#### **3.3.1 El desarrollo del crack bursátil**

La excesiva especulación que se generó al interior del mercado de valores se ubicó fuera de toda relación con los procesos económicos y con las propias finanzas de las empresas inscritas en la Bolsa, en este sentido el auge del mercado bursátil no tuvo una base sólida que permitiera evitar pérdidas cuantiosas para los inversionistas cuando se presentó la caída bursátil, en donde se

observó una espectacular caída en los precios de las acciones de los bancos y las Casas de Bolsa.

El índice de precios y el valor del mercado accionario reflejaron claramente el crecimiento de una opción de inversión a la que se brindó todo tipo de estímulos. Sin embargo, la creciente especulación de valores financieros había rebasado sus propios límites; este proceso especulativo suele presentarse cuando el precio de las acciones sube (o baja) en forma desproporcionada, con la situación económica del país en que se encuentra la Bolsa y/o, cuando esto sucede sin relación con la situación financiera de las empresas que cotizan en Bolsa.

Una situación especulativa como la descrita, es la que se presentó en México, y puede ser observable y medible a través de la relación precio-utilidad. Esta relación mide la proporción que hay entre el precio de mercado de las acciones de una empresa y la última utilidad conocida de la misma.

Cabe destacar que la relación precio-utilidad es un indicador importante que permite al inversionista establecer la ganancia posible que él espera obtener por efecto de la compra de una acción de una empresa determinada. A medida que la relación precio-utilidad aumenta, disminuye la ganancia que por efecto de las utilidades de las empresas, esa acción ofrece a su propietario.

El cuadro 3.8 presenta la evolución del múltiple precio-utilidad. Al final de 1982 la relación precio-utilidad fue de 2.0 veces, debido a que se esperaba una drástica contracción de la economía ante la inviabilidad de acceder al crédito externo, la devaluación del peso frente al dólar y la pérdida de confianza en la economía; estas circunstancias propiciaron que el mercado accionario no tuviera un rápido crecimiento en sus indicadores bursátiles.

No obstante la crítica situación económica, en 1983 y 1984 comienza a observarse la recuperación del mercado accionario, debido a que con la aplicación del Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE) la economía mexicana

inició un nuevo proceso de recuperación económica, situación que creó una mayor confianza en los mercados financieros, principalmente en el sector bursátil. Así, el múltiplo precio-utilidad se ubicó en 4.11 veces y 2.65 veces, respectivamente, como consecuencia del descenso en las tasas de interés y de la inflación, los cuales fueron factores que incidieron en la recuperación del mercado accionario.

En 1985 y 1986 se puede observar que la relación precio-utilidad comienza a crecer rápidamente, principalmente a partir del tercer trimestre de 1986. Al término de los años de referencia el múltiplo se situó en 3.65 veces y 10.04 veces, en dichos años comenzó a presentarse nuevamente un rápido proceso inflacionario acompañado de movimientos ascendentes en las tasas de interés, lo que trajo consigo un menor dinamismo de la actividad económica. Se esperaba que las condiciones cambiantes afectarían el comportamiento del mercado accionario, por lo que se percibiría un descenso en el índice de precios y cotizaciones, debido a que en la medida en que inflación y tasas de interés comienzan a aumentar, los instrumentos de protección (Petrobonos, Metales) se vuelven más atractivos, cuando la economía atraviesa por etapas recesivas.

Sin embargo, en 1985 y 1986 las acciones cotizadas en Bolsa también se vuelven atractivas, esto propiciado por la protección contra devaluación que ofrece FICORCA y la nueva contabilidad de las utilidades que adoptaron las empresas para tomar en cuenta la inflación; de esta manera las acciones se percibieron como protección antidevaluatoria y antiinflacionaria.

En 1987 el múltiplo precio-utilidad crece rápidamente, en septiembre de dicho año la relación se ubicó en 24.11 veces, medida estadística que expresaba la presencia de una fuerte especulación en el mercado accionario; situación que se traduciría posteriormente en una drástica caída de la Bolsa en octubre de ese año. Las personas que invertían en Bolsa, compraban acciones en virtud del incremento esperado en el precio de las acciones y no por el rendimiento en utilidades de las empresas. Si bien es cierto que pudieron registrarse, antes de la caída de la Bolsa, aumentos significativos en las utilidades de las

empresas, el hecho es que el precio de sus acciones aumentaron en forma desproporcionada con estas mismas ganancias, como lo prueba el hecho del aumento tan importante en la relación precio-utilidad.

Después de la caída del mercado accionario la relación precio-utilidad comenzó a descender considerablemente, ya que existieron dos factores importantes que incidieron para que el mercado no tuviera una rápida recuperación: la devaluación del tipo de cambio y los aumentos sucesivos en las tasas de interés, producto de la acelerada inflación que registró la economía mexicana en el último trimestre de 1987. Al término del año el múltiplo precio-utilidad se ubicó en 5.92 veces.

De esta manera, puede apreciarse que el proceso especulativo generado en el mercado accionario fue el factor determinante que propició la caída de la Bolsa en octubre de 1987, dicho proceso ocasionó que no existiera una clara correspondencia entre el precio de las acciones y las utilidades esperadas por las empresas. El alto nivel alcanzado por el múltiplo precio-utilidad reflejó que el mercado accionario se encontraba fuera de la realidad económica del país y que el auge en Bolsa, cuyo sostén fue el proceso especulativo, había alcanzado su límite, la se cual constató con el desplome del mercado accionario.

Por lo que se refiere al comportamiento del índice de precios y cotizaciones se tiene que, después de la caída del mercado accionario, éste se ubicó en 230,597.0 puntos, el valor del mercado pasó de 70 billones de pesos (6 de octubre) a 45 billones; en sólo 14 días la depreciación era del orden de 25 billones de pesos, deterioro que afectó a muchos inversionistas que canalizaron su dinero hacia la bolsa.

Hacia el 27 de octubre el índice de precios se situó en 183,662.0 puntos la caída vertiginosa del mercado era ya de 50.0%, a partir del 6 de octubre cuando llegó a su nivel históricamente más alto. Al finalizar 1987 el índice se ubicó en 105,669.9 puntos, lo que representó un descenso, de octubre a diciem-

bre, de 69.2% (128.7% en términos reales), en ese año el valor del mercado fue de alrededor de 20 billones de pesos.

En términos nominales los rendimientos que el mercado accionario ofrecía hasta septiembre era de 629.4%, por rama económica, los sectores que mayores rendimientos ofrecían fueron: el sector Comunicaciones y Transportes, el Sector Servicios, la Industria Extractiva y la Construcción, cuyos rendimientos se ubicaron en 707.7%, 683.1%, 651.1% y 618.0%, respectivamente.

Sin embargo, en términos reales la especulación había generado rendimientos muy por abajo de los obtenidos nominalmente, ya que el índice general registró un rendimiento de 278.0%, por rama de actividad económica, los sectores que ofrecieron mayores rendimientos fueron el Sector Comunicaciones y Transportes con 318.7%, el Sector Servicios con 305.9% y la Industria Extractiva con 269.3%.

Al término de 1987, el índice general registró un rendimiento real negativo de 13.45%, en donde se observaron retrocesos en el Sector Servicios y en la Industria de la Construcción cuyos rendimientos también fueron negativos, 40.62% y 37.79%, respectivamente.

De esta manera, los resultados registrados hasta septiembre de 1987 mostraron avances importantes en el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa, la especulación generada en el mercado propició la presencia de una mitología de la ganancia fácil en donde muchos inversionistas acudieron a la Bolsa en busca de grandes utilidades, sin embargo, a medida que la relación precio-utilidad se incrementaba aceleradamente, los rendimientos reales que ofrecían las acciones descendían a consecuencia de la especulación en Bolsa. El auge bursátil basado en la especulación no es un proceso que puede durar por tiempo indefinido, lo cual se apreció con la drástica caída que sufrió el mercado accionario el 19 de octubre de 1987, ello demostró que las operaciones en Bolsa se encontraban encubiertas por el gran mito de la ganancia fácil, alimentada por una enorme publicidad irresponsable de las Casas de Bolsa, en las que

ofrecía al público ahorrador altos rendimientos y seguridad en las maniobras especulativas del mercado bursátil; el crack fue la expresión de un sistema monetario con crecientes dificultades financieras al cual era necesario hacerle correcciones importantes para un mejor funcionamiento del sistema, de esta manera deberá generar recursos que contribuyan sustancialmente a impulsar la dinámica económica del país.

Por otra parte, en el mercado de dinero, el gobierno federal continuó con la colocación de valores a corto plazo cuyas tasas de rendimiento continuaron ascendiendo conforme se desarrollaba el proceso inflacionario en la economía, asimismo dicha política se continuó aplicando para evitar fugas de capitales y estimular el ahorro interno.

En 1987 la participación relativa del mercado de dinero en el total operado en Bolsa fue de 89.70%, en donde los CEIES tuvieron una participación significativa (76.50%); el segundo instrumento en importancia lo constituyeron las aceptaciones bancarias cuya participación en el mercado de dinero fue de 8.2%.

Después de la caída del mercado accionario, los rendimientos de los valores a corto plazo y las tasas de interés bancarios mostraron una tendencia ascendente, en particular, los valores de renta fija fueron un factor que alimentaron la caída de la Bolsa propiciando una mayor incertidumbre en la economía nacional.

Cabe destacar, que el desplome del mercado bursátil, las dificultades del mercado crediticio, la devaluación del peso y los problemas en las finanzas públicas mostraron claramente que el país se desenvolvió en una crisis financiera, la cual acentuó los desajustes macroeconómicos, en donde la recuperación del aparato productivo fue débil y la inflación alcanzó sus niveles más altos en la historia del país.

### 3.3.2 Consecuencias del crack bursátil

Sin lugar a dudas la caída del mercado bursátil trajo consigo pérdidas cuantiosas de dinero, tanto para los inversionistas como para las casas de bolsa; la pérdida de capital en grandes proporciones y la ramificación que alcanzó el mercado, generaron una fuerte inestabilidad en los mercados financieros, en donde los capitales buscaban protección mediante la compra de metales y divisas.

Asimismo, la caída vertiginosa del mercado, agudizó la fuga de capitales hacia el exterior, factor que comenzó a presionar la paridad cambiaria dada la creciente demanda de dólares que se presentó en el mercado.

Ante la presión que venía ejerciendo la dolarización y ante la posibilidad de captar recursos que salieron de la Bolsa, más la presión ejercida por la inflación, la política de tasas de interés hubo de ser alterado, por lo que el Banco Central comenzó a aumentar continuamente los rendimientos para los diversos instrumentos financieros, así las tasas de interés rebasaron el límite de los 100 puntos; al finalizar 1987 las tasas se ubicaron en promedio en 108.0% para instrumentos de ahorro bancarios; 129.3% en CETES; 121.1% en Aceptaciones Bancarias; 121.4% para los Bonos de Desarrollo y en 124.0% para el Papel Comercial.

El movimiento ascendente de las tasas de interés restringió aún más el crédito que otorga la banca al sector privado, frenando nuevamente la inversión productiva de las empresas y por tanto la dinámica económica, creando así una mayor recesión económica en el país.

La dolarización de la economía y la fuga de divisas aceleraron la demanda de dólares y el Banco de México se retiró del mercado libre de cambios, dando como consecuencia la devaluación del tipo de cambio.

Sin embargo, la devaluación de la moneda, el aumento en las tasas de interés

y los macroajustes que se presentaron en el mercado bursátil no corrigieron los desajustes macroeconómicos acumulados en la estructura financiera, sino más bien acentuaron la inestabilidad y la ola especulativa acompañadas por fuertes niveles inflacionarios.

En consecuencia, la crisis financiera afectó en un primer momento al mercado de valores, bancarios y cambiarios y alteró las cotizaciones de los metales preciosos, sus efectos se trasladaron a los precios y demás operaciones de compra-venta; bajo estas circunstancias el aparato productivo nacional enfrentó una serie de dificultades, principalmente crediticias, que impidieron dinamizar la actividad económica del país.

#### 3.4 El Mercado de Valores en el marco del Pacto de Solidaridad Económica (PSE), 1988.

En los últimos años la economía mexicana se desarrolló en un contexto de continuos desajustes macroeconómicos, en donde las presiones inflacionarias y la devaluación del tipo de cambio fueron factores que propiciaron inestabilidad económica y financiera al interior del país, situación que provocó la aplicación de políticas de austeridad y disciplina presupuestal aunada a una política monetaria que incentivara el ahorro interno, con el propósito de corregir los desequilibrios en el sector público y el sector externo.

En 1988, la dinámica económica del país estuvo determinada por la instrumentación del Pacto de Solidaridad Económica (PSE), cuyo objetivo principal fue: controlar la inflación y estabilizar la economía nacional. En este sentido, la política monetaria y crediticia hubo de adecuarse a la política delineada en el PSE, debido a que la actividad financiera se desarrolló en un contexto de nula disponibilidad de recursos externos; situación que propició una mayor incertidumbre al interior del país, producto del deterioro en los términos de intercambio y del aumento en las tasas internacionales de interés, factores que tendían a propiciar una mayor transferencia de capitales hacia el exterior.

