

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
"ARAGON"

**La deuda interna pública como factor de especulación financiera en
México**

1980-1990

TESIS

**Que para obtener el Título de:
LICENCIADA EN ECONOMIA**

Presenta:

MA. GUADALUPE PEÑALOZA HERRERA.

México D.F., 1993

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



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.

Í N D I C E

INTRODUCCIÓN	4
MARCO TEÓRICO	7
CAPÍTULO I	
ORÍGENES Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA INTERNA	21
I.1.- CONTEXTO HISTÓRICO.	21
I.1.- INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO GUBERNAMENTALES Y SU EVOLUCIÓN HISTÓRICA	29
CAPÍTULO II	
ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA DE 1980-1990	36
II.1.- CAUSAS PARTICULARES QUE PROPICIARON EL INCREMENTO EN EL FINANCIAMIENTO INTERNO.	36
II.2.- INTEGRACIÓN GENERAL DE LA DEUDA A CORTO Y A LARGO PLAZO.	47
II.3.- PARTICIPACIÓN DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA EN EL MERCADO DE DINERO.	54
CAPÍTULO III	
VENTAJAS DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA CLASIFICADOS EN EL MERCADO DE DINERO	57
III.1.- CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS QUE CONFORMAN EL MERCADO DE DINERO EN MÉXICO	58

III.2.- VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS INSTRUMENTOS PÚBLICOS Y PRIVADOS QUE CONFORMAN EL MERCADO DE DINERO.	76
III.2.1.- LIQUIDEZ.	81
III.2.2.- RENDIMIENTO	83
III.2.3.- RIESGO	85
III.2.4.- RÉGIMEN FISCAL	88
CAPÍTULO IV	
LA DEUDA PÚBLICA INTERNA COMO FACTOR DE ESPECULACIÓN FINANCIERA.	91
IV.1.- REPERCUSIONES DEL FINANCIAMIENTO DEL BANCO CENTRAL AL GOBIERNO MEDIANTE LA EMISIÓN PRIMARIA.	92
IV.2.- REPERCUSIONES DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO.	100
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.	111
BIBLIOGRAFÍA.	115

Introducción

Cuando el financiamiento de los gastos gubernamentales proviene de los ingresos ordinarios y no de la contratación de deuda, se habla de un presupuesto equilibrado, en otras palabras, gastos e ingresos están correspondidos.

Desde luego, puede conseguirse un presupuesto equilibrado ya sea por el lado de los ingresos o por el lado de los gastos, por el lado de los ingresos puede aumentarse tanto la tasa de tributación como la base tributaria y aumentar los precios de los bienes y servicios gubernamentales, por el lado de los gastos restringirlos a tal grado que coincidan con los ingresos, la restricción puede incluir diversos rubros del balance gubernamental, como por ejemplo, disminución en los empleos no prioritarios del sector público, eliminación empresas públicas no rentables, disminución de los gastos dedicados a la infraestructura en educación, transporte, salud y vivienda, pero ambas alternativas tienen costos económicos y sociales muy elevados, por lo que la mayoría de los gobiernos optan por una combinación de medidas.

El déficit fiscal se presenta cuando hay una diferencia entre el total de egresos en efectivo gubernamentales y el total de ingresos en efectivo -incluidos los ingresos tributarios y no tributarios-¹

Uno de los aspectos que más ha preocupado a los estudiosos de la economía es el del financiamiento de dicho déficit público y como éste afecta a los diferentes sectores de la economía.

En México, sobre todo a partir de 1982 se incrementó el déficit del Gobierno, como resultado de la restricción en los flujos de crédito externo, la caída en los precios del petróleo y otros productos de exportación como la plata.

¹ Ver Bléjer Mario I.; Cheasty Adrienne; "Medición de los déficit fiscale: cuestiones analíticas y metodológicas", Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Volumen XXXVIII, Número 5, Septiembre-Octubre de 1992.

Además el periodo que va desde 1980-1987 se caracteriza por la gran participación del Gobierno en la actividad económica nacional, lo cual implicaba abarcar campos que tradicionalmente habían sido manejados por la iniciativa privada y por lo tanto la necesidad de un mayor gasto gubernamental.

Hasta 1981 habían fluido sin ninguna restricción los flujos de capital provenientes de los bancos extranjeros, respaldados por la capacidad de producción y exportación de petróleo. Sin embargo la caída de esta materia prima de exportación y la concurrencia con factores adversos de carácter internacional, como la elevación de las tasas de interés internacionales y el resurgimiento de procesos inflacionarios en los países desarrollados obligaron al sector público a cambiar las fuentes de su financiamiento, dándole mayor importancia al financiamiento interno, tanto a través de la emisión primaria de dinero, el financiamiento obligatorio a través de las altas tasas de encaje legal impuestas al sistema de banca comercial y mediante las operaciones de mercado abierto.

El propósito de este trabajo es señalar las repercusiones que cada una de las formas de financiamiento tuvieron en la economía y cómo la necesidad de financiamiento del sector público desplazó a la inversión productiva, al desviar el escaso ahorro interno orientado al financiamiento del sector privado hacia el sector público.

Este desplazamiento del financiamiento privado por el financiamiento gubernamental, se dio en dos sentidos:

- 1) Mediante la colocación de bonos más competitivos que los bonos privados, en términos de liquidez, régimen fiscal y rendimiento.
- 2) A través de la restricción en el crédito directo otorgado por la banca comercial y de desarrollo al sector privado.

El estudio comienza con un breve marco teórico en torno a los efectos que las diferentes formas de financiamiento del déficit del sector público tienen en la economía, desde la concepción de los Clásicos hasta la teoría monetarista, señalando, además, las diferentes fuentes de financiamiento gubernamental.

En el primer capítulo se señalan los orígenes y evolución histórica de la deuda interna, identificando las principales fuentes de ingresos del Gobierno Federal, y haciendo especial énfasis en los instrumentos de financiamiento gubernamentales y su evolución histórica, desde los primeros bonos emitidos en la época post-revolucionaria hasta los modernos bonos ajustables de la Tesorería de la Federación.

El segundo capítulo se refiere a la estructura de la deuda interna, tanto en términos de plazos como de instrumentos, durante el periodo de 1980 a 1990, periodo en el cual se observa, sobre todo a partir de 1982, una mayor concentración del financiamiento interno de corto plazo, en este capítulo se identifican además algunas de las razones que determinaron el cambio en los plazos de financiamiento y concluyendo con la importancia que dentro del financiamiento interno tienen los instrumentos gubernamentales del mercado de dinero.

Por tal motivo el tercer capítulo está orientado a la explicación de las ventajas que tienen los instrumentos del mercado de dinero gubernamentales que integran el mercado de dinero comparados con instrumentos privados de financiamiento que también están clasificados dentro de este mercado.

Finalmente en el capítulo cuarto se señalan las repercusiones de las políticas de financiamiento del déficit, desde los efectos en términos de inflación como en términos de la menor disponibilidad de recursos para canalizar al sector privado.

MARCO TEÓRICO

Concepciones de las Diferentes escuelas de pensamiento económico en torno al financiamiento del Gobierno.

En virtud de que este trabajo trata acerca de la deuda pública y las repercusiones que puede desencadenar en la economía, es importante revisar los estudios que diferentes teóricos han realizado en torno a las diversas formas que tiene el Gobierno para financiarse y las repercusiones que la elección de cada tipo de financiamiento genera en el aparato económico.

Para entender mejor la estructura del presupuesto financiero del sector gubernamental, algunos autores lo presentan a partir de un sistema de cuentas "T"²:

Activos del Sector Público	Pasivos del Sector Público
Capital Físico del Gobierno	Circulante en Manos del Público.
Reservas Internacionales del Gobierno	Bonos o Deuda Interna del Gobierno
Valor actual de futuros tributos, necesarios para equilibrar la cuenta del Gobierno	Deuda Externa Directa del Sector Privado.

Teóricamente los rubros que aparecen del lado izquierdo de la cuenta son los activos que tiene el sector público y si su presupuesto estuviera equilibrado no requeriría de la contratación de empréstitos para cubrirlo, sin embargo cuando los gastos que genera superan a los ingresos que recibe, tiene que cubrirlos mediante crédito ya sea de origen interno o externo.

Para los efectos de este estudio interesa principalmente la emisión de bonos o deuda pública del sector público, como una fuente de financiamiento del déficit de este sector.

² Guillermo Le Fort V., y Joaquín Vila Ruiz-Tagle, "El problema del endeudamiento interno: aspectos analíticos", en Deuda Interna y Estabilidad Financiera, Vol. I, página 19.

En este sentido es conveniente revisar los puntos de vista que las diferentes escuelas o corrientes de la economía, han expresado en torno a las formas de financiamiento del déficit gubernamental y la alternativa más viable para financiarlo.

De acuerdo a la Escuela Clásica, representada principalmente por Adam Smith y David Ricardo, la única fuente de ingresos del Gobierno debería provenir de los impuestos, a los cuales consideraban como un mal necesario, según los clásicos la carga tributaria debería ser lo menos onerosa posible para los contribuyentes, en virtud de que el pago de impuestos disminuye el ingreso real disponible de los individuos para la adquisición de bienes y servicios.

Entre los Clásicos el empréstito no se consideraba de uso frecuente para financiar las actividades estatales, en todo caso se debía recurrir a él sólo de forma excepcional, de tal manera que la función del Gobierno se concretara al logro de "...paz en el interior y en el exterior, justicia, educación y puertos...fuera de eso, la mano invisible es más eficaz"³. En otras palabras el papel del Gobierno debería ser lo más austero posible, limitándose a brindar los satisfactores señalados arriba, utilizando como fuente principal de sus recursos a los impuestos.

La razón principal de los clásicos para considerar a la deuda sólo como un recurso excepcional, residía en el hecho de que los recursos que el Gobierno recibía en préstamo, provenían de los particulares, quienes de no haber decidido prestarlos a cambio de un premio o tasa de interés, los habrían canalizado hacia actividades productivas.

Por otra parte los Clásicos consideraban que, finalmente, el costo de contraer empréstitos gubernamentales se repercutía en la población, debido a que todo préstamo genera intereses y cuando el Gobierno se viera imposibilitado para cubrir sus obligaciones recurriría al incremento de impuestos.

Para John Maynard Keynes y sus seguidores, al contrario de los clásicos, favorecían la contratación de deuda sobre todo interna, ya que la consideraba

³ J. Faya Viesca, Finanzas Públicas, Editorial Porrúa, S.A., México 1981.

como un instrumento útil para corregir desajustes en la economía, pues el Gobierno podría utilizarla para poner a trabajar los recursos ociosos que el sector privado no pudiese emplear.

Keynes favorecía al endeudamiento público por considerarlo más ágil que la política tributaria, la cual requiere del tiempo necesario para su aprobación, instrumentación y asimilación, hasta que finalmente los recursos provenientes de esta fuente comienzan a llegar al Gobierno. En tanto que el endeudamiento público requiere de menos tiempo, factor que es muy importante, sobre todo en condiciones de gran inestabilidad en la economía, en la que es necesario poner a trabajar los recursos ociosos en el menor tiempo posible.

Cabe aclarar que no olvidó la importancia de la política tributaria, puesto que entre sus recomendaciones se encuentra la de un sistema tributario progresivo.

Ahora bien, el Gobierno no sólo tiene la alternativa de recibir ingresos a través de la tributación y de la contratación de empréstitos, en sus diversas formas, sino además puede recurrir a la creación de dinero para cubrir su déficit.

Los teóricos recientes, en general, coinciden en que las consecuencias económicas del déficit gubernamental dependen de la forma en que el Gobierno elija financiarse.

La corriente monetarista señala que si el financiamiento se realiza a través de la emisión de dinero, el efecto en la economía será inflacionario, en tanto que si lo hace a través de la emisión de títulos de deuda, el efecto no será significativo en términos inflacionarios, pero sí en términos del desplazamiento de otras alternativas de inversión, que a la larga también tiene un efecto significativo en la economía. En virtud de que, dependiendo del riesgo y rendimiento del instrumento ofrecido, los inversionistas podrían optar por adquirir bonos gubernamentales en lugar de instrumentos de deuda de las empresas privadas.

El público inversionista dejará de adquirir bonos de las empresas por comprar bonos gubernamentales, siempre y cuando el instrumento gubernamental ofrezca rendimientos superiores al instrumento privado o ventajas de carácter fiscal, que en última instancia se traducen en rendimientos reales atractivos.

En tiempos más recientes la discusión de los teóricos se centra en los efectos que sobre la economía tiene el financiamiento a través de instrumentos de deuda, se habla de que existe un efecto de desplazamiento⁴ de la actividad privada por la actividad económica del sector público.

Este desplazamiento puede ser tanto en el ámbito productivo como en el ámbito financiero.

En la esfera productiva el desplazamiento se puede presentar si una vez que el Gobierno obtenga los recursos para financiar su gasto, oriente este último hacia la realización de actividades productivas que tradicionalmente realiza el sector privado.

El efecto en el ámbito financiero está asociado con el financiamiento del déficit a través de lo que se conoce como operaciones de mercado abierto, es decir mediante la emisión de bonos o instrumentos de deuda tanto de corto como de largo plazo.

En este sentido también existen diferentes puntos de vista, mientras algunos teóricos opinan que este tipo de financiamiento es inflacionario otros dicen como anteriormente se señaló que no tiene repercusiones importantes en términos inflacionarios.

De acuerdo al punto de vista que sostiene que el financiamiento a través de instrumentos de deuda puede ser inflacionario, los precios no solamente estarían determinados por la cantidad de dinero en circulación sino por ese dinero más los intereses devengados por los instrumentos de deuda emitidos por el gobierno, en otras palabras el "inventario de dinero" en la economía debe considerar los intereses devengados por los bonos gubernamentales más el dinero en circulación de tal manera que el resultado sería el "dinero efectivo" en la economía. Para los tenedores de bonos la tasa de interés que reciben por dichos bonos es un ingreso y por lo tanto pueden elegir gastarlo o ahorrarlo.

⁴ Willem H. Buiter, "Crowding Out and the effectiveness of fiscal policy", Journal of Public Economics, North-Holland Publishing Company.

Por lo que se refiere al efecto de desplazamiento o "crowding out" en el sistema financiero, se presentaría en dos sentidos:

1.- Si el Gobierno presiona al sistema financiero para obtener los recursos, desviando parte de los recursos disponibles del sector privado al sector público, con lo que consecuentemente se disminuye el consumo y la inversión del sector privado.

2.- Sobre la composición del portafolio de los inversionistas, de acuerdo a este efecto los inversionistas modificarán la composición de su portafolio, substituyendo en el mismo la tenencia de valores privados por valores públicos.

Lo señalado en el punto número 2, no tiene ningún efecto en términos del monto de ahorro disponible para inversión en valores, porque únicamente es una substitución en la cartera de inversión de los tenedores de bonos privados, pero en cambio sí tiene un efecto importante en términos de la distribución de ese ahorro, debido a que por esta vía, probablemente, se destinarán recursos necesarios para el financiamiento de la actividad privada hacia el financiamiento de la actividad pública.

Aún cuando los bonos privados ofrezcan tasas reales superiores a los bonos gubernamentales habría que señalar algunas ventajas que incidirían en las decisiones de inversión de los ahorradores:

a) La tasa de interés libre de riesgo que ofrezcan los instrumentos gubernamentales en comparación con los privados.

b) La liquidez que ofrezcan los instrumentos, es decir, la facilidad para negociarlos antes de vencimiento, y

c) El tratamiento fiscal de cada instrumento.

Si los inversionistas, una vez analizadas las tres determinantes de inversión señaladas, deciden vender o dejar de adquirir títulos privados y favorecer la adquisición de títulos públicos, se presentará un desplazamiento en los bonos privados por los gubernamentales.

Ahora bien, cabe preguntarse que repercusiones tiene el incremento en la oferta de bonos gubernamentales sobre la tasa de interés, si la oferta monetaria real se mantiene fija y el Gobierno requiere de más dinero para financiarse debe incrementar la tasa de interés que otorgue a aquellos inversionistas que le "presten" su dinero, el incremento en la tasa de interés automáticamente encarecerá el crédito disponible para las empresas.

Si aumentan las tasas de interés de corto plazo, probablemente dejará de ser atractivo invertir en la producción de bienes y servicios para la economía, debido entre otras cosas al mayor tiempo de maduración que requieren este tipo de inversiones y al mayor riesgo implícito que tienen comparada con la inversión en bonos gubernamentales.

Si además de lo anterior se presenta una restricción el crédito bancario a través de las tasas de encaje forzoso que establece el Gobierno, la disponibilidad de recursos para el sector privado es todavía menor y la caída en la inversión productiva será mayor.

En los países donde existe una gran variedad de alternativas de financiamiento de corto plazo, tanto para las empresas como para el Gobierno, el efecto sobre la composición del portafolio no es muy significativo, sin embargo en los países subdesarrollados, donde el mercado de dinero está preeminente integrado por los instrumentos de financiamiento del Gobierno si hay repercusiones como las señaladas anteriormente.

En suma el financiamiento del déficit del sector público afecta en menor o mayor medida la disponibilidad de recursos para inversión destinados al sector privado, a menos que cuenta con líneas ilimitadas de crédito en el exterior.

Fuentes de financiamiento del Gobierno.

Las alternativas de financiamiento de que dispone el gobierno se dividen en tres grupos: los ingresos tradicionales provenientes de los impuestos, cuotas y derechos, los préstamos tanto internos como externos, ya sea directamente negociando la entrega de los recursos con instituciones de crédito nacionales o

extranjeras, o a través de la emisión de títulos de deuda que coticen en el mercado de valores, y la creación de dinero, que aún cuando puede causar distorsiones en todo el sistema económico, no deja de ser menos utilizada.

a) Cuotas y Derechos.

Son cobrados por el Gobierno a cambio de alguno de los servicios que presta cualquiera de los organismos que administra, y podría decirse que son el precio que establece por destinar recursos humanos y materiales para administrar bienes de dominio común. Es importante señalar que a diferencia de los impuestos, los derechos y las cuotas, si tienen una contrapartida específica

b) Impuestos.

Generalmente se entiende al impuesto como aquella contribución con carácter obligatorio que establece el Gobierno, tanto a las personas como las empresas, para cubrir sus gastos. Como se señala en la definición anterior, el impuesto tiene un carácter obligatorio, lo cual quiere decir que los individuos tienen que pagarlo independientemente de si quieren o no hacerlo.

En términos generales el contribuyente podrá disfrutar de los bienes y servicios públicos a que se destinaron sus impuestos, pero no hay una contrapartida específica o explícita de la utilización que se haya hecho de sus impuestos, en este sentido mientras el Gobierno establece que el pago de impuestos es obligatorio y para vigilar su cumplimiento cuenta con organismos administrativos, estableciendo sanciones que van desde multas y recargos hasta la cárcel por incumplimiento de los contribuyentes, éstos, en cambio, no podrán exigir al Gobierno la contraprestación correspondiente.

La clasificación más general de los impuestos los divide en impuestos directos e impuestos indirectos, cuando se trata de impuestos directos el contribuyente tiene la obligación de pagar en forma personal una proporción, que el mismo Gobierno determina, por los ingresos percibidos durante un periodo determinado.

El impuesto sobre la renta, grava *directamente* los trabajadores, mismo que en muchas ocasiones es deducido por el propio empleador de los ingresos que el trabajador perciba.

Los impuestos indirectos son aquellos que el consumidor paga por la adquisición de algún bien o servicio y quienes son responsables de reportarlos al Estado son los vendedores de esos bienes y servicios. Hay autores que dividen a los impuestos en impuestos sobre la renta o sobre el consumo, pero la clasificación más general y usada, es la que la divide en directos e indirectos.

Por lo que se refiere a los diferentes tipos de impuestos que existen en la mayor parte de los países encontramos, los siguientes en términos generales:

b.1) Impuesto al ingreso.- Tanto los individuos -personas físicas- como las empresas -personas morales, están obligadas a pagarlo. Es el tipo de impuesto que está más difundido a nivel internacional y fuente importante de los ingresos de la mayoría de los países, por que además es el que ofrece la forma de captación más segura.

Este tipo de impuestos tienen antecedentes remotos desde la Edad Media, se encuentran registros del pago de este impuesto, en Inglaterra se implantó desde el año de 1799 y en Estados Unidos se introdujo por primera vez en 1643, con suspensiones posteriores, hasta que se implantó definitivamente en 1913.

Pero en México este tipo de impuesto es relativamente reciente ya que se introdujo en el año de 1921⁵, durante el régimen de Plutarco Elías Calles, en aquella época se le denominó *Gravamen del Centenario*.

A partir de entonces se ha mantenido y actualmente se le conoce con el nombre de *impuesto sobre la renta*.

⁵ Benjamin Reichman K., "Introducción al Estudio de la Economía Pública, Universidad Nacional Autónoma de México, México D.F., 1977. página 145.

b.2) Impuestos a las transacciones en los negocios.-

Estos impuestos son los que el contribuyente debe pagar por la compra-venta de algún bien o servicio, se utiliza para gravar cualquier artículo de consumo, tanto en la producción, distribución y consumo del mismo.

En virtud de que se trata de impuestos que gravan todo tipo artículos y servicios, existen diferentes categorías de artículos para aplicarles diferentes tasas de gravamen, de acuerdo al tipo de bien o servicio de que se trate, de tal manera que se grava con una tasa más alta a los bienes de consumo suntuario o de lujo y se exenta o se cobra una tasa menor para los artículos de consumo básico.

Este tipo de impuesto los puede pagar directamente el comprador o trasladarlos a través del precio del producto o servicio que adquiera.

Al igual que los impuestos al ingreso, éste tiene antecedentes históricos remotos y está difundido a nivel mundial. En México el ejemplo más claro de este impuesto es el IVA (impuestos al valor agregado), que grava las diferentes fases por las que atraviesa el producto, desde su producción, distribución y consumo.

b.3) Finalmente se pueden señalar dentro de esta clasificación general de los impuestos, a los que gravan la propiedad de los individuos, que en una forma muy amplia se pueden entender como todos aquellos que gravan los bienes y derechos económicos del contribuyente, y, los impuestos a las herencias, legados y donaciones.

Como se podrá deducir de toda la clasificación anterior, los impuestos constituyen la parte medular de los ingresos que percibe el Gobierno para cubrir sus gastos, en virtud de que buscan gravar prácticamente todas las actividades productivas del ser humano.