Bajo estas circunstancias, los resultados positivos que podría alcanzar el programa estaba en función del control de la inflación, y de la devaluación del tipo de cambio, la estabilidad gradual de estas variables macroeconómicas se traduciría en un descenso de las tasas internas de interés, proceso que permitiría dar mayor dinamismo a la actividad económica.

De esta manera, para evitar fuertes presiones en la demanda agregada, se aplicaron medidas de restricción crediticia y de mayor flexibilidad en las tasas de interés con la finalidad de continuar fomentando el ahorro interno, al garantizar un rendimiento real positivo a los ahorristas y por lo tanto la permanencia de capitales en el país.

El proceso inflacionario que se generó a finales de 1987 y principios de 1988 conllevó a una alza en las tasas de interés, como consecuencia del incremento de precios registrado en diciembre de 1987 (15.5%). En promedio mensual la tasa de rendimiento de los CETES aumentó de 121.8% a 154.1% de diciembre a enero; en tanto que el pagaré bancario a un mes se incrementó de 116.6% a 141.1% en el mismo período.

A partir de marzo de 1988 se observó un desaceleramiento en el crecimiento de los precios, factor que tendió a revertir el comportamiento de las tasas de interés. Así, la tasa de los CETES descendió de enero a mayo 103.46 puntos porcentuales, en tanto que la de los instrumentos bancarios descendieron de febrero a mayo 98.53 puntos porcentuales. La caída acelerada en los índices inflacionarios propició que los rendimientos reales de los instrumentos financieros aumentaran significativamente.

La relativa estabilidad que comenzó a presentar la economía nacional a partir del segundo semestre de 1988 no fue un factor determinante para que el mercado bursátil comenzara a observar una rápida recuperación, ya que aún persistía la incertidumbre al interior de la economía y todavía no se disipaba la sombra del crack bursátil.

Al finalizar 1988 el índice de la BMV se ubicó en 211,531.8 puntos, superior en 100.2% en relación al alcanzado en 1987. En ese año el promedio del múltiplo precio-utilidad (p/u) fue de alrededor de 5.50 veces. Al inicio de dicho año se presentaron cambios importantes en el comportamiento del índice, mismo que pasaron desde un miniboom durante enero y febrero hasta lo que normalmente pudiera denominarse como un crack para marzo, ello se explica debido a que el índice registró un incremento de 89.8% de diciembre de 1987 a febrero de 1988; sin embargo, en marzo de este último año el índice retrocedió 13.05% con respecto a febrero. De abril a diciembre de 1988 el índice únicamente avanzó 37.2% estas variaciones que se presentaron se debieron al hecho de que el mercado accionario esta acostumbrado a cambios significativos en un entorno de giros bruscos en la actividad económica, una historia de alta inflación y altos rendimientos esperados.

En términos reales el índice registró un crecimiento de 32.03% de diciembre de 1987 a diciembre de 1988, por rama económica, los sectores que observaron mayores rendimientos reales positivos fueron: el de Comunicaciones y Transportes (58.3%), la Industria de la Transformación (22.16%) y la Industria de la Construcción (18.7%).

No obstante los resultados obtenidos, durante la mayor parte de 1988 el índice mantuvo rendimientos reales negativos, es a partir del último bimestre cuando éste comienza a observar rendimientos positivos, de ahí que el mercado accionario no mostrara la recuperación esperada en ese año; sin embargo, con el cambio de gobierno y la nueva concertación económica (Programa de Estabilidad y Crecimiento Económico) se creó una mayor confianza en la economía, por lo que en 1989 se observó una recuperación gradual del mercado accionario.

Mientras tanto, en el mercado de dinero, el gobierno continuó aumentando la colocación de valores gubernamentales, originado primordialmente por la pérdida de dinamismo en la captación bancaria, dicha colocación paso de 31,772.5 miles de millones de pesos en diciembre de 1987 a 72,971.5 miles en diciembre de 1988. Asimismo, la colocación se comenzó a realizar a plazos más cortos a

fin de permitir que el descenso de las tasas nominales de interés se tradujera en una rápida caída del costo promedio de los financiamientos contratados por el gobierno federal. Bajo estas circunstancias, a partir de diciembre de 1987 se comenzaron a emitir CETES a siete días. La participación en el total negociado de éstos instrumentos en el mercado bursátil fue de 83.5%, lo que demuestra que el gobierno federal continuó financiando su déficit público vía la colocación de valores a corto plazo; mientras tanto los restantes instrumentos de renta fija mantuvieron sin movimientos importantes su nivel de participación en el mercado bursátil.

Así, puede observarse que el comportamiento del mercado de valores en 1988 estuvo enmarcado en un contexto de creciente incertidumbre, debido a que aún persistía una débil recuperación del aparato productivo, lo que no propició avances importantes en los indicadores bursátiles de la Bolsa ante la expectativa de un posible fracaso del programa antiinflacionario; asimismo, el antecedente del crack bursátil en octubre de 1987 fue un factor que desestimuló la inversión en el mercado, debido a las grandes pérdidas de dinero que se registraron con la caída de la BMV.

### 3.5 Política de Financiamiento del Déficit del Sector Público a través de la colocación de Valores de Renta Fija.

La política que el gobierno mexicano utilizó para subsanar los problemas financieros del sector público fue la colocación de deuda pública interna a través de valores de renta fija. Esta política comenzó a utilizarse en mayor proporción a partir de la crisis económica de 1982 en donde se presentaron serias dificultades financieras para hacer frente a los crecientes requerimientos financieros del sector público y privado.

De esta manera, el mercado de dinero representó para el gobierno una fuente adicional de recursos, los cuales fueron utilizados para corregir los desequilibrios del sector público y de la balanza de pagos, ello implicó por tanto una mayor circulación de valores de renta fija y un aumento considerable de

la deuda pública interna del gobierno federal, como consecuencia del alza continúa en las tasas de interés, que tuvo lugar entre 1982 y el primer trimestre de 1988 producto de la inflación y devaluación de la moneda frente al dólar.

Al término de 1987, el 41.4% de los recursos provenía de la colocación de valores, dentro de ellos los CETES representaron el 88.3%, y el 49.1% del saldo de la deuda interna tenía como acreedores a las empresas privadas y los particulares. En tanto que, para 1988 y 1989 los recursos que provienen de la colocación de valores han venido mostrando un descenso, observándose una mayor participación de la banca comercial y de desarrollo (18.5 y 19.8% respectivamente). Bajo estas condiciones, la deuda interna del gobierno federal se ha encarecido y depende básicamente de los valores a corto plazo y con gran liquidez

Por lo anterior puede apreciarse que se han registrado tres cambios importantes en materia de deuda interna: su rápido crecimiento, el que cada vez se documenta a través de valores de corto plazo y que dependa crecientemente de los recursos que capta directamente de los ahorradores privados.

Las necesidades de financiamiento para solventar los requerimientos de los gastos que realiza el gobierno, las dificultades para obtener recursos en los mercados internacionales, la necesidad de evitar una fuga de capitales y el desarrollo que adquirió el Mercado de Valores, pueden considerarse como los factores más importantes de la acelerada expansión que ha sufrido el endeudamiento interno del gobierno federal.

La deuda denominada en valores ha sufrido modificaciones sustanciales en su composición. Cabe mencionar que mientras en 1977 se obtenía el 93.3% a través de los Bonos de Deuda Pública Mexicana, en diciembre de 1987, y en el tercer trimestre de 1988 únicamente se captó con dichos valores el 1.1% y 0.5% respectivamente. Lo que ha implicado que estos títulos de largo plazo tiendan a desaparecer.

De esta manera los títulos de mediano y corto plazo han venido ganando terreno en el monto total de valores negociados. Si en 1977 solamente equivalían el 0.7% del saldo de los valores en circulación, al término de 1987 representaron el 98.9% del saldo en circulación.

Puede apreciarse que este cambio ha sido impulsado por los CETES, los cuáles han adquirido una gran importancia en la negociación de valores y han continuado siendo el principal instrumento de financiamiento del gobierno federal.

Los CETES comenzaron a aparecer en el mercado en 1978, en ese año representaban el 0.97% del monto total de valores en circulación. A partir de ese momento empiezan a incrementarse los montos colocados y al término del auge petrolero (1981) alcanzaban ya el 10.0%. Con la recesión económica las emisiones de CETES adquieren una mayor importancia, al finalizar 1982 representaron el 13.0% del saldo de los valores gubernamentales en circulación, en 1985 llegaron a casi el 39.0% y en diciembre de 1987 registraron la cifra de 88.3%. Es así como el papel que hace diez años ocupaban los Bonos de la Deuda Pública (de largo plazo) ahora lo ocupan los CETES, marcando la pauta fundamental al desenvolvimiento de la deuda pública interna.

Por lo que se refiere a la estructura de la deuda pública también puede observarse que la capacidad para captar de manera directa recursos de los particulares se ha incrementado. Esta situación ha sido impulsada no sólo por la necesidad que tiene el gobierno de recursos adicionales, principalmente ante la restricción de financiamientos externos, también influye la necesidad de retener los excedentes financieros de los particulares en el país e incluso tratar de motivar su regreso y ofrecer alternativas de inversión acordes con el desenvolvimiento de la inflación. (véase el cuadro 3.14)

CUADRO 3.1

Utilidades Netas de las Empresas

(millones de pesos de 1978)

	1980	1981	1982	1983
Autopartes	1,506.5	1,614.8	245.8	276.8
Bienes de Consumo	2,629.1	1,853.5	578.5	235.1
Comercial	3,671.1	3,215.1	395.1	723.8
Construcción	1,973.6	2,794.7	1,444.9	944.3
Electricidad	935.9	1,122.7	( 103.9)	200.1
Spos. Industriales	6,737.0	1,151.9	(5,312.3)	83.9
Metalúrgico	1,546.1	1,540.0	529.4	339.0
Maq. Transporte	875.8	691.2	(1,787.6)	( 473.8)
Minería	2,401.9	773.5	663.6	2,106.5
Papel	1,742.9	2,080.6	556.6	894.5
Química	1,973.4	2,235.7	1,707.5	1,999.1
Com. y Transp.	3,210.5	3,207.3	6,542.6	3,046.4
Servicios	11.1	23.7	7.9	13.8
Siderurgia	2,254.6	2,578.1	(1,593.9)	2,542.4
T o t a l	30,689.4	26,712.8	( 381.6)	7,939.2

FUENTE: Anuario Bursátil de la Bolsa Mexicana de Valores

Cuadro 3.1

Índice de Precios de las Acciones Cotizadas en Bolsa por Sector de Actividades Económicas 1961-1966

concepto	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1960 I.
Índice General	907.9	676.4	2,451.5	4,839.4	12,197.2	67,161.2	165,669.0	311,521.8	618,425.1	672,126.1
Industria Extractiva	47.1	58.6	171.3	215.4	455.8	2,426.6	6,973.5	12,171.3	23,858.6	28,051.5
Industria Transf.	77.2	83.4	156.8	266.0	918.8	2,696.8	7,428.1	13,757.3	25,959.3	34,038.3
Industria Coast.	131.2	50.4	192.6	262.3	1,435.3	5,214.1	9,218.1	16,599.4	16,113.9	32,575.2
Sector Comercio	72.9	61.5	191.3	371.7	1,740.0	2,669.0	8,054.3	13,165.3	27,613.1	63,446.6
Comunica. y Transp.	185.2	185.2	692.6	599.0	839.3	2,317.2	10,972.6	24,672.8	81,771.6	170,790.2
Sector Servicios	76.9	57.2	158.9	230.8	956.6	2,152.5	3,313.3	2,990.0	7,204.1	11,355.0
Varios	61.3	60.8	122.9	286.3	631.2	2,369.8	6,265.8	15,931.6	30,072.3	35,597.7

Fuente: Elaboración en Base a los Indicadores Económicos del Banco de México  
I/ Cifras a Julio.

Cuadro 3.3

## Rendimientos Nominales por Sector Económico

(Estructura Porcentual)

Concepto	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Índice General	(28.26)	262.89	64.70	177.27	320.65	124.35	100.18	98.04	60.68
Industria Extractiva	24.41	192.32	25.74	111.60	476.26	165.50	74.54	96.02	17.57
Industria Transf.	(43.78)	261.30	69.54	145.41	205.45	164.65	85.20	88.70	31.12
Industria Const.	(61.56)	280.95	36.61	447.19	263.28	76.80	80.00	57.40	26.57
Sector Comercio	(15.63)	211.05	94.39	206.79	134.12	201.77	63.45	109.74	130.39
Comunic. y Transp.	76.34	370.53	(15.22)	(0.11)	176.09	373.53	126.68	228.76	106.86
Sector Servicios	(25.62)	177.65	83.00	228.95	123.02	53.93 ( 9.75)	148.94	166.20	
Varios	(33.44)	201.22	132.95	129.47	275.44	155.96	162.65	86.75	18.37

Fuente: Elaboración en base a los Indicadores Económicos del Banco de México

: Cifras a Julio

Cuadro 3.1

## Índice Deflactado por Sector Económico

concepto	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 1/
Índice General	485.78	175.55	352.96	364.38	616.86	1.261.19	1.691.63	1.441.61	2.382.01	2.977.64
Industria Extractiva	24.31	15.21	24.66	15.43	25.11	70.33	72.03	82.91	135.74	124.09
Industria Transp.	39.65	11.24	22.31	24.00	56.62	75.15	76.72	52.72	147.71	156.56
Industria Const.	67.72	13.48	27.57	23.68	79.87	139.60	95.23	113.62	148.62	148.53
Sector Comercio	37.63	15.56	21.47	33.53	62.86	71.46	83.19	89.69	157.15	206.69
Comunic. y Transp.	54.29	49.97	95.16	56.04	46.24	62.04	113.33	179.44	485.38	759.59
Sector Servicios	39.69	14.45	22.82	24.23	52.70	57.63	34.22	29.37	41.06	65.73
Varios	31.44	10.59	17.63	25.63	21.77	63.45	62.45	268.53	171.15	157.49

Fuente: Elaboración propia en base a los Indicadores Económicos del Banco de México.