No obstante lo importante de los recursos que otorgan los impuestos, frecuentemente los gobiernos se encuentran con que éstos no son suficientes

para cubrir sus necesidades, por lo que es necesario recurrir a otras fuentes de financiamiento.

c) Financiamiento gubernamental a través de deuda pública.

No es necesario extenderse demasiado en este tipo de financiamiento gubernamental, debido a que a lo largo de todo el texto se hace alusión permanentemente de la deuda pública, para los efectos del presente apartado, baste señalar su definición, importancia y clasificación.

La deuda pública constituye una forma adicional del Gobierno para hacer frente a sus necesidades. En términos generales la deuda pública es un acto voluntario en el que el tenedor de recursos decide prestarlos al gobierno, a cambio de un premio o interés.

Como se señaló en el marco teórico mientras los clásicos consideraban a la deuda pública como un instrumento excepcional de financiamiento gubernamental, actualmente está plenamente difundido como un método de uso corriente cuando los ingresos del sector público captados por otras fuentes no son suficientes.

La clasificación de la deuda pública tiene diversas modalidades, en atención a la nacionalidad de los prestamistas, al plazo de amortización, a la forma de emisión, y aún por el efecto en la economía.

De acuerdo a Benjamín Fretchkiman la deuda pública puede dividirse en las siguientes clasificaciones:

De acuerdo al origen de los prestamistas:

- Deuda Interna.
- Deuda Externa.

Por el plazo de amortización:

- A corto plazo.
- A largo plazo.
- Perpetua.

Por la forma de emisión:

- Titulada.
- No titulada.

Por su efecto en la economía:

- Deuda pasiva.
- Deuda activa.
- Deuda productiva.
- Deuda autoliquidable.
- Deuda no liquidable.

Por lo que se refiere al primer grupo, como ya se señalaba anteriormente, cuando los tenedores de los recursos son de origen nacional, se dice que la deuda es interna, cuando son extranjeros se dice que es externa.

Existen autores que favorecen más un tipo de financiamiento que el otro. Señalan que la deuda externa es conveniente en virtud de que no desvía recursos nacionales, que se pueden destinar a usos productivos, en lugar de destinarlos a financiar las actividades gubernamentales, sin embargo dependiendo del régimen cambiario, puede tener un efecto inflacionario si la monetización de dichos recursos se traduce en una expansión monetaria (si el Banco Central no esteriliza los recursos externos).

En cambio otros favorecen la deuda interna, porque puede implicar una carga menos pesada en términos de tasa de interés y amortizaciones, que la deuda externa y sobre todo porque no se está sujeto a las disposiciones en materia monetaria de otras economías.

La segunda clasificación de la deuda se refiere al plazo de amortización, mismo que si es igual o menor a un año, se considerará de corto plazo, en tanto que la amortización es superior a un año se considerará de largo plazo. La deuda perpetua es a aquella que no tiene plazo fijo de amortización.

En cuanto a la deuda titulada, es aquella que contrae el gobierno a través de la emisión de títulos-valor en serie, con el propósito de financiarse a través de su colocación en el mercado de valores y sean adquiridos por los inversionistas que así lo deseen. La deuda no titulada está constituida por documentos no divisibles como los créditos que otorgan las instituciones de crédito.

La deuda pasiva es aquella que se contrae con el objeto de realizar mejoras de carácter social a la población como servicios de recreo y esparcimiento, pero que no se traduce en ingresos para el sector público.

La deuda activa es la que contrae el Gobierno con el propósito de elevar la productividad y crear la economías de escala necesarias para incrementar la eficiencia del capital, tal es el caso de la construcción de vías de comunicación y electrificación para enlazar diversas entidades y movilizar los bienes producidos.

La deuda que se utilizó para el financiamiento de una empresa o propiedad y la misma genera los ingresos para liquidar dicha deuda, se ubica en el rango de deuda productiva.

En cuanto a las últimas clasificaciones: autoliquidable y no autoliquidable. La primera tiene mucho que ver con la deuda productiva, en el sentido de que el destino haya sido para realizar obras que van a generar ingresos y que por lo tanto servirán para pagar la amortización de la deuda contratada.

La clasificación de la deuda en no autoliquidable, se parece mucho al concepto de deuda pasiva, porque el destino del crédito se orientó a obras de carácter social, que no generarán ingresos para amortizar el crédito obtenido.

ch) Financiamiento a través de la emisión de moneda.

La creación de dinero es otra de las alternativas de que dispone el Gobierno para financiar sus actividades, en caso de que los ingresos provenientes de la tributación sean insuficientes o que no disponga de las suficientes líneas de crédito tanto internas como externas.

Es el propio Gobierno quien dispone de todos los mecanismos de creación y circulación del dinero a través del Banco Central, el cual puede crear dinero y otorgarlo en préstamo prácticamente sin ningún costo, cuando el Gobierno así lo requiera.

Si bien es cierto que este tipo de financiamiento puede ser utilizado para expansión del gasto público lo que puede generar un crecimiento económico a la larga se ha visto que tiene efectos nocivos en todo el aparato económico, porque al incrementarse la cantidad de dinero en circulación se presiona al mercado de bienes y servicios, cuya oferta permanece inalterada -el público demanda más de estos bienes y servicios-, provocando alzas en los precios y disminuyendo por lo tanto la oferta monetaria real de la población.

CAPITULO I

ORÍGENES Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DEUDA INTERNA

I.1.- CONTEXTO HISTÓRICO:

Es comúnmente aceptado que la deuda pública tiene su origen en un desequilibrio presupuestario, es decir, cuando los ingresos ordinarios del Gobierno -tributarios y no tributarios- son insuficientes para solventar los gastos entonces éste recurre a fuentes alternas de financiamiento.

De acuerdo a los antecedentes históricos en México, hasta el siglo XIX los recursos destinados al financiamiento del sector público, provenían fundamentalmente de las rentas que generaban las propiedades del gobierno, pero con el tiempo fueron adquiriendo mayor importancia los provenientes del tributo y de la introducción de nuevas formas de endeudamiento.

A principios del siglo XIX, los ingresos provenientes del patrimonio estatal fueron reduciéndose en comparación con los ingresos provenientes de los impuestos, que paulatinamente comenzaron a adquirir mayor importancia.

La situación de la hacienda pública en México durante los dos tercios del siglo XIX, fue caótica, sobre todo a partir de la independencia,⁶ debido a la inestabilidad social y por ende económica que se presentaba en todo el país, lo cual imposibilitaba la implantación de un esquema de ingresos públicos homogéneos. De tal manera que, básicamente, los ingresos de que disponía el sector público, estaban encaminados a la adquisición de armamento y para garantizar la posición en el poder del gobierno en turno.

⁶ En el informe de gobierno que rindió Agustín de Iturbide el 24 de febrero de 1822 se señalaba lo siguiente: "... Quedó el Imperio, al disolverse el antiguo Gobierno, sin erario, obstruidas las fuentes de la riqueza pública, alterados los rumbos todos de los géros; extraviada la opinión en millones de puntos, recargados los pueblos de contribuciones gravísimas y acostumbrados, de consiguiente a defraudarlas, sin ningún sistema de hacienda ni administración, sin seguridad de la adhesión o aversión de los empleados públicos, sin poder continuar los antiguos impuestos por ruinosos, mal combinados y contrarios a la opinión e interés general...". en el Libro La Hacienda Pública de México a través de los Informes Presidenciales. Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Publicaciones Históricas, México D.F. 1951.

Al respecto el informe de gobierno de Don Miguel de Domínguez, Presidente en Turno del Supremo Poder Ejecutivo de la Apertura del Nuevo Congreso Constituyente, el 7 de noviembre de 1823, señalaba:

"...En medio de tantas dificultades y escaseces...se ha ocurrido a todos los gastos generales del Estado, se ha mantenido con menos atraso que antes al ejército y la lista civil, sin establecer nuevas contribuciones, y, antes bien, haciendo desaparecer los árbitos onerosos del anterior gobierno, como son los préstamos forzosos y el atraso del papel moneda que existía y tantas pérdidas ocasionó al público..."⁷

En el informe de esa misma fecha se podía leer que se había concertado un préstamo de 20 millones de pesos, con bancos ingleses, para destinarlo al fomento de la producción agrícola, la minería, el comercio y la industria.

De la cita anterior se desprende que la prioridad era el pago de salarios al ejército y la lista civil y que los recursos obtenidos era insuficientes aún para cubrir esas obligaciones, por lo que en el año de 1827 se decretó la suspensión de pagos de la deuda pública, situación que se normalizó mediante la contratación de nuevos créditos, de tal manera que en diciembre de 1829 se tramitaron nuevas deudas y se renegoció la deuda externa.

El manejo de la administración pública durante los años posteriores no fue mejor, en el año de 1833 asume la Presidencia del País, el General Antonio López de Santa Anna, quien en el año de 1854 firmó el tratado mediante el que México le concedió el territorio de la Mesilla a Estados Unidos a cambio de 10 millones de pesos/oro.

En el año de 1846 a consecuencia de la guerra con Estados Unidos nuevamente se suspendió el pago de deuda externa.

El gobierno de Benito Juárez intentó establecer un esquema de ingresos que dependiera más del financiamiento interno que del externo, sin embargo, la

⁷ Ob., Cit.

intervención francesa y las hostilidades con Inglaterra y España, y en general la incertidumbre interna, no le permitieron consolidar la nueva estructura financiera.

Durante el periodo correspondiente al mandato de Porfirio Díaz se recurrió tanto al crédito interno y externo, en virtud de que para la construcción de ferrocarriles y electrificación del país era necesaria una gran cantidad de recursos, así en el año de 1895 se contrató con bancos extranjeros -alemanes, ingleses y norteamericanos- y con Banco Nacional de México, un crédito por 22'700,000.00 libras esterlinas. Posteriormente en 1904 se contrató un préstamo por 40 millones de dólares y se emitieron bonos de la deuda interior, en los años de 1907 y 1908.

La situación de las finanzas públicas durante el movimiento revolucionario de 1910, fue caótica, debido a que, por la anarquía existente, cada grupo revolucionario imprimía el papel moneda que consideraba necesario para cubrir sus gastos, -Francisco Villa realizó dos emisiones de papel moneda desconociendo tanto las emisiones de papel moneda como los empréstitos contratados por el grupo anterior-. De tal manera que a principios de 1913 se calcula la deuda pública en \$427 millones de pesos.⁸

En su Informe a la nación en el año de 1917, Venustiano Carranza señala que el déficit asciende a \$60 millones de pesos anuales, indicando que durante mucho tiempo dicho déficit no "...pudo conocerse ni mucho menos preverse..."

Debido a la inestabilidad interna y a la insuficiencia de recursos, Venustiano Carranza opta por suspender indefinidamente el servicio de la deuda y desconoce la validez de los bonos y préstamos contratados durante el gobierno de Victoriano Huerta.

En la época post-revolucionaria se crearon las condiciones para el establecimiento de un sistema financiero acorde a las necesidades de desarrollo del país.

⁸ Op., Cit.

El punto de partida fue la creación del Banco de México, S.A., en el año de 1925, que hasta nuestros días juega un importante papel en la ejecución de la política financiera del país, además de ser uno de los principales prestamistas gubernamentales, a través de créditos directos a ese sector, esta institución junto con Nacional Financiera -creada en el año de 1934- fungen como los colocadores más importantes de las ofertas públicas primarias de los títulos de deuda del Gobierno. Posteriormente se crean el Banco de Crédito Agrícola, orientado al financiamiento del desarrollo agrícola, y el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos para financiar las obras de carácter público, como caminos, puentes y obras de beneficio social.

Una vez creadas las instituciones financieras más importantes y lograda una relativa estabilidad en lo social, se sientan las bases para lograr el desarrollo económico del país.

Ahora bien, cada etapa de desarrollo, va a tener una característica en cuanto a la fuente de los recursos para financiarlo, de tal manera que a partir del año de 1935 y hasta el año de 1952, el financiamiento del déficit fiscal va a provenir básicamente de la emisión primaria de dinero por parte del Banco de México, lo cual explica las tasas de inflación que se tuvieron en dicho periodo -11.2% en promedio-.

El siguiente período comprendido entre 1953 y 1970, al que también se le conoce como de desarrollo estabilizador, el financiamiento del déficit provino esencialmente de dos fuentes: del ahorro interno al mantenerse elevadas las tasas de encaje legal y del crédito externo, acompañado de una política de gasto público restrictiva, la cual mantuvo el déficit en niveles estables.

Déficit Público

1965-1982

Año	Déficit Público (Miles de millones de pesos)
1965	7.063
1966	7.310
1967	7.475
1968	9.356
1969	9.851
1970	6.885
1971	10.673
1972	20.070
1973	40.616
1974	49.210
1975	98.118
1976	104.720
1977	95.484
1978	121.224
1979	166.400
1980	252.700
1981	872.000
1982	1605.000

Fuente: García Alba, Pascual; Serra Puche, Jaime; Causas y efectos de la crisis económica en México, El Colegio de México Jomadas 104, México D.F.

El penúltimo período abarca de 1971-1982, y se caracteriza por una gran expansión del gasto público, la tasa de crecimiento del déficit fue en promedio del 67% durante ese período comparada con el 8% que se registró de 1965 a 1970, la inflación creció considerablemente, crecimiento que en parte se explica porque el déficit se financió a través de emisión primaria de dinero y de créditos externos, sin embargo como se anotó en el marco teórico, si financiamiento

externo no es esterilizado por el Banco Central, se incrementa la oferta monetaria y por ende el nivel de los precios.

Finalmente, el período más difícil de la economía nacional 1982-1990, que se caracteriza por una gran variabilidad en los principales indicadores macroeconómicos: precios, tipo de cambio, tasas de interés, caída en la inversión productiva a lo que sigue un proceso de estancamiento económico.

Esta situación que se manifiesta en la crisis financiera de 1982 obliga al Gobierno a reestructurar las fuentes de financiamiento del déficit, debido entre otras cosas a que el acceso a los mercados internacionales de capital se restringe considerablemente y tampoco puede recurrirse de manera generosa al financiamiento inflacionario, la alternativa más sana, en términos económicos, es recurrir al financiamiento interno, para lo cual el Gobierno se ve en la necesidad de incrementar las tasas de interés buscando el doble objetivo de detener la fuga de capitales y lograr que los individuos compren una mayor cantidad de bonos gubernamentales.

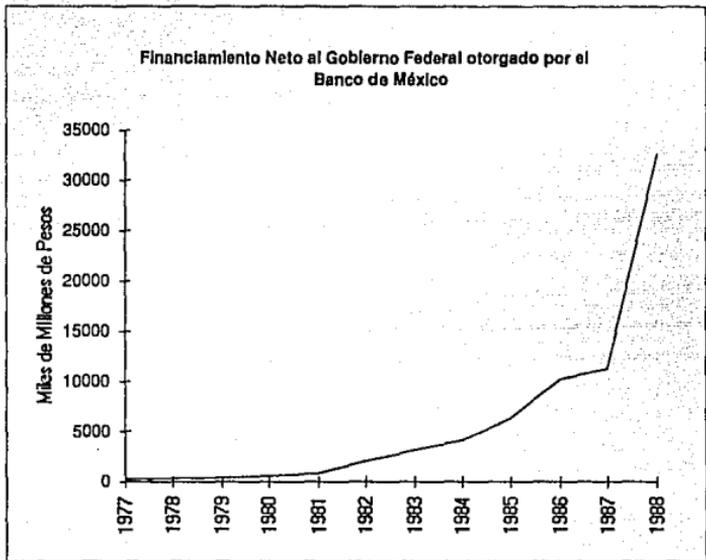
Como se podrá observar en los cuadros siguientes si hubo un crecimiento substancial del financiamiento neto del Banco Central al Gobierno Federal -la tasa promedio de crecimiento de 1977 a 1988 del financiamiento neto al Gobierno Federal a través de la emisión de dinero fue del 61%- pero también creció considerablemente la colocación de bonos gubernamentales sobre todo a partir de 1982, tal como se puede apreciar el cuadro que aparece en el apartado siguiente.

**Financiamiento del Banco Central al Gobierno Federal
1977-1990**

(Miles de Millones de Pesos)

Año (Saldo al final de:)	Financiamiento neto al Gobierno Federal (Miles de Millones de Pesos)	% De Crecimiento
1977	271.7	-----
1978	331.6	22.05
1979	432.3	30.37
1980	574.1	32.80
1981	850.6	48.16
1982	2038.9	139.70
1983	3177.9	55.86
1984	4121.1	29.68
1985	6299.8	52.87
1986	10235.1	62.47
1987	11216.0	9.58
1988	32657.0	191.16
1989	36053.0	16.52
1990	40070.0	5.30

Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México,
julio de 1991.



Fuente: IBÍDEM, pág. 2

I.2.- INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO GUBERNAMENTALES Y SU EVOLUCIÓN HISTÓRICA

En relación a la evolución de los instrumentos de financiamiento gubernamentales, se pueden establecer tres etapas claramente diferenciadas de dichos instrumentos, la primera corresponde a la emisión de bonos de la época post-revolucionaria, con el fin de liquidar pagos y obligaciones contraídos por el gobierno, las siguientes emisiones corresponden a esa etapa:

1) Bonos de la Deuda Agraria (1926 y canjes 1931-1932-1934 y 1938).- Para el pago de expropiaciones agrarias.

2) Bonos de Obras Públicas de los Estados Unidos Mexicanos (1940), colocados a una tasa de interés de 3% anual.- Para cancelar adeudos con el Banco de México, S.A.

3) Bonos de la Deuda Pública Interior 40 años (1940).- Que como en el caso de los bonos de la deuda agraria, se utilizaron para el pago por afectaciones agrarias durante la Revolución.

La segunda etapa se da a partir de 1948 hasta la primera mitad de los setenta, debido a que en este periodo se recurre a la emisión de bonos para desarrollo de los diferentes sectores de la economía, tanto para promover el desarrollo industrial y agrícola, -Bonos de Promoción Industrial, emitidos a partir de 1948 y los Bonos de Fomento a la Producción Agrícola Emitidos en 1950- así como para crear grandes obras de infraestructura en comunicaciones -Bonos de Obras Portuarias, a partir de 1951, Bonos de Caminos emitidos por primera vez en 1951 o los Bonos de Electrificación, también emitidos a partir de 1951, inclusive se emitieron en 1954 los bonos de Obras Municipales.

En todos los casos se trata de emisiones a largo plazo, con tasas de interés anuales que fluctuaban entre un 3 y un 8%.

La tercera etapa se inicia con la segunda mitad de los setenta, en la que además de continuar emitiéndose los bonos señalados anteriormente, se opta por emitir instrumentos que ofrezcan mayor liquidez a los inversionistas e

instrumentos de cobertura. Un aspecto importante para desarrollar el mercado de valores gubernamentales, es la creación de la primera Ley del Mercado de Valores, lo cual permite establecer el marco regulatorio adecuado para la cotización de los valores gubernamentales.

De tal manera que en 1977 se realiza la primera emisión de Petrobonos a un plazo de 3 años, considerando el gran auge que tenían los precios del petróleo y como una manera de financiar el desarrollo de la infraestructura petrolera requería ante la demanda creciente de este producto.

En ese mismo año, mediante decreto del 28 de noviembre de 1977, se autoriza la emisión de los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), que comienza a operar en enero de 1978.

Los Cetes tienen su antecedente en los Bonos de la Tesorería que se emitieron entre 1963 y 1965, sin embargo entonces no tuvieron gran aceptación debido a que carecieron del régimen legal apropiado y a inadecuados procedimientos de colocación.

Los Cetes constituyen uno de los instrumentos más importantes de negociación en el mercado de dinero, por tratarse instrumentos altamente líquidos -se han emitido a plazos de 7, 28, 45, 90, 182 y 360 días- y con rendimientos atractivos comparados con el resto de los instrumentos de renta fija.

Mediante estos certificados el Gobierno además de financiar sus necesidades de capital, puede regular el grado de liquidez de la economía, por lo que de hecho funciona como el instrumento líder del mercado de dinero y como parámetro en las tasas de interés que ofrecen el resto de los instrumentos.

Durante el periodo comprendido entre 1985 a 1989, aparecen nuevos instrumentos de financiamiento gubernamental, tales como Bonos de Renovación Urbana (Bores) en 1985, los Pagarés de la Tesorería de la Federación (Pagafes) en 1986, los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes) en 1987, los Bonos de la Tesorería (Tesobonos) y los Bonos Ajustables (Ajustabonos) ambos emitidos por primera vez en 1989.

Los bonos de Renovación Urbana se destinaron al pago de indemnizaciones por la expropiación de inmuebles a raíz de los terremotos de 1985.

Por lo que se refiere al Pagafe se emitió por primera vez el 21 de agosto de 1986 a un plazo de 182 días. Se trata de un instrumento denominado en dólares mediante el cual el Gobierno pretendía contrarrestar la demanda de divisas que se generó en dicho periodo ofreciendo tasas de rendimiento similares a las de Estados Unidos. Únicamente se realizaron cinco emisiones de Pagafes, en virtud de que la tasa que ofrecieron -4.32% la primera emisión se ubicó por debajo de inversiones similares en Estados Unidos-.

Los Bonos de Desarrollo (Bondes), son instrumentos de largo plazo en virtud de que el vencimiento mínimo es de 364 días y cuyo rendimiento se paga cada 28 días, calculado entre la tasa que resulte mayor de los Cetes a 28 días, los pagarés bancarios y los depósitos bancarios a 30 días.

Por último los Tesobonos y Ajustabonos que se emitieron en 1989, el primero se diseñó como un instrumento de cobertura de corto plazo que protege al inversionista de inestabilidades de tipo cambiario, mientras que el segundo protege a los inversionistas en épocas de alta inflación, se emite a plazos de tres años, y su rendimiento se ajusta en función de la evolución del índice nacional de precios al consumidor.

De la breve descripción anterior se deduce el cambio en el comportamiento del financiamiento gubernamental a través de la emisión de valores, pasando de los instrumentos a largo plazo, a la creación de instrumentos que ofrezcan mayor liquidez y que protejan a los inversionistas de riesgos de tipo de cambio y de los procesos inflacionarios, sin dejar de emitir los tradicionales de largo plazo, como los Bores y los Bondes.