1/ Cifras a Julio.

Cuadro 3.5

## Rendimientos Reales por Sector Económico 1962-1990

(Estructura Porcentual)

Concepto	1962	1963	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 1/
Índice General	(64.12)	100.55	3.58	69.33	104.44	(15.45)	32.03	65.45	25.01
Industria Extractiva	(37.43)	61.74	(21.02)	2.11	180.09	2.42	15.11	63.77	( 8.60)
Industria Transf.	(71.74)	95.91	6.62	110.92	48.46	-2.09	22.16	57.64	1.90
Industria Quím.	(60.68)	110.78	(14.15)	234.19	76.55	(31.79)	18.71	31.50	( 0.05)
Sector Comercio	(57.59)	72.12	22.06	87.29	13.79	16.42	7.61	75.21	78.60
Comunic. y Transp.	(11.47)	106.26	(45.50)	(14.43)	34.17	82.67	58.33	159.35	62.35
Servicios	(62.58)	53.67	19.94	100.91	9.35	(40.62)	(40.47)	101.28	60.26
Varios	(66.53)	66.57	46.35	34.61	82.48	( 1.26)	73.23	57.70	( 7.98)

Fuente: Elaboración propia en base a los Indicadores Económicos del Banco de México.

1/ Cifras a Julio.

Cuadro 3.6

## Índice de Precios y Cotizaciones, Rendimiento Nominal y Real

AÑO	MAXIMO		MINIMO		ULTIMO		RENDIMIENTOS (%)	
							NOMINAL	REAL
1980	1,432.40	30-Dic.	1,106.53	30-Sep.	1,432.24	30-Dic.	-	-
1981	1,490.31	23-Ene.	769.27	17-Nov.	947.87	30-Dic.	(32.52)	(45.57)
1982	1,004.28	08-Mar.	889.60	05-Jun.	676.35	30-Dic.	(28.65)	(64.12)
1983	2,451.93	29-Dic.	695.81	26-Ene.	2,451.93	29-Dic.	262.52	100.55
1984	4,460.38	21-Sep.	2,352.00	02-Ene.	4,038.43	28-Dic.	64.70	3.48
1985	11,444.53	19-Dic.	3,452.17	23-Ene.	11,197.17	30-Dic.	177.27	69.37
1986	47,101.03	30-Dic.	10,825.95	06-Ene.	47,101.03	30-Dic.	320.65	104.44
1987	373,216.24	06-Oct.	27,224.65	02-Ene.	125,569.95	20-Dic.	124.25	(13.45)
1988	230,094.15	25-Nov.	86,606.75	07-Ene.	211,531.78	26-Dic.	100.18	32.03
1989	483,618.77	21-Sep.	283,715.32	11-Ene.	418,925.13	29-Dic.	98.04	65.45
1990	683,541.98	25-Jul.	605,662.66	05-Jul.	673,135.14	31-Jul.	66.67	7.67
1990								
Ene.	444,748.2	31-Ene.	417,425.85	02-Ene.	444,748.24	31-Ene.	6.16	1.23
Feb.	482,448.68	23-Feb.	451,544.00	06-Feb.	473,018.11	28-Feb.	6.36	4.00
Mar.	459,618.77	10-Mar.	471,220.02	01-Mar.	459,618.77	30-Mar.	2.50	1.72
Abr.	528,295.27	19-Abr.	495,749.26	02-Abr.	525,606.00	30-Abr.	7.35	5.74
May.	552,604.00	15-May.	549,660.15	02-May.	650,269.00	31-May.	23.72	21.65
Jun.	654,945.49	01-Jun.	599,636.74	27-Jun.	615,352.99	29-Jun.	( 5.37)	( 7.41)
Jul.	683,541.98	25-Jul.	605,662.66	05-Jul.	673,135.14	31-Jul.	9.33	7.99

FUENTES: Elaboración en base a los índices registrados en la Bolsa Mexicana de Valores.

cuadro 3.7

## Índice de Precios Nóminal y Deflacionado por Sector Económico 1967

Concepto	Índice General		Índice Deflacionado	
	Al 3o. Trim.	Al Final	Al 3o. Trim.	Al Final
Índice General	343,514.8	105,659.5	4,767.22	1,091.43
Industria extractiva	19,728.9	6,973.5	273.77	72.03
Industria transf.	15,849.6	7,428.1	219.94	76.72
Industria const.	37,437.6	9,218.1	519.52	95.21
Sector Comercio	23,687.2	4,054.3	189.93	83.19
Comunic. y Transp.	15,717.6	10,972.6	259.74	113.33
Servicios	16,856.1	3,313.3	233.91	34.22
Varios	70,553.3	6,065.8	285.23	62.65

Fuente: Elaboración en base a los Indicadores Económicos del Banco de México

Cuadro 3.8

Relación Precio-Utilidad, Precio-Valor Contable del Mercado Accionario 1983-1990

	1983		1984		1985		1986		1987		1988		1989		1990	
	P/U	P/UC	P/U	P/UC	P/U	P/UC	P/U	P/UC	P/U	P/UC	P/U	P/UC	P/U	P/UC	P/U	P/UC
ENE.	3.91	0.20	5.29	0.79	3.64	0.32	4.67	0.38	11.71	0.80	7.57	0.89	5.01	0.71	9.43	1.07
FEB.	4.52	0.38	6.05	0.83	2.06	0.33	4.57	0.37	14.17	0.77	8.47	1.00	5.22	0.71	10.55	1.12
MAR.	4.84	0.40	4.50	0.57	3.35	0.35	4.01	0.35	15.18	1.14	7.25	0.79	4.96	0.60	12.30	1.05
ABR.	5.01	0.45	4.32	0.39	3.06	0.34	2.86	0.32	17.40	1.15	6.32	0.65	5.51	0.67	12.10	1.23
MAY.	5.12	0.49	4.18	0.42	2.44	0.36	3.76	0.37	17.30	1.10	4.67	0.63	6.65	0.89	13.19	1.30
JUN.	5.25	0.61	3.86	0.40	2.12	0.35	3.83	0.39	20.19	1.39	4.67	0.67	7.29	0.91	10.63	1.33
JUL.	4.87	0.62	4.02	0.41	2.25	0.35	4.26	0.43	19.64	1.26	4.19	0.61	7.53	0.92	11.55	1.44
AGO.	5.07	0.72	4.12	0.48	2.33	0.34	5.47	0.47	22.09	2.04	4.53	0.69	7.75	1.00		
SEP.	4.86	0.73	4.58	0.46	2.50	0.35	6.81	0.49	24.11	2.34	4.57	0.69	6.51	0.80		
OCT.	3.91	0.58	5.31	0.47	3.41	0.36	7.68	0.51	9.84	1.60	4.35	0.60	8.40	0.91		
NOV.	3.92	0.61	4.60	0.40	3.64	0.37	8.87	0.53	6.17	0.74	5.14	0.71	8.24	0.89		
DIC.	4.80	0.62	4.11	0.33	3.65	0.39	10.04	0.56	5.92	0.78	4.82	0.67	6.88	0.91		

FUENTE: Anuario Bursátil e Indicadores Bursátiles de la Bolsa Mexicana de Valores.

Cuadro 3.3  
Operaciones en el Mercado Bursatil  
(Miles de Millones de Pesos)

CONCEPTO	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 1/
<b>T O T A L</b>	<b>15,361.4</b>	<b>25,434.1</b>	<b>75,676.7</b>	<b>307,864.2</b>	<b>967,566.2</b>	<b>1'159,948.6</b>	<b>397,062.8</b>
Valores de Renta Variable	370.5	1,129.9	3,760.1	23,024.1	17,544.7	35,777.6	10,705.1
Valores de Renta Fija	14,312.0	23,377.6	68,883.5	279,137.7	940,205.2	1'125,600.8	383,625.6
CETES	13,734.4	19,602.5	41,294.4	240,167.3	838,160.4	997,967.6	333,503.8
Aport. Bancarias	285.0	3,281.2	24,938.1	25,672.1	6,695.4	16,620.4	17.7
Papel Comercial	289.4	494.1	2,713.4	10,082.0	23,387.3	33,032.9	19,716.8
Pagará Bancario	-	-	105.4	8.1	44,781.6	2,405.5	8,166.6
Bursatil	-	-	-	50.1	10,699.6	64,315.4	20,995.6
Bonos	-	-	-	-	-	-	-
PAGARE DE LA TESOPM	-	-	32.2	2,937.9	16,270.9	11,742.0	1,057.4
Bonos Tesoreria Fed.	-	-	-	-	-	13.0	138.3
Valores de Largo Plazo	678.2	926.4	3,093.1	5,722.4	9,816.9	8,470.5	2,732.1
Bonos de Indemniz. Bancaria	269.4	84.7	119.0	94.5	62.0	6.2	6.0
Bonos de Recov. Urbano	-	0.1	6.9	19.7	80.3	452.4	0.8
Petrobonos	282.6	684.5	2,432.4	6,389.8	7,677.0	3,784.0	879.0
Obligaciones del Gob. Fed.	126.0	157.2	534.8	1,218.4	2,017.6	3,579.2	1,329.1
Bonor Ajustables	-	-	-	-	-	172.2	12.3
Bonos Bancarios para del Desarrollo Industrial	-	-	-	-	-	479.5	510.3

FUENTE: Elaboración con Base en los Indicadores Económicos del Banco de México  
1/ cifras a marzo.

Cuadro 3.10

Participación de los Valores Financieros en el Volumen Total Negociado en Bolsa, 1984-1990

(Estructura Porcentual)

CONCEPTO	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 1/
<b>T O T A L</b>	<b>100.00</b>						
<b>Valores de Renta Variable</b>	<b>2.41</b>	<b>4.44</b>	<b>4.90</b>	<b>7.48</b>	<b>1.82</b>	<b>3.06</b>	<b>2.70</b>
<b>Valores de Renta fija</b>	<b>53.16</b>	<b>91.21</b>	<b>91.92</b>	<b>95.57</b>	<b>97.17</b>	<b>96.22</b>	<b>96.51</b>
<b>CETES</b>	<b>89.41</b>	<b>77.07</b>	<b>56.36</b>	<b>76.61</b>	<b>86.65</b>	<b>93.31</b>	<b>94.00</b>
Acept. Bancarias	1.98	12.90	32.95	8.40	0.70	1.45	N.S.
Papel Comercial	1.89	1.95	3.58	3.27	2.41	2.82	4.96
Pagará Bancario	-	-	-	-	-	-	-
Bursatil	-	-	N.S.	4.62	0.20	2.85	-
Bonds	-	-	-	N.S.	1.10	5.50	5.25
<b>PAGAPES</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>N.S.</b>	<b>0.95</b>	<b>1.69</b>	<b>0.97</b>	<b>0.27</b>
Bonos Tesorería Fed.	-	-	-	-	-	N.S.	N.S.
<b>Valores de Largo Plazo</b>	<b>4.42</b>	<b>3.64</b>	<b>4.08</b>	<b>1.85</b>	<b>1.01</b>	<b>0.72</b>	<b>0.69</b>
Bonos de Inducian. Bancaria	1.76	0.33	0.16	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.
Bonos de Remor. Urbano	-	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.	N.S.
Petrobonos	1.84	2.70	3.21	1.42	0.79	0.32	0.22
Obligaciones	1.82	0.61	0.71	0.39	0.10	0.11	0.33
Bonos Ajustables del Gc. Fed.	-	-	-	-	-	N.S.	N.S.
Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial	-	-	-	-	-	N.S.	0.12

FUENTE: Elaboración con Base en los Indicadores Económicos del Banco de México

1/ Citar a marzo.

N.S. no significativo.