A continuación se presenta un cuadro con el comportamiento en términos de montos en circulación de los instrumentos de deuda pública a partir de la primera emisión de CETES:

COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA A TRAVÉS DE VALORES

(Saldos Corrientes en Miles de Millones de Pesos)

AÑO (Saldos Finales de Diciembre)	CETES	PETRO BONOS	BONOS DEUDA PUBLICA	BIBs	PAGAFES	BON DES	BO RES	OB. EMP. PUBLICAS	AJUSTA BONOS	TESOB ONOS
1977	0.0	2.0	275.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1978	2.70	3.3	334.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1979	24.5	8.7	431.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1980	54.3	13.7	550.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1981	95.5	11.9	839.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
1982	319.8	20.9	2106.2	0.0	0.0	0.0	0.0	5.3	0.0	0.0
1983	617.8	31.2	2725.4	105.6	0.0	0.0	0.0	6.0	0.0	0.0
1984	796.2	70.0	3855.3	124.5	0.0	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0
1985	2360.3	433.1	3114.8	127.1	0.0	0.0	0.0	11.6	0.0	0.0
1986	8148.7	886.5	1199.0	109.4	97.0	0.0	7.0	14.8	0.0	0.0
1987	28006.2	2658.0	341.0	81.6	117.9	358.6	14.9	135.0	0.0	0.0
1988	41993.9	1257.1	6995.0	82.5	2289.3	20185.7	17.5	150.4	0.0	0.0
1989	53973.1	856.6	6639.6	48.5	577.3	45676.0	16.2	193.5	3325.1	198.1
1990	72001.0	843.3	6504.2	33.0	230.6	8158.4	22.1	474.8	14311.1	1202.3

Notas: BIS's: Bonos de Indemnización Bancaria.

PAGAFES: Pagarés de la Tesorería de la Federación.

BONDES: Bonos de Desarrollo.

BORES: Bonos de Renovación Urbana.

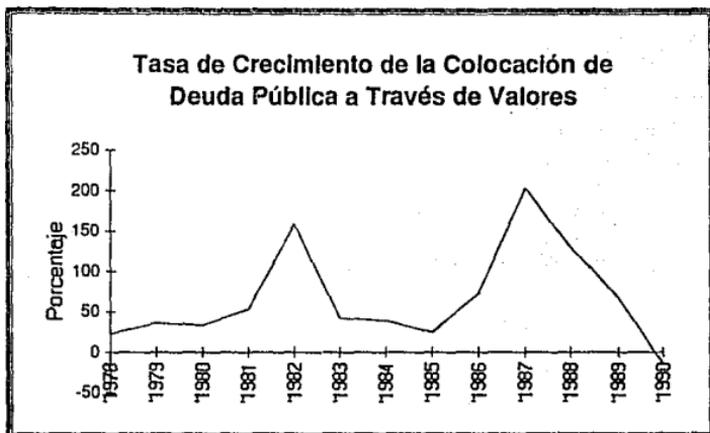
OB. EMP. PUBLICAS: Obligaciones de Empresas Públicas.

AJUSTABONOS: Bonos Ajustables..

TESOBONOS: Bonos de la Tesorería de la Federación.

Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, Cuadros I-17 a I-19, Septiembre de 1991

La siguiente gráfica muestra el comportamiento de la tasa de crecimiento en la colocación de los valores señalados en el cuadro anterior.



Aún cuando la tasa promedio del periodo se ubicó en el 67%; resalta notablemente el año de 1982 y el año de 1987. En 1982 se presenta un crecimiento del 139% en la colocación de deuda pública, sustentado básicamente por la emisión de CETES y en menor medida por PETROBONOS. En 1982 se derrumban los precios del petróleo a nivel internacional, lo cual significó una menor entrada de divisas por exportación de productos petroleros no correspondida por el incremento en la exportación de otros productos no petroleros. Lo cual obligó al gobierno a recurrir tanto a la emisión primaria de dinero como a la emisión de valores de deuda pública para hacer frente a la enorme escasez de recursos financieros.

El segundo momento importante es el año de 1987, cuando el crecimiento en la colocación de deuda pública se ubica en niveles del 203% con respecto al año de 1986, nuevamente son los CETES y la emisión primaria de dinero las principales fuentes de financiamiento gubernamentales, los CETES se colocaron a la cabeza en la emisión de instrumentos de deuda, pues en ese año representaron el 88% de la colocación total.

De hecho si se gráfica el financiamiento neto al Gobierno Federal otorgado por el Banco de México y el financiamiento recibido a través de la colocación de

instrumentos de deuda pública en el mercado de valores, encontramos que se comportan de manera muy similar, tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico.



Fuente: Elaborado en base los Indicadores Económicos de Banco de México.

Sin embargo a partir de 1988 se observa una disminución en el ritmo de crecimiento de valores gubernamentales de deuda, derivada de la política de reducción del déficit público a través de la contracción tanto del gasto como por la desincorporación de diversas empresas públicas que posibilitaron una entrada adicional de recursos,

Esta política de contracción del gasto gubernamental que se implementó a partir de la severa crisis de 1982, no obstante que a nivel macroeconómico ha significado la reducción en los niveles de inflación, en lo social ha significado afectar el nivel de ingreso y la disminución de los salarios reales de la población.

Por otra parte como ya se señaló la gran necesidad de recursos del gobierno lo obligó a emitir instrumentos que resultaran atractivos para los ahorradores, el hacerlos atractivos implicaba otorgar niveles de liquidez y rentabilidad altos en

comparación con otros instrumentos dentro de los mayores niveles de seguridad en la inversión. De tal manera que el incremento en los niveles de colocación de deuda, está correspondido por la demanda de estos valores por los inversionistas. Es indiscutible el liderazgo de los CETES, que como se verá en el capítulo III, están dotados de una serie de ventajas que van desde un mejor tratamiento fiscal hasta el otorgamiento de una tasa de rendimiento libre de riesgo.

CAPITULO II

ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA DE 1980-1990

II.1 CAUSAS PARTICULARES QUE PROPICIARON EL INCREMENTO EN EL ENDEUDAMIENTO INTERNO.

Durante este periodo hay un cambio substancial en la estructura del financiamiento de la deuda interna del Gobierno Federal, hasta antes de la década de los ochenta el financiamiento total del sector público, se basaba, en lo interno en la emisión instrumentos de deuda de largo plazo y los préstamos directos del Banco de México, y en el financiamiento externo, sin embargo a raíz de la crisis económica de 1982, que implicó en mayor medida la restricción crediticia del exterior, se detecta la necesidad de obtener recursos de fuentes internas.

Puntualizando se puede afirmar que los siguientes fueron los factores que en mayor medida determinaron el cambio en la estructura del financiamiento gubernamental:

- a) Restricción y endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo.
- b) Caída de los precios internacionales del petróleo y otras materias primas de exportación.
- c) El incremento en las tasas de interés internacionales.
- d) La existencia de un gran proceso inflacionario.

El impacto interno de cada uno de estos aspectos propició una profunda crisis en la economía nacional que obligó a replantear la política económica nacional con el propósito de hacer más eficiente el aparato productivo nacional y por lo tanto menos vulnerable a cambios en el exterior.

a) Por lo que se refiere al primer aspecto, el acceso al crédito externo, estuvo limitado, principalmente a partir de la crisis financiera de 1982 que virtualmente obligó al país a suspender el pago de sus obligaciones externas.

La crisis de la deuda externa de 1982, reveló la imposibilidad de seguir financiando los montos crecientes del déficit con recursos externos, obligando al gobierno a renegociar los términos y condiciones de la externa, dicha renegociación estuvo orientada básicamente a ampliar los plazos de amortización, reducción de las tasas de interés y a la disminución del saldo de la deuda a través de conversión de deuda en inversión (el mecanismo conocido como *SWAPS*).

Este contexto de renegociación abarcó prácticamente toda la década, iniciándose en 1982 con la primera negociación y culminando en febrero de 1991, durante este periodo y dada la inestabilidad en los indicadores de carácter macroeconómico, el acceso a las líneas internacionales de crédito estuvo limitado al otorgamiento de los recursos estrictamente necesarios para coadyuvar a corregir los desequilibrios en la balanza de pagos.

Lo anterior determinó una política financiera, orientada a depender menos del financiamiento externo y a utilizar más recursos internos a través de la emisión de bonos, debido a la inestabilidad financiera y la desconfianza en el tipo de cambio no se podía recurrir totalmente a la emisión de dinero, en virtud de que el proceso inflacionario se hubiera agravado.

b) El siguiente aspecto, el de la caída de los precios del petróleo y otras materias primas de exportación que se presentó a finales de 1981 también fue de gran importancia, debido a que los recursos provenientes de la exportación de petróleo representan en promedio el 30% de los ingresos que recibe el sector público, lo que contribuyó a hacer más severo el déficit gubernamental.

El precio del petróleo alcanzó su nivel máximo en 1981, al ubicarse en 38.50 dólares y en 1982 descendió un 18.46%, es decir 32.50 dólares por barril.

Precio Internacional del Petróleo Mexicano

(Dólares por barril)

AÑO	PRECIO
1977	13.35
1978	13.40
1979	24.60
1980	32.00
1981	38.50
1982	32.50
1983	29.00
1984	29.00
1985	27.75
1986	15.50
1987	18.65

Fuente: Heymann, Timothy.- inversión contra inflación, página 197. Tercera Edición, Editorial Milenio, S.A., México D.F., noviembre de 1990.

Mientras que en el periodo de 1977-1981 se observa un aumento constante en el precio de esta materia prima, lo cual alentó expectativas favorables para el crecimiento de la economía en su conjunto, tanto a nivel interno como en el exterior, autorizándose amplias líneas de crédito por las instituciones crediticias extranjeras, a partir de 1982 se presenta una disminución constante en los precios, producto de la mayor producción por parte de los países árabes.

El destino de los recursos obtenidos por la venta de petróleo de 1977 a 1981 no se dirigió hacia la diversificación de otros productos de exportación, sino que se reinvertieron en el propio sector petrolero, en virtud de que la mayor demanda de este producto requería de una planta petrolera con mayor capacidad de producción orientada a satisfacer las necesidades de los países desarrollados quienes buscaban diversificar sus mercados, pero sobre todo obtener petróleo a un bajo costo.

Vista desde esta perspectiva la política económica gubernamental se centraba en la obtención de ingresos por exportación de prácticamente un sólo producto y no se orientó a la diversificación de los productos exportados para compensar la disminución de ingresos por la baja en los precios del petróleo.

Esta situación hizo que el sector público tuviera una disminución en los ingresos que percibe a través de Pemex, de casi el 8% en 1982, comparado con 1980 y del 15% en todo el periodo, tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro.

Ingresos del Gobierno Federal

En términos reales base 100=1980

(Miles de Millones de Pesos)

Año	Ingreso	Ingresos	% de
	Total	Pemex	Crecimiento
1980	683.81	163.69	
1981	726.81	181.74	11.03
1982	598.75	178.89	-1.57
1983	687.64	253.03	41.44
1984	675.59	231.92	-8.34
1985	662.70	227.33	-1.98
1986	510.73	120.11	-47.16
1987	512.85	158.07	31.60
1988	671.80	137.94	-12.73

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos, Ingresos Presupuestales del Sector Público Presupuestal, 1980-1988.

c) Incremento en las tasas de interés internacionales:

Las medidas anti-inflacionarias emprendidas por la mayoría de las naciones desarrolladas, se basaron en políticas fiscales y monetarias altamente restrictivas, repercutiendo a su vez en altas tasas de interés⁹ el impacto del alza en las tasas de interés en términos del pago por servicio de deuda, significó para el año de 1982 una reducción en las divisas disponibles de alrededor de 11 mil millones de dólares.

Como se podrá deducir los ingresos del país disminuyeron en varios sentidos, por una parte a raíz de la caída en los precios del petróleo, por el incremento en el servicio de la deuda externa como resultado del incremento en las tasas de interés internacionales y por la restricción para otorgar créditos externos nuevos, lo cual colocó al país en una situación de insolvencia que a su vez

⁹ La tasa de préstamos en Estados Unidos, pasó de 15.27 en 1980 a 18.87 en 1982.

alentó el pesimismo sobre la situación económica nacional propiciando procesos especulativos y fuga de capitales.

**Comportamiento de la Balanza de Pagos, Cuenta Corriente y de Capital
1977-1990
(Millones de Pesos)**

Concepto	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
C. Corriente	-1596	-2893	-4871	-10740	-16052	-5221	5416	4238	1236	-1673	3967	-2901	-6004	-6349
C. Capital	2276	3254	4533	11442	26357	9753	-1416	40	-1527	1837	26602	3361	3037	9707

Fuente: Banco de México, Dirección de Investigación Económica, Indicadores Económicos.

El pesimismo en torno a la economía nacional y el alza en las tasas de interés internacionales, hicieron que los inversionistas trasladaran sus recursos a otros países, de tal manera que durante el periodo que va de 1981 a 1985 la fuga de capitales fue de 19,508 millones de pesos (ver siguiente cuadro).

**Fuga de capitales de 1977 a 1990
(Millones de Pesos)**

1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
-22.5	-127	686	90	-9030	-6832	-884	-924	-2134	437	2710	2843	3362	-125

Fuente: *Ibidem*, varias páginas

En lo que se refiere a la fuga de capitales, fue necesaria la implantación de un control de cambios y el incremento de las tasas de interés nacionales, para hacer más atractiva la inversión en moneda nacional, Para limitar las importaciones se establecieron los permisos previos de importación.

d) Proceso inflacionario:

A partir de 1982 se acentuó el proceso inflacionario interno -la tasa de crecimiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor fue del 59% con

respecto a 1981 y de más del 100% en 1983 en relación a 1982-. Dicho proceso inflacionario guarda una estrecha relación con los tres factores señalados en los incisos anteriores: primero alza de tasas de interés y restricción de crédito, baja en los precios del petróleo, lo cual origina presiones sobre la balanza de pagos y deterioro de los términos del intercambio e imposibilidad para seguir pagando el servicio de la deuda, se recurrió entonces a la devaluación pero al mismo tiempo se tuvo que incrementar la tasa de interés interna, para desalentar la fuga de capitales y restringir las importaciones, sin embargo ello tiene un efecto negativo para las obligaciones contraídas por el sector público tanto las externas como las internas, por lo tanto el sector público repercute esos costos sobre los bienes y servicios que genera, acentuando así el proceso inflacionario.

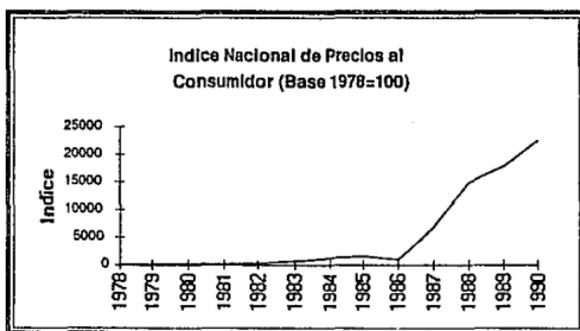
Tampoco se puede dejar mencionar la participación que en dicho proceso tuvo el propio Gobierno al seguir financiando parte de su déficit con créditos directos del Banco de México.

Índice nacional de precios al consumidor

Base 1978=100

Año	Índice
1978	100.0
1979	118.2
1980	149.3
1981	191.1
1982	303.6
1983	612.9
1984	1214.1
1985	1599.7
1986	979.2
1987	6906.6
1988	14791.2
1989	17750.6
1990	22481.5

Fuente: Banco de México, Dirección de Investigación Económica, Indicadores Económicos



Fuente: *Ibidem*.

Todos los factores señalados obligaron al gobierno a replantear la política a partir de 1982, a fin de que el desequilibrio interno no se profundizara más, de tal manera que la política gubernamental se centra en:

- 1.- Reducción y racionalización en el gasto público.
- 2.- La paulatina liberalización de precios, la liberalización de las tasas de interés y de tipo de cambio.
- 3.- Desincorporación de empresas paraestatales poco rentables.

Para el sector público significó, por lo tanto el saneamiento paulatino de las finanzas públicas y el control de la inflación, cuyos resultados no serían inmediatos en tanto que la necesidad de recursos financieros sí era inmediata. por lo que las alternativas disponibles eran:

- 1) Obtención de recursos de fuentes internas a través de la política fiscal,
- 2) La emisión de moneda
- 3) La captación de ahorro interno a través de la colocación de instrumentos de deuda.

Por lo que se refiere a la política fiscal, era poco viable políticamente, dada la situación de inestabilidad y descontento de los empresarios por la reciente nacionalización de la banca, además de que los efectos de una reforma fiscal como se señaló en el primer capítulo no son inmediatos.

Sólo quedaban dos alternativas: la creación de dinero, a la que se podía recurrir de manera parcial en virtud del efecto inflacionario que desencadena. En cuanto a la última alternativa, la captación de ahorro interno a través de la colocación de instrumentos de deuda gubernamentales, se presentaba como la más viable en términos de corto plazo y combinada desde luego, con todas las demás -no hay que olvidar la desincorporación de empresas y organismos

gubernamentales, desde paraestatales hasta la venta de la banca- generó ingresos substanciales.

El endeudamiento a través de valores además de financiar parte de los gastos del Gobierno, le permite regular la liquidez en la economía, puesto que le sirven como instrumentos reguladores del circulante de acuerdo a las condiciones de cada emisión.

El incremento en la colocación de valores de deuda emitidos por el gobierno fue substancial como se señaló en el capítulo previo y específicamente en los instrumentos de financiamiento de corto plazo.

Una de las ventajas, en el caso mexicano, es que para la colocación de deuda pública a través de valores, el Gobierno no requirió del diseño de instrumentos nuevos, sino de dotar a los ya existentes de características operativas y de rendimiento que los hicieran accesibles y atractivos al público inversionista.

En este sentido el mejor ejemplo lo constituyen los Certificados de la Tesorería de la Federación, que aún cuando se crearon desde 1978, fue a raíz de 1982 que comenzaron a constituirse como uno de los principales instrumentos de financiamiento del Gobierno y que de hecho constituyen el más del 90% de la operación del mercado de dinero.

Es importante además destacar asimismo la creación de instrumentos de cobertura para proteger a los inversionistas de inestabilidades en el tipo de cambio, de tal manera que en 1986 se autorizaron las coberturas cambiarias para proteger a los importadores y exportadores de variaciones bruscas en el tipo de cambio. También se crearon los Pagarés de la Tesorería de la federación (Pagafes) que son títulos de crédito denominados en moneda extranjera, también creados en el año de 1986 y más recientemente en 1989, los Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos) que también están denominados en moneda extranjera y que teóricamente deben pagar rendimientos equivalentes a los Treasury Bills de Estados Unidos.

Tanto los Cetes, como los Pagafes y los Tesobonos son instrumentos de corto plazo, dentro de todos éstos los que mayor participación tienen dentro del

financiamiento gubernamental son los Cetes. Lo cual es congruente con la política gubernamental de financiarse más a través de recursos internos de corto plazo que con recursos externos.

II.2 INTEGRACION GENERAL DE LA DEUDA A CORTO Y A LARGO PLAZO:

Como ya se señaló anteriormente dada la gran necesidad de obtener recursos en el corto plazo por sector gubernamental, determinó el cambio en la estructura de su financiamiento a partir de 1982. La colocación de valores de deuda pública le daba la oportunidad de ir sustituyendo el crédito directo que recibía del Banco de México, como el de la banca comercial, por la emisión de valores.

En este sentido los instrumentos del mercado de dinero -en un principio únicamente los Cetes y posteriormente los Pagafes, Tesobonos y Ajustabonos le ofrecían la posibilidad de un manejo en plazos¹⁰ y rendimientos acorde con las necesidades tanto del Gobierno como de sus acreedores.

En 1982 aumentó de manera significativa la colocación de deuda interna de corto plazo, en virtud de mientras en 1980 representó el 8% , ya para 1982 representaba el 14%.

Uno de los instrumentos que más incremento registró, fue el Certificado de la Tesorería de la Federación (Cete), mismo que aumentó de manera significativa, mientras que en 1980 representó el 8% del financiamiento total, en 1990 representó el 42%.

Los instrumentos de deuda pública reúnen varios elementos que los hacen atractivo a los inversionistas: liquidez, rendimiento y régimen fiscal, liquidez a 24 horas, dada la posibilidad de negociarlo en mercado secundario; el régimen fiscal exenta a las personas físicas del pago de impuestos derivados de las ganancias obtenidas a través de esta inversión, y finalmente, el rendimiento es superior a otras inversiones de rendimiento fijo.

¹⁰ De hecho a partir de 1982 se comenzaron a reducir los plazos en la emisión de cetes, que hasta entonces habían sido de 90 días, en agosto de 1982 se comenzaron a emitir Cetes a 28 días y posteriormente en periodos de gran demanda de recursos hubo emisiones de 7 días. Actualmente se mantiene el plazo mínimo en 28 días.

***Rendimientos de Distintas Alternativas de Inversión**

1983-1990

INSTRUMENTO	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Cetes	59.48	49.59	63.55	85.96	102.9	70.00	43.99	34.91
Aceptaciones	---	49.30	64.70	86.88	122.7	69.96	43.27	28.61
Papel Comercial	61.99	52.86	64.24	89.45	98.11	72.47	42.36	30.54
Pagaños	---	---	---	10.63	14.77	27.56	20.89	14.54
Boncos	---	---	---	---	112.3	70.00	46.27	35.81
Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vto.	---	---	---	---	--	45.02	36.83	42.02
Tesobonos	----	----	----	----	----	----	15.96	13.41
Ajustabonos	----	----	----	----	----	----	16.83	12.71
Bondis	----	----	----	----	----	----	36.75	27.64
Bonos de Prenda	----	----	----	----	----	----	----	47.48

Fuente: Elaboración Propia basada en datos de la Bolsa Mexicana de Valores, anuario Bursátil 1988.

(*) Promedios Simples.

Los rendimientos para los distintos instrumentos contemplados en el cuadro, colocan ventajosamente a los Cetes, aún cuando en algunos años, el rendimiento ofrecido por las Aceptaciones Bancarias y el Papel Comercial es superior al que ofrecen los Cetes, a este respecto es importante considerar que el tratamiento fiscal es diferente, mientras que en las Aceptaciones y el Papel Comercial los ingresos obtenidos por las personas físicas están gravados, lo cual repercute en el rendimiento real neto, en tanto que los Cetes exentan a las personas físicas del pago de impuestos derivados de las ganancias obtenidas por la inversión en este instrumento.