Cuadro 3.11

Valor de las Acciones en Circulación por Sectores de Actividad Económica, 1983-1990

(Miles de Millones de Pesos)

CONCEPTO	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990 1/
T O T A L	635.9	703.0	1,567.4	3,155.3	18,415.3	48,721.3	104,323.2	151,827.4
Industria extractiva	42.0	35.4	47.3	334.3	935.2	1,459.3	2,272.9	2,144.3
Industria Transf.	163.3	280.3	639.4	2,124.7	6,897.0	12,846.3	20,227.4	25,384.0
Industria Const.	30.9	35.6	168.7	751.1	2,121.4	3,787.9	6,877.5	8,634.9
Sector Comercio	52.3	58.4	183.7	503.0	1,583.3	2,274.1	5,057.6	4,193.7
Comun. y Transp.	55.5	47.0	45.4	191.7	555.3	1,436.1	5,321.5	5,842.9
Sector Servicios	40.3	66.0	213.3	712.2	2,932.9	26,386.4	51,463.1	80,167.1
Varios	68.5	132.3	244.0	919.6	3,116.1	6,138.3	13,052.5	17,376.2

FUENTE: Elaboración en base a datos del Banco de México.

1/ Cifras a Junio.

Cuadro 3.12

Tasas de Interés Sobre Instrumentos de Ahorro no Bancarios  
(Estructura porcentual)

	C E T E S			Papel Comercial	Aceptaciones Bancarias
	1	3	6		
<b>Diciembre</b>					
1980	-	27.73	-	26.57	-
1981	-	33.23	-	33.31	32.08
1982	47.35	57.44	-	53.64	48.77
1983	52.30	53.75	-	55.26	50.69
1984	47.66	49.18	49.34	46.70	46.66
1985	71.18	74.15	S/C	72.37	70.51
1986	99.21	105.55	S/C	99.90	98.44
1987	121.84	133.04	S/C	121.59	117.50
1988	52.30	51.47	S/C	53.17	54.91
1989	40.56	40.33	S/C	40.92	40.57
1990					
ENE	41.37	40.28	S/C	41.66	41.25
FEB	45.14	43.05	S/C	45.75	45.36
MAR	46.64	45.17	S/C	47.03	46.95
ABR	44.23	44.07	S/C	45.42	42.70
MAY	36.92	38.00	S/C	38.64	37.69
JUN	32.52	33.52	S/C	33.28	32.55
JUL	30.60	31.63	31.27	31.33	30.56

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México

S/C Tasa no cotizadas

Nota: Cotizaciones en base a su mercado primario.

Cuadro 3.13

TASAS DE INTERÉS SOBRE INSTRUMENTOS DE AHORO BANCARIO Y OPERACIONES INTERBANCARIAS EN MONEDA NACIONAL  
ESTRUCTURA PORCENTUAL

	PAGARÉS CON RENDIMIENTO LIQUIDABLE AL VENCIMIENTO					INTER- BANCARIA
	DE 1 MES	DE 3 MESES	DE 6 MESES	DE 9 MESES	DE 12 MESES	
1981	-	-	-	-	-	37.89
1982	-	-	-	-	-	45.89
1983	-	57.15	60.37	63.27	59.60	56.07
1984	46.35	47.45	48.60	47.80	47.80	57.74
1985	47.81	71.92	74.96	51.00	50.00	66.01
1986	93.25	94.30	95.65	51.00	50.00	110.35
1987	116.58	120.35	120.73	51.00	50.00	121.30
1988	38.25	31.75	31.75	31.75	31.75	57.33
1989	37.33	34.79	28.88	S/C	S/C	S/C
1990						
ENE	37.75	33.69	27.32	S/C	S/C	S/C
FEB	41.29	33.76	27.32	S/C	S/C	50.13
MAR	42.30	34.04	27.32	S/C	S/C	N.D.
ABR	41.02	34.06	27.32	S/C	S/C	N.D.
MAY	34.35	31.95	27.30	S/C	S/C	N.D.
JUN	28.76	29.12	26.63	S/C	S/C	N.D.
JUL	27.10	27.59	26.22	S/C	S/C	N.D.

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México  
S/C Tasas no Cotizadas  
N.D. No Disponible

CUADRO 3.14

Composición de los Acreedores de la Deuda del Gobierno Federal  
denominada en Valores  
(Estructura porcentual)

A ñ o	Banco de México	Banca 1/	Otros 2/	Empresas y Particulares
1977	99.3	0.0	0.0	0.6
1978	98.1	0.5	0.0	1.4
1979	94.3	0.2	2.1	3.4
1980	91.5	0.2	1.7	6.6
1981	89.9	2.6	1.6	5.9
1982	85.4	3.3	1.5	9.8
1983	81.4	3.1	5.1	10.4
1984	80.0	1.9	3.5	14.6
1985	70.9	3.0	3.1	23.0
1986	58.6	4.4	3.2	33.8
1987	41.4	7.6	1.9	49.1
1988	30.4	18.5	1.1	50.0
1989 1/	27.1	19.8	4.3	48.7

FUENTE: Elaboración con base en los Indicadores Económicos del Banco de México. 1/ Banca Comercial y de Desarrollo. 2/ Incluye básicamente el Sector Público no bancario.  
1/ Cifras a septiembre.

## CAPITULO 4

### EL MERCADO DE VALORES ANTE LA APERTURA DE LOS SERVIDORES FINANCIEROS.

El Sistema Financiero representa para la economía de un país el principal mecanismo financiero que impulsa en forma integral el desarrollo económico, vía la canalización de recursos financieros, los cuales son captados por las instituciones financieras que apoyan sustancialmente la actividad económica.

En México, la viabilidad de contar con un sistema financiero eficiente y rentable debe expresarse en una organización moderna que apoye e incentive la productividad y competitividad de la economía. La rápida evolución de las condiciones en los mercados financieros internos y externos, producto de la mayor integración económica mundial y de los cambios técnicos y tecnológicos en la intermediación financiera, conduce a la modernización acelerada del sistema bancario y principalmente del Mercado de Valores, con el propósito de presentar nuevos productos y servicios financieros, para que el inversionista cuente con alternativas de inversión rentables.

En el Plan Nacional de Desarrollo (1989-1994) se establecen los siguientes propósitos para llevar a cabo la modernización del sistema financiero:

- Aumentar la eficiencia operativa y la autonomía de gestión de la banca, ya que la viabilidad y eficiencia del sistema bancario será importante para que la banca múltiple enfrente con éxito el reto de un entorno financiero crecientemente competitivo, cambiante y tecnológicamente avanzado.

Examinar la reglamentación relativa a banca y crédito, instituciones de seguros y finanzas; mercado de valores y otros intermediarios financieros, para garantizar el sano y eficiente funcionamiento de los mercados financieros y el control del sistema con la autonomía de gestión y la flexibilidad necesarias para su crecimiento y adecuación a las nuevas condiciones económicas y financieras.

- Articular mayor las funciones del sistema bancario con las de los intermediarios financieros no bancarios.
- Financiar el crédito selectivo con los recursos de los bancos y fideicomisos de fomento.
- Incrementar el beneficio social de los recursos de la banca de fomento, aumentando su eficiencia operativa, con la reducción de los costos de canalización de crédito y demás gastos corrientes, y una mayor selectividad en el otorgamiento de subsidios financieros para concentrarlos en los sectores más necesitados.
- Modernizar la regulación de los intermediarios financieros no bancarios, especialmente del mercado de valores, para permitir flexibilidad de adaptación a las condiciones imperantes y evitar prácticas que lesionan los intereses del público.
- Lograr la consolidación de un mercado de capitales que apoye sustancialmente los requerimientos financieros de la inversión; y promover decididamente la actividad aseguradora y de otros intermediarios financieros no bancarios, como las afianzadoras, las arrendadoras, los almacenes generales de depósito y otros.

El cumplimiento de estos objetivos permitirán al país contar con un sistema financiero eficiente y competitivo, que apoyará sustancialmente la actividad productiva de la economía nacional.

#### 4.1 La Modernización del Sistema Financiero

A una década de la nacionalización del sistema bancario privado puede apreciarse que las instituciones bancarias han perdido terreno frente a la competencia de los intermediarios financieros no bancarios; ante estas circunstancias, durante los últimos dos años los bancos han implementado una serie de productos e instrumentos de alta tecnología que le han permitido recuperar paulatinamente el mercado monetario, al otorgar rendimientos competitivos con liquidez y servicios contra los cuales las casas de bolsa no pueden competir fácilmente. La fijación de las tasas bancarias, por parte de las autoridades

monetarias y la competencia de los CETES, hace que frecuentemente los rendimientos de la banca no sean lo suficientemente atractivos para el inversionista.

Por el lado del crédito, la ausencia de financiamiento del exterior, la inflación así como las políticas crediticias restrictivas, han incidido para que las tasas activas sean siempre muy elevadas y han impedido que la demanda de recursos se canalice adecuadamente a la actividad productiva, y en particular a la inversión privada; asimismo, el mercado de valores aún no se ha desarrollado en forma absoluta, lo que ha propiciado que los recursos financieros generados en éste no apoyen sustancialmente la inversión productiva.

La crisis financiera que se desarrolló en 1987 dio pauta para que se buscaran medidas tendientes a reformar la estructura financiera del país, y establecer un sistema financiero más eficiente, moderno y competitivo.

La pérdida de dinamismo que sufrió la intermediación financiera bancaria y el descenso en la captación de recursos a través del sistema tradicional, fue el factor determinante para que en 1988 se llevará a cabo el proceso de reestructuración del sistema bancario, lo cual se observa con la operación de aceptaciones bancarias a tasas y plazos libres.

Cabe destacar que el principal antecedente del proceso de apertura financiera está enmarcado en la integración de México al Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT); al abrirse las puertas a los productos extranjeros en forma parcial o total, el consumidor tiene la alternativa de elegir artículos nacionales o de importación.

Bajo estas circunstancias, las empresas nacionales han tenido que convertirse en altamente competitivas y establecer un estricto control de calidad de sus productos que le permitan sobrevivir en el mercado.

De esta manera, en el marco del Pacto de Solidaridad Económica.(PSE), el sistema financiero tenía el objetivo de continuar incentivando el ahorro para garantizar la estabilidad del mercado cambiario y el financiamiento del déficit del sector público, dada la dificultad de adquirir créditos del exterior; asimismo, se aplicó una política de restricción crediticia y se adoptó una política flexible de tasas de interés.

Con el descenso de los niveles inflacionarios, se comenzó a observar, por una parte, una reducción en las tasas de interés pasivas, y por otra, un aumento en los rendimientos reales de los instrumentos financieros. Por su parte, las tasas activas continuaron manteniendo un nivel elevado y, por ende, restringieron el crédito al sector privado.

Sin embargo, el descenso en las tasas de interés pasivas originó incertidumbre entre el público ahorrador, lo que hizo suponer que esta caída en las tasas reduciría en forma importante el rendimiento real de sus inversiones, factor que afectó la captación bancaria. Ante este problema, el gobierno aumentó la colocación de valores gubernamentales a plazos más cortos (7 días) y la banca múltiple contribuyó a promover la ampliación del mercado financiero mediante la creación de nuevos instrumentos como las cuentas maestras y las tarjetas asociadas a fórmulas de captación.

Durante los primeros cuatro meses de 1988, la demanda crediticia permaneció inalterable, debido al control de las finanzas públicas que dio lugar a una caída de los requerimientos financieros del sector público y a las altas tasas de interés, lo que se traducía en un mayor costo del crédito.

No obstante, al inicio del segundo semestre, se dio un repunte por la demanda de crédito, como resultado del crecimiento de la inversión privada, estimulada por el abaratamiento de los insumos importados y por la necesidad de modernizar la planta productiva, en respuesta a la liberación comercial, así como el prepago de la deuda externa privada, fenómeno iniciado a partir de septiem-

bre de 1987, producto de los atractivos descuentos que se ofrecían por el pago anticipado.

Ante el fuerte crecimiento de la demanda crediticia, la restricción del financiamiento bancario al sector privado y el mantenimiento de las tasas de interés bancarias pasivas por debajo de las requeridas por el mercado, propiciaron un mayor diferencial de los márgenes entre las tasas activas y pasivas de la banca. Ello originó la formación de un mercado informal de crédito, en el cual las tasas de interés se determinan libremente y alcanzan niveles superiores a los devengados por los valores gubernamentales.

El dinamismo y expansión del mercado financiero informal deterioró la captación bancaria tradicional, y por tanto los niveles de recursos monetarios para mantener estable el mercado cambiario, factor que propició incertidumbre en relación con la viabilidad del tipo de cambio y, por ende, respecto del éxito del programa antiinflacionario.

Esta situación originó fuertes presiones para que las tasas de interés tendieran a aumentar nuevamente. Sin embargo, dado los efectos negativos que éstas habían mostrado, el Banco Central decidió mantener inalterables las tasas de interés para evitar presiones especulativas que desestabilizarán la economía. Cabe mencionar que el fortalecimiento y desarrollo del mercado informal introdujo elementos de inestabilidad en el mercado financiero.