La convergencia de un adecuado tratamiento fiscal, con rendimientos mínimos garantizados y altos niveles de liquidez, determina la preferencia de los inversionistas por un instrumento de inversión u otro.

En este sentido la mayor parte de los instrumentos de deuda gubernamentales ofrecen niveles adecuados de rendimiento y liquidez al menor riesgo.

Elo obedece básicamente a la necesidad de atraer inversionistas, pero tiene la desventaja de que éstos muy probablemente dejarán de invertir en instrumentos de financiamiento privado, lo que derivará en una disminución de la capacidad de financiamiento y por lo tanto de crecimiento del sector privado.

Una parte importante de la deuda interna a través de valores, está colocada precisamente en instrumentos de corto plazo, fundamentado en las necesidades de financiamiento de corto plazo del gobierno. Esta tendencia en la emisión de grandes montos de instrumentos de deuda gubernamentales se incrementó a partir de 1982 y persistió hasta 1989, sin embargo a partir de 1990 se observa una disminución en el ritmo de su crecimiento.

El cuadro siguiente muestra la estructura general de la deuda del sector público.

Estructura de la Deuda Pública Interna

(Miles de Millones de Pesos Corrientes)

Año	Importe de Corto Plazo	% Del Total	Importe de Largo Plazo	% Del Total	Total D. Interna
1980	54.3	7.83	639.1	92.17	693.4
1981	96.5	8.34	1059.9	91.66	1156.4
1982	319.8	11.30	2511.2	88.70	2831
1983	617.8	14.43	3664.2	85.57	4282
1984	796.2	14.00	4892.4	86.00	5688.6
1985	2360.3	22.42	8169.6	77.58	10529.9
1986	8245.7	30.32	18947.3	69.68	27193
1987	28124.1	45.00	34367.9	55.00	62492
1988	44283.2	39.52	67774.8	60.48	112058
1989	54748.5	38.65	86896.9	61.35	141645.4
1990	74732.9	44.27	94059.9	55.72	168792.8

Notes: En el corto plazo se consideran los Cetes, los Pagafes, Tesobonos y los contratos y documentos con plazos menores a un año.

En el largo plazo están considerados:

Por lo que respecta a los instrumentos de deuda de largo plazo están considerados los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal, las Obligaciones de Empresas Públicas, los Petrobonos, los Bonos de Deuda Pública, Bonos de Indemnización Bancaria, Bonos Ajustables de la Tesorería de la Federación, y los Bonos de Renovación Urbana.

Fuentes:

Elaborado en base a los siguientes datos:

Banco de México:

"Colocación de Deuda Interna del Sector Público a través de valores, circulación totales y tenencia por sectores".

Secretaría de Programación y Presupuesto:

"Cuenta de la Hacienda Pública Federal", Resultados Generales 1980-1990

Del cuadro anterior resalta el incremento en la participación del financiamiento a corto plazo, compuesto básicamente por los Cetes, los Pagafes y los contratos y documentos con plazos menores a un año.

Mientras que para el año de 1980 la colocación el financiamiento dirigido al sector público representaba casi el 8% para el año de 1990 pasa a ser de casi el 50% del total de la deuda pública interna, lo refleja el ritmo de crecimiento de este tipo de instrumentos y su aceptación entre el gran público inversionista.

También es interesante observar el mismo cuadro anterior, pero en términos reales para identificar la diferencia notable entre las tasas de crecimiento de los financiamientos de corto y largo plazo

Estructura de la Deuda Pública Interna En Términos Reales

(Miles de Millones Pasos, Base 1980=100)

Año	Importe de corto Plazo	Tasa de Crecimiento Prom. Anual	Importe de Largo Plazo	Tasa de Crecimiento Prom. Anual	Total D. Interna	Tasa de Crecimiento Prom. Anual
1980	0.54		6.39		6.93	
1981	0.76		8.29		9.05	
1982	1.91		15.02		16.93	
1983	1.76		10.43		12.19	
1984	1.31		8.03		9.34	
1985	2.41		8.35		10.76	
1986	5.08		11.66		16.74	
1987	8.47		10.35		18.83	
1988	4.82		7.38		12.20	
1989	4.43		7.03		11.46	
1990	4.94	22.22% ¹¹	6.21	-0.26 ¹¹	11.15	4.41% ¹¹

Fuente: *ibidem*.

Los datos en términos reales reflejan claramente la tendencia en el endeudamiento contraído por el Gobierno, mientras que el de corto plazo creció a una tasa promedio anual del 22.22%, el de largo plazo registró un

¹¹ Para obtener a tasa de crecimiento promedio anual se utilizó el método logarítmico, utilizándose la siguiente fórmula:

$$e^{\frac{\ln D_t - \ln D_t}{N \cdot t} \cdot 100}$$

Donde: D_t = Deuda Interna.
 T = Último año.
 t = Primer año.
 N = Número de datos.

decrecimiento del 0.26, finalmente la deuda interna total creció en promedio el 4.41%.

Si se considera solamente el crecimiento del año 1990 con respecto a 1980, encontramos que el de corto plazo se incrementó en 814.8%, en tanto que el de largo plazo disminuyó en casi 3%, por lo que se refiere a la deuda interna total aumentó en 60% con respecto a 1980.

El contexto económico prevaleciente en toda la década fue favorable para propiciar este cambio, porque al prevalecer condiciones de inestabilidad en el entorno macroeconómico -incertidumbre en el tipo de cambio, en las tasas de interés y el propio proceso altamente inflacionario- los inversionistas dejan de invertir a largo plazo y buscan instrumentos altamente líquidos que les permitan obtener rendimientos reales positivos dentro de un contexto tan cambiante.

II.3 PARTICIPACION DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PUBLICA EN EL MERCADO DE DINERO.

El apartado anterior deja evidencia de la importancia que tienen los instrumentos que integran el mercado de dinero como fuente de financiamiento gubernamental.

De hecho con la creación del Cete prácticamente inicia el mercado de dinero en México, posteriormente se crean otro tipo de instrumentos que se clasifican, por sus plazos y formas de negociación dentro del mercado de dinero pero que están orientados al financiamiento privado.

En sus inicios el mercado de dinero estaba asociado con instrumentos de corto plazo, sin embargo a últimas fechas este criterio de clasificación no necesariamente es el que utiliza, en virtud de que se clasifican dentro del mercado de dinero a los instrumentos como los Bonos Ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos), cuyos plazos de redención son mayores a un año, en la actualidad se están colocando a 3 y 5 años, esta clasificación obedece básicamente a la forma de negociación, otro ejemplo son las obligaciones que tienen plazos de 3 a 8 años.

La clasificación más reciente¹² del mercado de dinero, revela que está integrado por los siguientes instrumentos:

1. Aceptaciones Bancarias.
2. Bonos ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos).

¹² Realizada por la Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C. "Instrumentos Financieros del Mercado de Dinero", México 1992, en dicha clasificación se incluyen, además, instrumentos tales como: los Bonos Bancarios, Certificados de Participación Inmobiliaria, Certificados de Participación Ordinaria, Obligaciones, Pagarés Financieros y Pagarés de Mediano Plazo, pero no se consideraron en esta clasificación porque otros autores los incluyen dentro del Mercado de Capitales, de hecho la información que publica la Bolsa Mexicana de Valores, también los considera dentro del Mercado de Capitales.

3. Bonos Bancarios de Desarrollo Industrial.
4. Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes).
5. Bonos de la Tesorería de la Federación. (Tesobonos).
6. Bonos de Prenda.
7. Certificados de Depósito Bancario a Plazo (Cedes)
8. Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes)
9. Pagarés Bancarios con Rendimiento Liquidable al Vencimiento.
10. Pagaré de la Tesorería de la Federación (Pagafes).
11. Papel Comercial.

Las características de estos instrumentos se mencionan con mayor detalle en el siguiente capítulo donde se señalan las ventajas y las desventajas de cada uno en términos de rendimiento, riesgo, liquidez y régimen fiscal.

De estos 11 instrumentos, 5 son emitidos por el Gobierno Federal - los Ajustabonos, Bondes, Cetes, Pagafes y Tesobonos y la importancia que tienen dentro del mercado de dinero es mayúscula.

De acuerdo a los montos emitidos por tipo de instrumento, los líderes son los instrumentos gubernamentales, ya que del total del mercado de dinero representaron en promedio para el periodo 1983-1991 el 87% de la emisión.

Es importante señalar, mientras en 1983 representaron el 97% de la emisión en 1991 representan el 85%, lo cual indica que tiende a bajar su participación en el mercado de dinero, debido tanto a la creación de nuevos instrumentos de inversión destinados al sector privado, como a los resultados de saneamiento de las finanzas públicas implantado por el Gobierno prácticamente desde la crisis de 1982.

Montos Emitidos de los Instrumentos del Mercado de Dinero
(En Porcentajes)

Año	Cetes	P. Com	A. Banc	PRLV	Pagafe	Bondes	Tebono	Ajubono	Bonds	Total
1983	96.64	3.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1984	91.87	2.11	6.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1985	79.62	0.92	19.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1986	68.44	0.90	30.39	0.00	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1987	87.88	0.70	10.34	0.00	0.81	0.28	0.00	0.00	0.00	100
1988	85.05	0.79	1.09	6.88	2.60	3.58	0.00	0.00	0.00	100
1989	83.26	3.62	2.10	0.31	1.89	8.12	0.10	0.49	0.10	100
1990	80.26	8.12	0.01	0.93	3.89	2.70	3.08	0.90	0.10	100

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil 1988 y 1991.

Por lo que se refiere a los importes operados de los instrumentos de deuda pública, para el año de 1990 significaron el 95.23% del importe total operado a través de la Bolsa Mexicana de Valores, en tanto que para 1991 significaron el 99% del importe operado total.

En todos sentidos la operatividad del mercado de dinero está fundamentada en la emisión de los instrumentos de deuda pública, a través de la gran movilidad de recursos que posibilita el mercado secundario.

CAPITULO III

VENTAJAS DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PUBLICA CLASIFICADOS EN EL MERCADO DE DINERO

En los capítulos previos se han mencionado algunos de los elementos que caracterizan a los instrumentos del mercado de dinero, sin embargo es importante puntualizar cada una de estos instrumentos, desde quien los emite hasta el tratamiento fiscal, pasando por su forma de colocación y operación.

En este capítulo se señalan las ventajas y desventajas de cada instrumento en función de su rendimiento, liquidez, régimen fiscal, entre otras.

También se ha mencionado en repetidas ocasiones al mercado de dinero, por lo cual es importante señalar lo que en México se entiende por este tipo de mercado.

En los inicios del mercado de dinero, era comúnmente aceptado que este tipo de mercado era el que estaba dirigido al financiamiento de corto plazo, es decir oferta y demanda de recursos de alta liquidez, emitidos por entidades públicas, privadas y mixtas; sin embargo actualmente en el mercado de dinero no solamente se negocian instrumentos con plazos menores a un año, sino que se han incluido todos los instrumentos de deuda gubernamentales, aún cuando el plazo sea mayor a un año.

En el capítulo previo se señalaron los 11 instrumentos que conforman el mercado de dinero en México, a continuación se listan cada una de las características de estos instrumentos.