Bajo estas circunstancias, el Banco de México dictó, en los meses de octubre y noviembre, medidas tendientes a estabilizar el mercado financiero y recobrar el nivel de captación en la banca múltiple; asimismo dichas medidas se encaminaron principalmente a dotar a las instituciones bancarias de instrumentos financieros altamente competitivos, para allegarse recursos del mercado informal y satisfacer la demanda de crédito de las empresas. Las medidas más importantes fueron:

- Se autoriza a las instituciones de banca múltiple suscribir aceptaciones bancarias sin limitación alguna en cuanto a su monto, siempre que cumplieran con los requisitos de capitalización.
- Se permite el otorgamiento de avales bancarios sobre papel comercial sin limitación alguna.
- Se autoriza a las instituciones de banca múltiple a celebrar operaciones de reparto con dichos títulos, así como recibirlos en depósitos de administración.
- Se establece que el pasivo derivado de las aceptaciones y los avales bancarios no quedarán sujetos a las reglas de canalización obligatoria vigente para la captación bancaria tradicional, sino que deberá quedar correspondido en no menos del 30.0% por CETES, Bondes o depósitos de efectivo a la vista con interés en el Banco de México y que el resto podrá invertirse libremente en créditos u otros activos.
- El rendimiento de las aceptaciones se determinará libremente en el mercado.

Las medidas anteriores propiciaron un desplazamiento de los recursos captados por los instrumentos tradicionales hacia las aceptaciones bancarias. El movimiento de dichas aceptaciones ha sido de gran magnitud, entre el 30 de septiembre de 1988 y el 30 de marzo de 1989 las operaciones en el mercado bursátil con estos instrumentos se incrementó de 86.3 miles de millones de pesos a 2,794.7 miles; en tanto que la captación de la banca múltiple con las aceptaciones bancarias aumentó significativamente, se observó una reducción real del 54.7% a través de la captación tradicional, durante el último trimestre de 1988. Este régimen de tasas y plazos libres en las captaciones bancarias ha proporcionado ventajas importantes tanto al público ahorrador y al empresario inversionista, como a la operación misma de los bancos, al permitir un acercamiento entre los rendimientos financieros y los del capital productivo, factor que sanea la actividad de la intermediación financiera. De ahí que el Banco de México haya extendido este esfuerzo a los instrumentos tradicionales de captación para que el sistema bancario fuese aún más competitivo.

Es conveniente mencionar que para que el proceso de apertura financiera pueda darse en forma integral, es necesario que en el mercado existan los recursos financieros suficientes para permitir un adecuado funcionamiento del sistema. Por lo que las instituciones bancarias han desarrollado nuevos productos y servicios, procurando incorporar los avances del progreso tecnológico.

De esta manera, con la finalidad de modernizar los sistemas de captación y brindar un mejor servicio así como un nivel más competitivo con el exterior, se han venido desarrollando, en materia de captación de ahorro, las cuentas maestras y maestra empresarial, las tarjetas de inversión y ahorro, las mesas de dinero, los fondos de renta fija y los pagarés bursátiles. En tanto que para acceder en forma rápida a los servicios bancarios se establecieron mecanismos tales como los cajeros automáticos, las sucursales automatizadas, los sistemas banco por teléfono, banco en su casa y banco en su empresa y los servicios en línea nacionales e internacionales.

Por otra parte, en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE), el proceso de liberalización de los sistemas financieros continuó bajo un esquema de desinflación y de control del tipo de cambio. Cabe señalar que el sistema financiero ha representado para el gobierno un elemento estratégico para apoyar el aparato productivo, el cual debe satisfacer las demandas nacionales y los requerimientos de competencia internacional.

Para ello la política monetaria está encaminada a procurar una mayor movilidad de capitales, que permita obtener el máximo rendimiento a los ahorradores y liberar el mayor número de recursos financieros posibles para apoyar la inversión productiva que promueva el cambio estructural y la modernización del país, impulsando preferentemente aquellos procesos productivos ligados a la transferencia de tecnología.

Al respecto, a partir del último trimestre de 1988 se dieron los primeros pasos en esa dirección, como se señaló anteriormente, se autorizó a la banca múltiple expandir su captación a través de las aceptaciones bancarias, las

cuales quedaron sujetas a los requerimientos de capitalización a que estan sujetas las operaciones activas a que da lugar la colocación de dichos títulos.

La reducción del encaje legal en marzo de 1989 por parte del Banco de México significó dar un mayor margen de operatividad financiera a la banca para canalizar una creciente cantidad de recursos a la promoción de la actividad productiva del sector privado y apoyar las actividades sociales; por su parte el gobierno federal para financiar sus programas recurrirá solamente a la política tributaria o a la colocación de valores gubernamentales.

Al dejar de obtener recursos crediticios de la banca múltiple, el sector público se ha financiado principalmente a través de la colocación de valores, por ello durante 1989 los instrumentos gubernamentales aumentaron su circulación; sin embargo, las altas tasas de interés de estos valores han representado una fuerte presión para las finanzas públicas al elevar el costo del financiamiento del déficit público.

Por otro lado, es importante señalar que el proceso de desregulación por la que el sistema bancario atraviesa tiene implicaciones significativas, tanto para promover la competitividad y la eficiencia de estas instituciones como para el sistema financiero en su conjunto, haciendo que éste pueda adecuarse a las condiciones que señala la apertura financiera.

En primer término, el sistema financiero nacional así como los agentes económicos participantes deberán adquirir una cultura financiera más avanzada para que el sistema pueda introducirse de manera más eficaz y competitiva en los mercados financieros internacionales.

En segundo término, es un proceso difícil de alcanzar en el corto plazo pues se encuentra estrechamente vinculado con el desarrollo tecnológico como son la electrónica y la informática, ramas indispensables para crear nuevas formas de banca que permitan captar mayores recursos internos y externos.

En tercer término, es necesario que la colocación de valores gubernamentales se haga en forma moderada para evitar estrecheces en la disponibilidad de recursos crediticios al público.

Con el proceso de modernización financiera que vive el país, se espera que las instituciones bancarias, que a partir de abril de 1989 "liberaron" las tasas de interés, establezcan una competencia entre ellas, con el propósito de propiciar una reducción en las tasas y abrir canales de crédito que permitan financiar los proyectos de inversión de las empresas y por ende, dinamizar la actividad económica del país.

Sin embargo, los resultados registrados en 1989 fueron diferentes a lo esperado y lo que se propició fue una constante presión hacia la alza en las tasas internas de interés, vía la demanda de papel gubernamental y de la emisión de aceptaciones bancarias. Cabe destacar que la inflación generada en el primer trimestre de 1990 fue un factor que propició un mayor ascenso en las tasas de rendimiento de los instrumentos de ahorro no bancario, así como de los instrumentos bancarios.

El descenso que han venido registrando las tasas de interés a partir del segundo trimestre de 1990 han propiciado una menor presión sobre el mercado de dinero y abre la posibilidad de liberalizar una importante cantidad de recursos que apoyen sustancialmente la inversión productiva, para así alcanzar los niveles de crecimiento económico esperados para los próximos años.

#### 4.2 El Mercado de Valores ante la Apertura Financiera.

Durante la década de los ochenta el Mercado de Valores en México, representó una fuente importante de financiamiento para el sector público y en menor medida para el sector privado, su evolución extraordinaria se dió en un contexto de constantes problemas macroeconómicos que incidieron negativamente en el comportamiento de la economía, (prestiones inflacionarias y depreciación

del tipo de cambio) ya que fueron variables macroeconómicas importantes que propiciaron una creciente incertidumbre en la economía nacional.

La caída del mercado accionario en 1987 y la devaluación del tipo de cambio, producto de la crisis financiera, marcaron la pauta para que se tomaran medidas tendientes a modernizar las instituciones financieras con el objeto de que éstas adquieran un alto grado de competitividad interna y externa, a través de la eficiencia y rentabilidad de los productos y servicios que ofrecen en el mercado financiero nacional.

Es conveniente mencionar que la participación de el mercado de valores en el sistema financiero ha sido significativo, debido principalmente, al fuerte crecimiento de la deuda interna del gobierno federal y al desarrollo extraordinario del mercado de dinero, en donde se cotizan los valores financieros del Estado, a tasas superiores a los que registran los instrumentos bancarios. Ello ha propiciado que más del 85.0% de las operaciones que se realizan en el mercado bursátil sean con títulos gubernamentales.

Por su parte el mercado accionario es aún muy imperfecto, volátil y restringido, lo que trae consigo una baja participación por parte del gran público inversionista. Las empresas lo utilizan muy poco como fuente de financiamiento, ya que sólo en los auges, cuando el nivel de precios está muy sobrevaluado participan en él, y normalmente cuando estos precios están subvaluados su participación, a través de la emisión de nuevas acciones, es muy reducido. Ello explica, en cierta medida, que la participación relativa en el total negociado en Bolsa de los valores de renta variable no representen más del 5.0%, a excepción de 1987 cuya participación fue de 7.5%, ya que solamente cotizan regularmente alrededor de cien empresas, todas ellas de gran tamaño.

Bajo estas circunstancias, para llevar a cabo la modernización de el mercado de valores y enfrentar la apertura de los servicios financieros es importante considerar las siguientes medidas:

Incentivar la emisión de acciones; no solo de empresas de gran magnitud sino también de medianas empresas, para que exista una mayor competitividad de acciones en el mercado bursátil; asimismo, la emisión de valores de renta variable deberán realizarse de acuerdo a la evolución financiera de las empresas para evitar posibles especulaciones con dichos instrumentos.

Creación de mecanismos de liquidez: ventas en corto y especialistas (market makers). El actual sistema de operación del mercado accionario es un sistema de menudeo, en donde si no se encuentran comprador y vendedor no se efectúa la operación. Por lo tanto es conveniente que en el mercado accionario existan sistemas de mayoreo, ya que si no se puede encontrar un vendedor o comprador final en su caso, el mayorista se compromete a hacer la compra o venta en su caso, y si es necesario, mantener un "inventario" de ciertas acciones. Normalmente se asigna determinado número de emisoras a cada mayorista, y se procura que cada emisora tenga un mínimo de dos mayoristas, para asegurar competencias en la fijación de precios. Como en el caso de las ventas en corto, la existencia de mayoristas también tienden a suavizar los movimientos de precios ya que al tener un inventario de acciones, puede ir subiendo o bajando su precio en forma gradual conforme vayan viendo la tendencia del mercado.

Incentivos para la participación del pequeño y mediano inversionista: a través de una cultura bursátil que les permita tener un mayor conocimiento sobre el mercado y de los valores financieros que cotizan en él, con la finalidad de elegir aquella cartera de inversión que lo lleve a incurrir en un menor riesgo, pero con la oportunidad de obtener mayores utilidades.

Creación de mercados para medianas empresas formales: cuya situación financiera les permite emitir acciones con un alto nivel de competitividad interna, con el objeto de que el público inversionista tenga nuevas alternativas de inversión.

Creación de mecanismos de captación de la inversión extranjera; situación que establece la internacionalización del mercado accionario; en

donde se eviten restricciones que obstaculizan la participación extranjera de la Bolsa.

- Corrección de la alta grabación de impuestos sobre dividendos en efectivo, con el objeto de incentivar la inversión en Bolsa.
- En el mercado de dinero es conveniente establecer reglas claras e iguales en la formación de tasas. Ello permitirá que la canalización de recursos no se destine hacia la compra de un sólo instrumento de renta fija, a consecuencia de los diferenciales porcentuales que se presentan en éstos.
- Mayor participación reguladora de tendencia por parte del Banco Central, con el objeto de evitar crecientes concentraciones de valores gubernamentales en un número reducido de intermediarios financieros no bancarios.

Es conveniente señalar que, la modernización del mercado de valores se vaya dando simultáneamente al proceso de impulso y reorganización de las instituciones financieras, ya que consiste en una apertura de las fronteras a los inversionistas financieros del exterior.

Por otra parte, el mercado de valores así como el sistema bancario deben actuar como mecanismos importantes de captación del ahorro de inversionistas extranjeros para ampliar la base de recursos y de participantes en los mercados nacionales, ya que no es conveniente traer instituciones extranjeras que capte el ahorro interno.

Una vez cubierto la modernización del sector financiero, la conveniencia de dejar participar a instituciones extranjeras con la reglamentación establecida en el país, con sistemas y equipos e instrumentos y mercados desarrollados, no implicaría ya grandes riesgos y permitiría forzar a una mayor competencia entre los intermediarios y la formación integral de un centro financiero más eficiente, en beneficio del público inversionista, de las empresas y principalmente del país.

De esta manera, el mercado de valores esta llamado a convertirse en un componente importante del desarrollo nacional complementando el financiamiento bancario al aparato productivo y significando una opción llamativa para los que cuentan con capacidad de ahorro.

#### 4.3 El Mercado de Valores en el marco del Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE)

La política económica aplicada durante 1989, bajo el esquema de concertación social incluido en el Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE) ha proporcionando un ambiente de confianza y certidumbre.

Los avances registrados en 1989 fueron positivos, debido a que la economía mexicana se desenvolvió de acuerdo con los objetivos de política económica establecidos para ese año. El proceso de estabilización, iniciado en diciembre de 1987, ha representado el factor importante para consolidar los logros en materia de inflación y fortalecer las bases de una recuperación sostenida de la economía, vía la canalización de recursos hacia la inversión productiva, por lo que la generación de ahorro interno y la menor transferencia de recursos hacia el exterior debe propiciar un crecimiento económico sostenido.

Con la prolongación del PECE hasta enero de 1991, aunado a una mayor apertura comercial y financiera y la reprivatización parcial del sistema bancario para instaurar un sistema mixto, se espera que la economía nacional comience a mostrar una mayor dinámica en su actividad económica.

En 1989 la modernización financiera se llevó a la practica con el objeto de hacer más eficiente y competitivo al sistema financiero mexicano; la primera medida adoptada por el Banco Central fue la liberalización de las tasas internas de interés con la finalidad de propiciar una mayor competitividad entre instituciones bancarias y crear nuevos canales de crédito que apoyen al sector productivo.

Así, la banca múltiple avanzó en la creación de nuevos instrumentos de ahorro e inversión, lo cual permitió mejorar sus condiciones en el mercado financiero y adquirir una mayor competitividad interna con respecto a los demás intermediarios financieros y con la banca internacional. En 1989 aparecieron: la cuenta productiva, que brinda intereses sobre los saldos mantenidos en cuenta de cheques; los bonos bancarios para el desarrollo de proyectos de largo plazo, los cuales permiten el financiamiento de proyectos de infraestructura de larga maduración; y los pagarés en dólares liquidables al vencimiento, que ofrecen al ahorrador un rendimiento en moneda nacional complementado por el deslizamiento del tipo de cambio controlado, permitiendo a la banca captar recursos en dólares en todo el país.

Durante 1989, el crecimiento de la economía y la persistencia de tasas de interés reales muy atractivas para el ahorrador determinaron que la intermediación financiera se desarrollara favorablemente.

El comportamiento de las tasas de interés estuvo determinado por el fuerte aumento de la demanda de crédito del sector privado y el control riguroso sobre la expansión del crédito primario, factores que crearon fuertes presiones alcistas sobre las tasas de interés. El manejo flexible de las tasas de interés continuó aplicándose con el objeto de manejar adecuadamente la excesiva demanda de crédito que pudiera presentarse en el mercado y así evitar que recurrir al crédito primario, lo cual se habría traducido en exceso de demanda de divisas en el mercado cambiario, propiciando así un descenso en las reservas internacionales, o en una modificación de la política cambiaria.

El acuerdo suscrito en julio con la banca internacional para reestructurar la deuda externa fue un elemento que propició un descenso en las tasas de interés internas. Así, la tasa de los CETES a un mes descendieron de un máximo de 57.5% anual en la última semana de junio, a 43.6% una semana después del acuerdo con los acreedores externos. No obstante lo anterior, hacia finales de 1989 se comenzó a observar un repunte en las tasas de interés producto de

la expansión de la demanda de crédito. Al término del año la tasa de rendimiento de los CETES cerró en 40.25%.

En el primer trimestre de 1990, las políticas monetaria, financiera y crediticia se encaminaron, por una parte a consolidar los avances registrados en materia de estabilidad económica y, por otra, a elevar la eficiencia en el proceso de intermediación financiera.

En el período antes mencionado, la política monetaria constituyó un factor estabilizador para absorber la liquidez que se generó principalmente al término de cada año y así evitar que los incrementos concedidos entre diciembre y febrero a varios precios controlados pudieran dar lugar a una elevación permanente de la inflación. La regulación de la liquidez se realizó principalmente a través de mecanismos indirectos como son las operaciones de mercado abierto.

Las interacciones de los determinantes de la oferta y la demanda de los fondos prestables, medido por el agregado monetario  $M_4$ , así como la evolución de las tasas de inflación, fueron los factores que incidieron sobre el comportamiento de las tasas de interés en el primer trimestre de 1990. Así, los CETES a 28 días, que en diciembre de 1989 otorgaron un rendimiento promedio de 40.4%, registraron un aumento en dicha tasa que se ubicó en 46.6% en promedio en el mes de marzo.

Cabe destacar que hasta agosto de 1990 el rendimiento real de los CETES a 28 días fue de 29.72% anual, ubicándolo con un rendimiento real positivo de 0.76%. De continuar el crecimiento de los precios, puede esperarse que se presente una tasa negativa para dichos instrumentos, dado que las expectativas de la inflación se sitúan en alrededor del 30.0%. Es conveniente mencionar que los ajustes en precios han afectado las ganancias reales de los ahorradores internos, lo que puede propiciar un freno al retorno de capitales.

Por lo que se refiere a las instituciones financieras no bancarias, en 1989 se inició un cambio que modifica sus estructuras y funcionamiento para mejo-

rar la eficiencia operativa, crecimiento y consolidación del sector. En particular, en el mercado de valores destacan las acciones de regulación de la información, la creación de especialistas bursátiles, la integración de grupos financieros, y la posibilidad de colocar valores en el extranjero (actualmente se pretende que la Bolsa Mexicana de Valores participe activamente en los mercados financieros internacionales). Esto permitió que en el mercado de valores se creara una mayor confianza en el inversionista, que aunada a la estabilización de la economía contribuyera a una rápida recuperación de el mercado bursátil, principalmente del mercado accionario.

En 1989 el Mercado de Valores registró avances importantes en sus indicadores, lo cual mantuvo al sector bursátil como una atractiva fuente de inversión y financiamiento.

El comportamiento del mercado accionario estuvo determinado por una situación económica favorable, control de la inflación (19.7% anual), descenso en las tasas de interés, crecimiento del PIB (2.9% preliminar) lo que proporcionó un panorama de confianza en el mercado.

Al cierre de 1989 el índice de la Bolsa registró una ganancia de 98.04% (65.45% en términos reales) con respecto a diciembre de 1988. Los sectores que registraron mayores rendimientos reales fueron: Sector Servicios (101.17%), Comunicaciones y Transportes (174.66%) y Sector Comercio (75.23%). Cabe señalar que en conjunto todos los sectores económicos registraron rendimientos superiores a la inflación, lo cual trajo consigo ganancias importantes para los inversionistas. Sin embargo, la participación relativa del mercado accionario en el total de valores negociados continua siendo muy reducida, (3.0%) la cual refleja que en el mercado aún continúa participando un número reducido de empresas. El múltiplo precio-utilidad (P/U) concluyó en 8.88 veces.

Es importante señalar que, en 1989 las ganancias reales registradas en la Bol-

sa Mexicana de Valores fueron superiores a las observadas en otros países, como puede apreciarse a continuación:

Rendimientos reales de las principales bolsas  
del mundo 1989  
(estructura porcentual)

País	Rendimientos reales
N. York	26.96
Tokio	29.03
Londres	35.11
Alemania	34.83
París	28.14
Italia	( 0.5 )
España	8.08
México	65.45

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Lo anterior muestra que el mercado accionario mexicano representó una atractiva fuente de inversión para el público en comparación con otras Bolsas. Asimismo, indica que la Bolsa Mexicana ha experimentado una importante recuperación después del crack bursátil de 1987, por lo que el mercado accionario debe representar una fuente de financiamiento para las empresas inscritas en Bolsa.

Mientras tanto, los instrumentos de renta fija continuaron constituyendo la fuente principal de financiamiento del gobierno federal. El descenso en las tasas de rendimiento de estos instrumentos se tradujo en una menor carga de la deuda pública interna.

Añ igual que los valores de renta variable, los instrumentos de renta fija presentaron también una alternativa para realizar inversiones. La evolución favorable de la economía mexicana durante 1989, caracterizada por una tendencia sostenida hacia la estabilidad de precios y el crecimiento económico, permitió que el mercado de dinero experimentará cambios importantes en su estruc-

tura, abriendo la posibilidad de financiar cada vez más programas de desarrollo de largo plazo y a la vez convertirse en una opción para el público inversionista al ofrecer rendimientos reales competitivos.

La aparición de los Bonos Ajustables (Ajustabonos), los Bonos de la Tesorería (Tesobonos), los Bonos Bancarios de Desarrollo Industrial fortaleció la tendencia del mercado, encaminado a la emisión de valores a largo plazo.

De esta manera, el comportamiento del Mercado de Valores en 1989 se desarrolló en un marco de estabilidad económica y financiera en donde los rendimientos reales de los instrumentos financieros fueron superiores a la inflación, lo cual refleja que la conformación de las carteras de inversión, con los diversos valores financieros, garantizaron al tenedor de títulos ganancias extraordinarias en ese año, dada las diversas alternativas de inversión que persistían en el mercado.

Por otra parte, en los primeros siete meses de 1990, el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores mostró un comportamiento favorable. Al 25 de julio el principal indicador bursátil se situó en un nivel de 683,642.0 puntos, con lo cual alcanzó un rendimiento acumulado en el año de 63.2% y una ganancia real de 16.9%.

No obstante estos resultados, en los dos meses subsiguientes, el índice de la Bolsa cayó en forma vertiginosa; al cierre de septiembre el indicador bursátil descendió 161,559.0 puntos con respecto al histórico 25 de julio. La pérdida se traduce en 23.6%, manteniendo en promedio un rendimiento nominal de 24.6%. Sin embargo, si consideramos los niveles de inflación registrados en el año, 20.9% a septiembre, el dividendo real positivo se reduce a tan sólo 3.0%. El comportamiento del mercado accionario fue afectado principalmente por la situación que prevalece en el Golfo Pérsico, lo cual ha propiciado un aumento significativo en el precio internacional del petróleo, y en consecuencia en un posible desplazamiento de capitales hacia la compra de petrobonos.

De esta manera, la expectativa de corto plazo en relación a la recuperación del mercado son menos alentadores. Por ello la consolidación del programa de estabilización permitirá a la Bolsa de Valores recuperar su tendencia ascendente.

Cabe destacar que, dada la bursatilidad de los Certificados de Aportación Patrimonial (CAP) resultan ser de los títulos que más han propiciado el incremento del índice bursátil, pues durante 1990 el 53.0% del volumen de acciones negociados en Bolsa ha sido de los títulos bancarios y, además han representado el 22.0% del importe total del mercado accionario en los tres primeros meses del año.

Es importante destacar que el comportamiento de la Bolsa de Valores debería ser ajeno a los grandes movimientos que se presentan en el resto de los mercados bursátiles, en la medida que el volumen de comercio no está estrechamente vinculado al comportamiento de las emisoras del mercado mundial. En cambio, debería reflejarse impactos positivos en la Bolsa, si la economía muestra signos de crecimiento y recuperación, en un contexto de estabilidad económica.

#### 4.4 Perspectivas de el Mercado de Valores

Ante la limitada disponibilidad de financiamiento por la elevada transferencia de recursos hacia el exterior, se empezó a implementar la liberación del sistema financiero, con la finalidad de aumentar el crédito interno y recuperar la capacidad de crecimiento económico en el país.

En 1988 y 1989, las principales medidas adoptadas para liberar el sistema financiero han sido las siguientes:

- Se permitió la participación accionaria de los exbanqueros en las Sociedades Nacionales de Crédito.
- Las Instituciones Bancarias adquirieron autonomía de gestión para llevar a cabo sus operaciones.

- Se liberaron las tasas de interés bancarias y se redujo el porcentaje de encaje legal.
- Se inició el proceso de automatización integral de las operaciones bancarias y se mantiene un control estricto del sindicato bancario.
- Se está promoviendo la generación de grupos financieros entre los bancos y las casas de bolsa.

Sin embargo, la liberación del sistema financiero y la apertura hacia el exterior de los servicios que presta, implicaría una integración completa de la banca y del mercado de valores con los centros financieros internacionales.

En esta perspectiva, el Mercado de Valores estará sujeto al comportamiento de los principales mercados financieros internacionales, debido a que la apertura financiera representa una mayor participación externa de los valores financieros que cotizan en la BMV; asimismo, con la participación de capital extranjero en la Bolsa, se espera que el nivel de competitividad sea aún más elevada y, principalmente que el Mercado de Valores se convierta en uno de las principales fuentes de financiamiento de las empresas.

No obstante, la apertura de los servicios financieros puede originar un mayor control y concentración del mercado de valores por parte de los principales capitales del país, asimismo, puede surgir una asociación estrecha con la inversión extranjera y los centros financieros internacionales, situación que propiciaría una exigua participación de las empresas medianas en el mercado bursátil.

Por lo que se refiere al comportamiento del índice de la Bolsa, se espera que el programa de estabilización de mayor confianza a los inversionistas, para que canalicen sus recursos hacia la compra de títulos de renta variable impulsando sustancialmente el desarrollo del mercado accionario.

Asimismo, es factible esperar que a corto y mediano plazo, el mercado bursátil sea un medio importante de financiamiento, no sólo para empresas de gran

magnitud sino también para medianas y pequeñas. Por otra parte el descenso de las tasas de interés de los instrumentos bancarios y no bancarios, producto de la prolongación del PECE hasta enero de 1991, puede implicar una atractiva inversión en instrumentos de renta variable, si se observa una mayor recuperación financiera de las empresas y se consolida la estabilidad financiera y económica del país.

## Conclusiones

La integración de la economía mexicana a los mercados financieros internacionales se ha dado en un contexto de creciente competitividad externa, en donde el desarrollo tecnológico ha propiciado cambios importantes tendientes a la modernización financiera y productiva de los países capitalistas.

Las crisis financieras son ciclos coyunturales que desestabilizan la economía de un país, en México no ha sido la excepción. En la década de los ochenta las crisis han sido fenómenos que originaron desequilibrios macroeconómicos al interior de la economía nacional y restaron competitividad externa al país, factores que se tradujeron en fuertes presiones inflacionarias y continuas inestabilidades en el mercado cambiario; dicha situación dió pauta para que la política económica del gobierno federal se diseñará para enfrentar los cambios que esta experimentando la economía mundial.

Las dificultades económicas y la debilidad del Sistema Financiero Mexicano, propiciaron que la dinámica monetaria y financiera que se desarrolló en la economía nacional a principios de 1980, no contrarrestará la pérdida de control sobre el patrón monetario nacional que se venía observando en los últimos años de la década de los setenta, lo que se tradujo en una falta de confianza en la economía del país y, por ende, en un obstáculo para obtener recursos del exterior, originando con ello una serie de dificultades financieras para que el país pudiera hacer frente a sus compromisos con la banca extranjera. Asimismo, la caída en los precios internacionales del petróleo y los movimientos ascendentes de las tasas internacionales de interés, agudizaron los problemas financieros de la economía mexicana expresándose ello en una caída de la actividad económica de México.

Cabe destacar, que la dinámica económica del país se sustentó, en buena medida, en el excesivo gasto del gobierno federal, factor que propició un acelerado crecimiento del déficit público, el cual hubo de ser financiado con recursos externos, dada la inviabilidad de la política fiscal de captar ingresos

que permitieran compensar las erogaciones del gobierno; este endeudamiento propició una salida continua de capitales, producto del pago de intereses por concepto de la deuda externa. Aunado a ello, el proceso de dolarización en la economía mexicana retroalimentaba la fuga de capitales, constituyéndose en una fuerte presión para mantener estable el mercado cambiario, ante la pérdida de reservas internacionales que sufría el país como consecuencia de dicho proceso. De ahí que se observara una pérdida clara sobre el control del sistema financiero por parte de las autoridades monetarias, al permitir la libre convertibilidad de la moneda y libre movilidad de capitales. No obstante que el auge petrolero contribuyó a aumentar la participación del Estado en la actividad económica del país, al convertirse en una fuente importante de divisas, el gobierno federal continuó con su política de endeudamiento externo. Asimismo, la producción de petróleo coadyuvó a aumentar la dependencia tecnológica, financiera y comercial del país, lo que propició que la economía mexicana se volviera más vulnerable ante los cambios en las tasas internacionales de interés y las perspectivas del mercado petrolero.

De esta manera, el déficit del sector público y la deuda externa se han convertido en los principales problemas financieros del país, éstos no han permitido una adecuada movilidad de capitales hacia los sectores productivos de la economía, debido a que la mayor parte de los recursos se destinan a financiar el déficit y al pago del servicio de la deuda externa; bajo estas circunstancias, en la década de los ochenta las crisis financieras fueron factores que agudizaron los problemas de liquidez en la economía, propiciando desajustes macroeconómicos que evitaron la estabilidad económica y financiera del país. A pesar de los programas económicos (PIRE y PAC) instrumentados por el gobierno mexicano para restablecer la recuperación económica del país, ésta no se logró debido a que se configuró el círculo de aumentos en la inflación -devaluación del tipo de cambio- mayores incrementos en las tasas de interés, y por tanto, mayor recesión, esto es, estancamiento de la actividad económica con crecimiento de precios.

Bajo estas circunstancias, el sistema financiero mexicano comenzó a represen-

tar el principal mecanismo de financiamiento, del sector público y en menor medida del sector privado, ante la nula disponibilidad de créditos externos, en donde el sistema bancario y el Mercado de Valores marcarían la pauta para generar los recursos financieros necesarios para el desarrollo del país.

La nacionalización de la banca privada, producto de la crisis económica de 1982, fue el cambio más importante que se presentó en el sistema financiero y abría la posibilidad de impulsar un nuevo modelo de desarrollo, e incentivar el ahorro interno y el regreso de capitales a través de una política flexible de tasas de interés.

Sin embargo, la banca nacionalizada no generó los recursos suficientes para hacer frente a los requerimientos financieros de la economía, a pesar de mantener las tasas pasivas de interés altas para los ahorradores. El inadecuado manejo de las tasas de interés (pasivas y activas) propició la creación de mercados informales (1985 y 1988), los cuales introdujeron elementos de inestabilidad financiera en la economía y deterioraron la captación bancaria; lo que trajo como consecuencia una desviación importante de recursos hacia dichos mercados. Asimismo, la demanda creciente de créditos que se presentó en la economía fue cubierta en gran parte por estos mercados, debido a que el costo del dinero era más bajo que el que otorgaba la banca comercial.

Sin duda alguna, la restricción crediticia, producto de las altas tasas activas de interés, fue uno de los elementos que impidieron la recuperación gradual de la economía ante las dificultades, por parte de las empresas, para adquirir recursos que permitieran financiar los proyectos de inversión, factores imprescindibles para dinamizar la actividad económica.

Los continuos aumentos en los requerimientos financieros de la economía, en particular, los del sector público, obligaron al gobierno federal y al sector privado a recurrir constantemente al Mercado de Valores para generar recursos vía la colocación de instrumentos bursátiles, ante la debilidad de la banca para cubrir las necesidades financieras de ambos sectores. De esta manera, la

negociación de valores financieros en el mercado bursátil pasaría a convertirse en una fuente adicional de recursos para los sectores de la economía, aunque es importante señalar que el sector privado no utiliza al mercado accionario como una fuente imprescindible de financiamiento.

En este contexto, a partir de 1983 en el mercado bursatil las actividades financieras crecieron aceleradamente en un marco de grandes problemas económicos, en donde la recesión económica fue un factor determinante que impidió durante la década de los ochenta la recuperación gradual de la actividad productiva y por tanto del crecimiento económico del país.

En el mercado de renta variable, las operaciones bursátiles aumentaron considerablemente en un marco de crecientes dificultades financieras. El mercado accionario se ha caracterizado siempre por ser extremadamente volátil y de gran incertidumbre: cuando el optimismo se difunde, las compras y los canales de financiamiento se abren y las perspectivas son alentadoras; sin embargo cuando las expectativas son pesimistas, la situación tiende a ser de caída generalizada.

La evolución del mercado accionario marco la pauta para que se desarrollaran nuevos métodos y técnicas de participación accionario de las empresas privadas en el mercado. Sin embargo, los avances que registró en sus indicadores bursátiles no fue producto de las condiciones favorables de las empresas, sino de factores especulativos. El indicador básico que permitió observar el comportamiento de el mercado accionario en sus niveles de subvaluación o sobrevaluación lo constituyó el múltiplo precio-utilidad, el cual permite también observar el grado de especulación que existe en él. De esta manera, la relación precio-utilidad comienza a aumentar a partir del último trimestre de 1986 de un nivel de 6.81 veces a 10.04 veces, al término de ese año comenzó a observarse que en el mercado accionario se estaba especulando con los valores de renta variable, en septiembre de 1987 se observó una excesiva especulación y el múltiplo precio-utilidad cerró en 24.11 veces. Asimismo, este resultado

demonstró que el mercado se encontraba sobrevaluado, debido a que las expectativas de las utilidades no se ajustaban a la realidad económica del país.

La especulación que se presentó en la Bolsa Mexicana de Valores originó una creciente demanda de acciones, con el objeto de obtener grandes ganancias. Sin embargo, el precio de las acciones no mantenían una correspondencia adecuada con la realidad financiera de las empresas inscritas en Bolsa, es decir, no existía una estrecha relación con las utilidades que generaban las empresas, debido a que la política de restricción crediticia impedía a éstas mantener elevados niveles de inversión productiva; esta situación propició que la compra-venta de acciones se llevara a cabo mediante el libre juego de la oferta y la demanda, en donde la intermediación financiera participó activamente en las operaciones bursátiles a través de la especulación con valores financieros. Esta especulación que se presentó en el mercado accionario se encontraba fuera de la realidad económica y financiera del país por lo que al rebasar sus propios límites propició la caída del mercado bursátil cuyas consecuencias se tradujeron en cuantiosas pérdidas de capital para los inversionistas. Cabe mencionar, que en la economía mexicana el propósito de todo inversionista no fue la producción de bienes y servicios, sino el de comprar, vender y multiplicar los activos financieros, que les garantizara una mayor ganancia.

Así, el crack del mercado accionario evidenció una nueva crisis financiera en la economía mexicana, cuyas consecuencias fueron una salida masiva de capitales, y finalizó con la devaluación del tipo de cambio. Para evitar la descapitalización de la economía, la política de tasas de interés se orientó a incentivar el ahorro al interior del país vía la colocación de valores gubernamentales con atractivos rendimientos y altas tasas de interés bancarias ante los elevados niveles inflacionarios que deteriorada el poder adquisitivo de la moneda nacional y mantenía la inestabilidad económica en el país.

Cabe destacar que la emisión y colocación de valores gubernamentales con altos rendimientos profundizó la caída del mercado accionario, el manejo de la

política monetaria se orientó principalmente a evitar la descapitalización de la economía, situación por la cual no se observó una gradual recuperación del mercado accionario, debido a que el inversionista buscó aquellos instrumentos de protección que en épocas de incertidumbres pueden ofrecer rendimientos más atractivos que otros instrumentos de inversión.

Asimismo, es importante señalar que la emisión de valores a corto plazo por parte del gobierno federal favoreció el desarrollo del mercado de dinero, en donde los CETES constituyeron el principal mecanismo de financiamiento del sector público, los cuales en la década de los ochenta elevaron considerablemente la deuda interna. Ante la inviabilidad de acceder al crédito externo, el gobierno federal recurrió a la colocación de valores de renta fija con altos rendimientos para generar mayor ahorro interno.

Si bien, por las dimensiones de la compra y venta de valores que se realizan en el mercado de valores, éste da la impresión de ser grande, capaz de propiciar desequilibrios macroeconómicos, sin embargo es pequeño y concentrado debido a que sólo participan empresas de gran magnitud, (el mercado bursátil no es importante aún para la empresa como mecanismo de financiamiento) y cuyas acciones son negociadas por la intermediación financiera no bancaria. Además el mercado de valores en México no responde al supuesto básico de muchos compradores y vendedores en el sentido de que sólo por coincidencia se movería todos en el mismo sentido, a menos que la actividad económica forme las expectativas normativas de la del mundo expectativo. El movimiento que tiene la Bolsa de Valores Mexicana solo se explica, por lo tanto, por el fuerte componente monopólico de los capitales que confluyen al mercado.

El comportamiento del Mercado de Valores no es indicador eficiente de la actividad productiva nacional a través de la empresa, porque su impacto es marginal como sistema de financiamiento, ello hace suponer que a medida que la relación precio-utilidad tiende a aumentar, la especulación en Bolsa es más visible, debido a que la negociación con dichos instrumentos no se realiza en función de las utilidades de las empresas.

Sin duda alguna, la caída del mercado bursátil en octubre de 1987 sirvió para aprender muchas cosas. La principal enseñanza fue que la riqueza no puede surgir de la nada, sin sustento material. Los protagonistas han cambiado, y se ha transformado igualmente el marco regulatorio en que opera el mercado: intentando hacer transparentes las operaciones financieras para evitar irregularidades en las negociaciones que propicien una nueva caída.

En ese sentido, la caída del mercado bursátil replanteó la necesidad de reestructurar y modernizar el sistema financiero nacional en su conjunto, con la finalidad de crear condiciones financieras adecuadas para los inversionistas y generar recursos suficientes para incentivar la inversión productiva a través de créditos accesibles para las empresas.

Es así, como el proceso de apertura y modernización financiera, iniciando a partir del último trimestre de 1988, en el marco de Pacto de Solidaridad Económica (PSE), con las operaciones de aceptaciones bancarias a plazos y tasas libres y la liberación de las tasas de interés, durante la vigencia del Pacto para la Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE), representa para la economía del país un proceso de desregulación de la actividad financiera, con el propósito de propiciar una mayor competitividad entre los sistemas bancarios y no bancarios a fin de liberar una creciente cantidad de recursos que apoyen sustancialmente las actividades de los sectores público y privado.

En este nuevo marco del sistema financiero, el Mercado de Valores deberá contar con una cultura financiera más avanzada, para que su integración a los mercados financieros internacionales sea con un alto grado de eficacia y competitividad externa. Asimismo, el mercado bursátil deberá representar la principal fuente de financiamiento de las empresas medianas y grandes, así como ofrecer nuevos productos y servicios a través de atractivas carteras de inversión acordes con la realidad económica y financiera del país, con la finalidad de evitar excesivos procesos especulativos que tiendan a crear inestabilidad en el mercado bursátil.

Las innovaciones financieras y tecnológicas son parte importante de todo sistema financiero, por lo que el Mercado de Valores deberá adaptarse a dichos cambios, para establecer una vinculación más estrecha con los mercados financieros internacionales, y conocer con precisión el comportamiento de estos mercados, que influyen en el desenvolvimiento del mercado bursátil de México.

El reto del sistema financiero mexicano y, en particular del Mercado de valores, ante la apertura y modernización de los servicios financieros es mantener un alto nivel de competitividad con el exterior a través de una diversificación de productos y servicios que garantice al inversionista una mayor rentabilidad financiera con el propósito de frenar las transferencias de recursos hacia el exterior, los cuales constituyen la base para impulsar la inversión productiva y el crecimiento económico, parte importante de este proceso lo constituye, sin duda alguna, la consolidación de la estabilidad económica y financiera del país.

## Marco Institucional del Mercado de Valores

El mercado de valores en México está formado por un conjunto de instituciones y mecanismos mediante los cuales se ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios, a través de la compra-venta de valores inscritos, tanto en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional de Valores, como en la propia Bolsa Mexicana de Valores. A su vez, el mercado de valores puede dividirse de acuerdo a las características de los valores que en él se intercambian:

- El mercado de capitales, donde se intercambian valores con un plazo mayor a un año, los cuales se caracterizan por elevados niveles de riesgo y rendimiento; y,
- El mercado de dinero, donde se realizan operaciones con instrumentos que tienen plazos menores de un año y se distinguen por tener poco riesgo, alta liquidez y, en consecuencia, menor rendimiento.

Por su parte, los valores se pueden clasificar de acuerdo al tipo de rendimiento que ofrecen, en dos:

- Valores de renta variable, cuyo rendimiento está en función a ganancias de capital por diferencia entre precios de compra y venta; así como de los resultados de las empresas emisoras; y,
- Valores de renta fija, mediante los cuales se concede un crédito al emisor, el cual se obliga a retribuir el capital más un interés periódico que se establece al hacer la inversión.

Lo anterior se refiere a los mecanismos fundamentales del mercado de valores; en cuanto a las instituciones participantes tenemos:

- Comisión Nacional de Valores. Organismo de regulación y vigilancia del mercado de valores, dependiente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, cuya función es supervisar el funcionamiento de las casas de

bolsa y los emisores de valores, dictando reglas de carácter general a la Bolsa y a los intermediarios para que ajusten sus operaciones a la Ley del Mercado de Valores y a los sanos usos y prácticas del mercado.

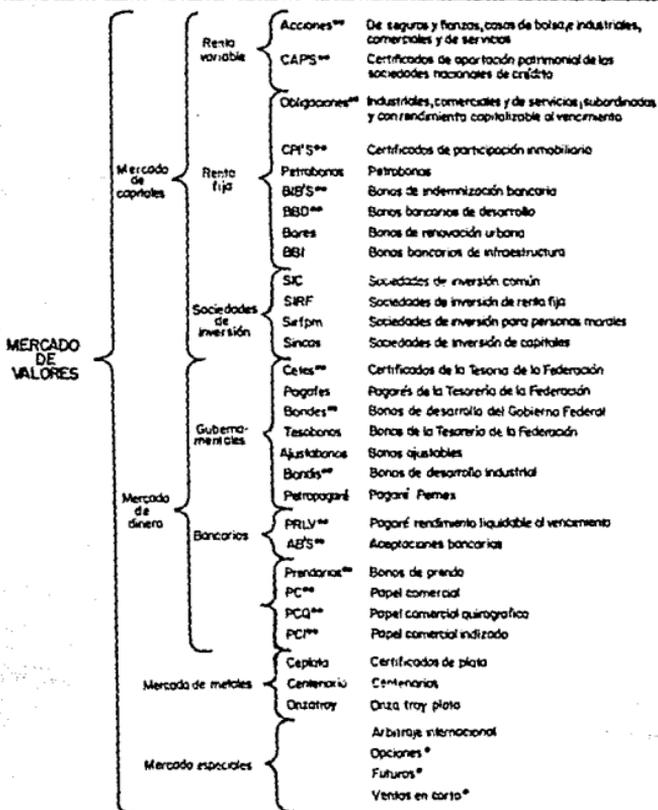
Bolsa Mexicana de Valores. Es el lugar donde pueden venderse o comprarse los diferentes valores y es una sociedad anónima de capital variable, cuya función es proporcionar un lugar adecuado para las operaciones de corretaje, así como vigilar, controlar y registrar dichas operaciones.

- Instituto para el Depósito de Valores. Presta un servicio de custodia y administración de los valores cotizados en la Bolsa, además de su liquidación y transferencia.
- Casas de Bolsa. Son las únicas instituciones autorizadas para actuar como intermediarios en la compraventa de valores registrados en la Bolsa y en la Comisión Nacional de Valores. En México, en la actualidad existen 25 casas de bolsa.

En cuanto a los participantes en el mercado de valores, tenemos:

- Los oferentes, que son las entidades que suscriben y ofrecen valores para financiar su crecimiento y diversificación.
- Los demandantes; es decir, el público inversionista que adquiere los valores.

## INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE VALORES EN MEXICO



\* En vías de autorización

\*\* Pueden ser adquiridos por el inversionista extranjero

## ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

### REGULACION Y VIGILANCIA

Secretaria de Hacienda  
Credito Publico  
(SHCP)

Banco de Mexico  
(Banxico)

Comision Nacional  
Bancaria  
(CNB)

Comision Nacional  
de Valores  
(CNV)



### INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Sociedades Nacionales de Credito

Casas de bolsa

Sociedades de Inversion

Organizaciones auxiliares de credito

- Afianzadoras
- Almacenes generales de deposito
- Uniones de credito
- Arrendadoras financieras

Instituciones de seguros

Casas de cambio

Factoraje

**Iniciativa de reforma constitucional para restablecer el régimen mixto de la prestación de banca y crédito.**

Primero, la impostergable necesidad de concentrar la atención del Estado en el cumplimiento de los objetivos básicos: dar respuesta a las necesidades sociales de la población y elevar su bienestar sobre bases productivas y duraderas.

Segundo, el cambio profundo del país de las realidades sociales, de las estructuras económicas, del papel del Estado y del sistema financiero mismo, modifica a raíz las circunstancias que explicaron la estatización de la banca.

Tercero, el propósito de ampliar el acceso y mejorar la calidad de los servicios de banca y crédito en beneficio colectivo, quitando subsidios, privilegios y abusos.

El restablecimiento de carácter mixto en este sector permitirá más eficiencia en el desarrollo la banca, más deducción a las áreas estratégicas y mayor capacidad de respuesta a las demandas de la población.

De acuerdo a esta iniciativa, las crecientes demandas de la población tendrán respuesta con los recursos que el sector público ya no invertirá en la banca y los que genere la desincorporación de los activos bancarios. Asimismo, a través de los bancos de desarrollo como NAFINSA, Bancomext, Banobras, Banrural y otros fondos de fomento en los que se mantendrá la propiedad estatal mayoritaria y que serán fortalecidos, el Estado seguirá atendiendo las actividades productivas prioritarias, que requiere de condiciones crediticias especiales y de apoyo en materia de asistencia técnica.

El carácter mixto propuesto pretende avanzar en el proceso de modernización del país, en la etapa de crecimiento que se espera alcanzar, se requiere un sistema financiero eficiente e intermediarios adecuadamente capitalizados que puedan canalizar recursos crediticios con suficiencia y oportunidad. Asimismo,

mo, la inserción del país a los circuitos financieros internacionales impone al país una mayor eficiencia en la prestación de los servicios financieros, ya que éstos representan un insumo de los productos que se comercian internacionalmente. En la medida en que los servicios proporcionados por los intermediarios financieros no logren alcanzar, en calidad y precio, a los ofrecidos en el exterior, los productos nacionales competirán en desventaja en los mercados internacionales.

Por otra parte, se ha observado la tendencia a la prestación de una gama cada vez más amplia de servicios financieros por parte de los distintos intermediarios. Se percibe una disminución en la participación de los créditos tradicionales y una mayor importancia de las operaciones canalizadas por los mercados de acciones y obligaciones, así como por operaciones de arrendamiento y factoring. Es en esas circunstancias, la definición entre lo que constituye el "servicio de banco y crédito" y los servicios que actualmente prestan los demás intermediarios financieros es cada vez más tenue. Lo consecuente es considerar a la prestación del conjunto de servicios financieros como actividad de interés general que debe estar sujeta a las normas y reglamentos que emita el Estado en ejercicio de la autoridad, y no como servicios públicos sujetos a concesión.

Asimismo, en la iniciativa se establece que la banca necesita estar aún más ligada con el aparato productivo nacional para impulsar, particularmente las actividades del sector exportador de la economía.

La profundización de los mercados de dinero y capitales, la diversificación de instrumentos e intermediarios y la mayor competencia entre ellos impiden que se formen monopolios de asignación de recursos o que se canalicen estos en forma preferencial en favor de intereses de grupos particulares, como pudo ocurrir en el pasado.

Se busca la diversificación accionaria y la participación demográfica en el capital de las instituciones bancarias. El objetivo es ampliar la participa-

ción de la sociedad, fortaleciendo el capital y modernizando a las instituciones bancarias, consolidando su posición en el sistema financiero y ampliando su capacidad de respuesta a los ahorradores. Los usuarios de los servicios financieros se verán sustancialmente beneficiados en la medida en que se amplíen las opciones y se mejoren la calidad y oportunidad de los servicios, de manera congruente con la capitalización y modernización de las instituciones.

El Estado ejercerá la rectoría económica en el ámbito financiero ya no a través de la propiedad exclusiva de la banca múltiple, sino por medio de la banca de desarrollo, de los bancos comerciales que conserve y de sus organismos encargados de establecer la normatividad, regulación y supervisión del sistema financiero.

En este nuevo contexto de modernización financiera, es importante señalar que una vez aprobada la iniciativa presentada deberá evitarse una mayor concentración y centralización de los recursos financieros en un número reducido de instituciones bancarias, debido a que la política que se ha seguido con los bancos nacionalizados se instrumentó con el objeto de continuar financiando al sector público, y no fue diseñada para promover un nuevo desarrollo de la economía nacional. De esta manera, la reprivatización de los bancos no debe traducirse en un nuevo monopolio financiero.

## BIBLIOGRAFIA

- 1.- Aguirre, Octavio. El Manual de Ingeniería Financiera. México, 1987.
- 2.- Aldo A, Armando. Economía monetaria. CEMLA, México 1988.
- 3.- Angeles, Luis. Crisis y Coyuntura de la Economía Mexicana. Editorial el Caballito, México, 1984.
- 4.- Batra, Ravi. La Gran Depresión de 1990. Grijalbo, México, 1988.
- 5.- Banco de México. Informe Anual 1986, México, 1987.
- 6.- Banco de México. Informe Anual 1987, México, 1988.
- 7.- Banco de México. Informe Anual 1988, México, 1989.
- 8.- Banco de México. Indicadores Económicos, 1990.
- 9.- Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil y Financiero, 1985-1988.
- 10.- Bolsa Mexicana de Valores. Indicadores Bursátiles, 1987-1989.
- 11.- Branson, William H. Teoría y Política Macroeconómica. FCE, México, 1985.
- 12.- Burgueño Lomeli, Fausto. Economía Mexicana: situación actual y perspectivas. Instituto de Investigaciones Económicas. UNAM, México, 1987.
- 13.- Cardero, Maria Elena. Patrón Monetario y acumulación en México: nacionalización y control de cambios. Siglo XXI, México, 1984.
- 14.- Centro de Información y Estudios Nacionales (CIEN). La Economía Mexicana, Análisis Anual. México, 1988.

- 15.- El Financiero. Varios números.
- 16.- Estey, J.A. Tratados sobre los Ciclos Económicos. FCE, México 1983.
- 17.- Gómez Oliver, Antonio. Política Monetaria y Fiscal en México, la experiencia desde la postguerra. FCE, México, 1981.
- 18.- Guillén Romo, Hector. Orígenes de la crisis en México, 1940-1982. FCE. México, 1988.
- 19.- Harris, Laurence. Teoría Monetaria. FCE, México, 1985.
- 20.- Heyman Timothy. Inversión contra Inflación. Editorial Milenio, México, 1988.
- 21.- Keynes, J.H. Teoría General de la Ocupación, el interés y el dinero, RCE, México, 1984.
- 22.- Magdoff, Harry. El desplome de la Bolsa de Nueva York. Comercio Exterior, vol. 38 Núm. 4, México, 1988.
- 23 - Mujica R, Sergio y Eduardo Troncoso R. Las Casas de Bolsa antes y después de la nacionalización de la banca. Análisis Económico Núm. 11, UAM, Volumen VI, México, julio-diciembre de 1987.
- 24.- Nacional Financiera. Mercado de Valores, revista quincenal, varios números.
- 25.- Plan Nacional de Desarrollo, 1982-1988.
- 26.- Plan Nacional de Desarrollo, 1989-1994.
- 27.- Quijano, José Manuel. La Banca: Pasado y Presente. CIDE, México, 1988.

- 28.- Tello, Carlos. La nacionalización de la Banca. S-XXI, México, 1987.
- 29 - Tello, Carlos. La política económica en México, 1970-1976, México, 1984.
- 30.- Villegas H. Eduardo y Rosa María Ortega. El Sistema Financiero Mexicano. Editorial PAC, México 1985.