III.1.- CARACTERISTICAS DE LOS INSTRUMENTOS QUE CONFORMAN EL MERCADO DE DINERO EN MEXICO¹³

Instrumentos para Financiamiento Gubernamental:

- Bonos Ajustables del Gobierno Federal (Ajustabonos)
- Bonos de Desarrollo del gobierno Federal (Bondes).
- Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos).
- Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes).
- Pagarés de la Tesorería de la Federación (Pagafes).

1.- Bonos Ajustable del Gobierno Federal.

Se trata de un título de crédito emitido por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. El Banco de México es el agente autorizado para su colocación, compra y retención y pago de intereses . Son instrumentos que protegen de movimientos inflacionarios.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor Nominal:	\$100,000.00
Garantía:	Gobierno Federal

¹³ Las características de los instrumentos fueron determinadas a partir de los siguientes documentos: "How to Invest in México", Bolsa Mexicana de Valores, Mayo de 1991; Instrumentos Financieros del Mercado de Dinero, Editado por Nacional Financiera/Academia Mexicana de Derecho Bursátil, 199; "Instrumentos del Mercado Financiero", Banamex Banca de Inversión.

Rendimiento.	Pagan interés cada 91 días, el rendimiento se obtiene aplicando el crecimiento del índice nacional de precios al consumidor al valor nominal de \$100,000.00. Lo cual quiere decir que el instrumento básicamente garantiza que no va a disminuir el poder adquisitivo de la suma invertida.
Plazo:	3 y 5 años.
Formad de Pago:	Mismo día de la fecha de compra o 24 horas hábiles después de realizada la operación.
Colocación:	Mediante subasta pública. La tasa real es fijada por el Banco de México.
Amortización:	Única al Vencimiento.
Posibles inversionistas	Personas Físicas y Morales. Nacionales o Extranjeras.
Régimen Fiscal:	Personas Físicas: Exentas en caso de residir en México. Personas Morales: Acumulable.
Intermediarios:	Casas de Bolsa e instituciones de Crédito.

2.- Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal:

Se trata de títulos de crédito nominativos negociables y a cargo del gobierno federal. Es un instrumento más de financiamiento al Gobierno Federal.

Emisor: Gobierno Federal a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Valor Nominal: \$100,000.00 M:N:

Garantía: Gobierno Federal.

Rendimiento: Se colocan a un precio que puede estar por arriba o por debajo de su valor nominal. El rendimiento proviene del diferencial de precio entre su fecha adquisición y el de vencimiento o el del momento de la venta. Ofrecen además un rendimiento adicional sobre su valor nominal que se paga cada 28 días. Esta rendimiento se basa en las siguientes tasas:

- 1) Tasa Anual de rendimiento de CETES a un mes de plazo, que son los emitidos a 28 días.
- 2) La tasa bruta de interés anual máxima autorizada para personas morales en depósitos bancarios a plazo fijo de 30 días.
- 3) La tasa bruta de intereses anual máxima autorizada para personas morales a un mes, de los pagarés bancarios.

Plazo:	Cada emisión tiene su propio plazo en múltiplos de 28 días, pero actualmente se colocan a plazos de 1 y 2 años.
Forma de pago:	Mismo día o 24 horas después de realizada la operación.
Colocación:	Mediante subasta pública.
Intermediarios:	Casas de Bolsa y Bancos.
Amortización:	Única al vencimiento.
Posibles inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras.
Régimen fiscal:	Personas Físicas: Están exentas Personas Morales: Es acumulable
Tipo de Operaciones que se puede realizar:	De compra-venta, reporto

3.- Bonos de la Tesorería de la Federación:

Se trata de títulos de crédito respaldados por el Gobierno Federal quien se compromete a pagar una determinada cantidad de dinero en una fecha también determinada.

Fueron emitidos por primera vez en 1989 y están denominados en moneda extranjera, pero se pagan en moneda nacional.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor Nominal:	100 dfls.

Garantía:	Gobierno Federal
Rendimiento:	Se colocan a descuento, y el rendimiento es el producto de diferencial entre el precio de compra y el de venta. Su rendimiento se deriva del desliz cambiario.
Plazo:	Los plazos similares a los de los Cetes, 28, 90 y 180 días.
Forma de pago:	
Colocación:	Mediante subasta.
Intermediarios:	Casas de Bolsa y Bancos.
Amortización:	A vencimiento.
Posibles Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeros.
Régimen fiscal:	Personas Físicas: Exentas siempre y cuando residan en México. Personas Morales: Acumulable.
Tipo de Operaciones que se puede realizar:	De compra Venta, reporto

4.- Certificados de la Tesorería de la Federación:

El instrumento líder del Mercado de es el Certificado de la Tesorería de la Federación.

La primera emisión fue en enero de 1978, con el objetivo de propiciar el desarrollo del mercado de dinero. Desde su emisión hasta 1982, las tasas de los CETES las fijaba el Banco de México, después se estableció un sistema de subasta con la participación del Banco de México como vendedor y las casas de bolsa como compradoras, se volvió al sistema inicial en 1985, lo que provocó un descenso en las tasas de rendimiento ocasionando que los instrumentos competidores circularan en mayor proporción, principalmente las aceptaciones bancarias, por lo que para reactivar la colocación de los cetes nuevamente se restableció el sistema de subastas.

Se trata de títulos de crédito al portador en los cuales se consigna la obligación del gobierno Federal a pagar el valor nominal a la fecha de su vencimiento. Están destinados al financiamiento del Gobierno Federal y además tienen la ventaja adicional de servir como instrumentos de regulación monetaria y regulación de la tasa de interés, como más adelante se verá.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor Nominal:	\$10,000.00 M.N.:
Garantía:	Gobierno Federal
Rendimiento:	Se colocan a descuento, y el rendimiento es el producto de diferencial entre el precio de compra y el de venta.
Plazo:	Semanalmente el Banco de México emite a plazos de 28, 91, 182 días y 364 días.

Forma de pago:	Mismo día o al día hábil siguiente.
Colocación:	Mediante subasta semanal
Intermediarios:	Casas de Bolsa y Bancos.
Amortización:	A vencimiento.
Posibles Inversoristas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeros.
Régimen fiscal:	Personas Físicas: Exentas siempre y cuando residan en México. Personas Morales: Acumulable.
Tipo de Operaciones que se puede realizar:	De compra Venta, reporto

5.- Pagares de la Tesorería de la Federación:

Se trata de títulos de crédito denominados en dolares americanos, en los que se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar en moneda nacional, al tipo de cambio controlado de equilibrio, el equivalente al valor de los dolares americanos en una fecha determinada. Encaminados al financiamiento gubernamental.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor Nominal:	1,000.00 Dólares.
Garantía:	~Promesa incondicional de pago del Gobierno Federal.
Rendimiento:	Se colocan a descuento, y el rendimiento es el producto de diferencial entre el precio de compra y el de venta.

Plazo:	28, 91 y 182 días.
Forma de pago:	Mismo día o al día hábil siguiente.
Colocación:	Mediante subasta pública semanal
Intermediarios:	Casas de Bolsa y Bancos.
Amortización:	Única a vencimiento.
Posibles inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeros.
Régimen fiscal:	Personas Físicas: Exentas siempre y cuando residan en México. Personas Morales: Acumulable.)
Tipo de Operaciones que se puede realizar:	De compra Venta, reporto

Instrumentos Bancarios.

Bonos para el Desarrollo Industrial (Bondis)

Certificados Bancarios de Depósito a Plazo.

Pagarés Bancarios con Rendimiento Liquidable al Vencimiento.

1.- Bonos para el Desarrollo Industrial:

Títulos de crédito para fomentar el desarrollo industrial. La captación de recursos a través de este instrumento es a largo plazo para los programas de desarrollo industrial y, en general, al desarrollo económico nacional y regional del país.

Emissor:

Nacional Financiera.

Valor Nominal:

\$100,000.00

En la fecha de vencimiento de cada periodo de intereses, el valor nominal de los BONDIS se irá incrementando en una cantidad igual a la diferencia positiva que resulte de restar al monto correspondiente a los interés devengados en el periodo, la erogación neta del periodo de que se trate menos las cantidades que en su caso la emisora amortice a los tenedores, en ese periodo.

Garantía:

Nacional Financiera garantiza el pago de las obligaciones derivadas de este instrumento.

Rendimiento:	Devengarán intereses a la tasa anual, revisable en cada periodo, igual a la "tasa de referencia", adicionalmente se pagará un premio, revisable cada 13 periodos y pagadero en las fechas de revisión de dicho premio, la tasa de referencia y el premio serán multiplicado por un factor de 100.5%.
Plazo:	10 años (130 periodos de 28 días o al plazo que sustituya a éste en caso de días inhábiles).
Forma de pago:	Mismo día de la fecha de compra o 24 horas hábiles después de realizada la operación.
Colocación:	A través de subastas públicas o privadas convocadas por la emisora, y se subastará únicamente al precio de los bonos, la emisora no podrá conservar en tesorería los bonos que emita, por lo tanto, en caso de no haber colocación total, se cancelarán los títulos no colocados.
Amortización:	Se amortizarán en periodos vencidos cuyo monto será igual a la cantidad positiva que resulte de restar de la erogación neta del periodo el monto de los intereses devengados en el mismo. Estos pagos se efectuará el último día de cada periodo.
Inversionistas que pueden participar:	Personas Físicas y Morales, Nacionales o Extranjeras.
Régimen Fiscal:	Personas Físicas: Exentas. Personas Morales: Acumulable

2.- Certificados Bancarios de Depósito a Plazo:

Son títulos de crédito a través de los cuales una Institución de Crédito documenta los depósitos a plazo que recibe del público, con la obligación de restituirlos en efectivo en un plazo determinado, más el pago de un interés periódico.

Emisor:	Bancos.
Valor Nominal:	Variable.
Garantía:	El propio banco emisor garantiza el cumplimiento en el pago de esta obligación.
Rendimiento:	Los emisores determinarán libremente el rendimiento que se pagará. Sin son adquiridos a descuento, también producirán el rendimiento producto de la diferencia entre el precio de adquisición y el de vencimiento.
Plazo:	El emisor fija los plazos, que generalmente son mayores de 365 días.
Forma de pago:	n.d.
Colocación:	Mediante oferta pública o privada.
Amortización:	A vencimiento.
Posibles Inversoristas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras
Régimen Fiscal:	Para personas físicas: Exentos, pero en caso de ser adquiridos o redimidos total o parcialmente por el emisor antes de un año, el inversionista tendrá que pagar un impuesto del 2%. Par personas morales son acumulables.

4.- Pagarés Bancarios con Rendimiento Liquidable al Vencimiento:

Son títulos de crédito suscritos por instituciones de crédito, que representan un pasivo a cargo de dichas instituciones de crédito.

Emisor:	Bancos
Valor Nominal:	\$10,000.00 o sus múltiplos..
Garantía:	El propio banco emisor garantiza el cumplimiento en el pago.
Rendimiento:	El emisor determina el rendimiento. Si se colocan a descuento además otorgan el rendimiento derivado del diferencial entre el precio de compra y el de venta.
Plazo:	28 y 91 días.
Forma de pago:	Puede ser el mismo día de su operación, 24 o 48 horas después.
Colocación:	Mediante oferta pública o privada
Intermediarios:	En el mercado primario las instituciones de crédito y en el secundario bancos y casas de bolsa.
Amortización:	A vencimiento.
Posibles Inversoristas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras.

Régimen fiscal:

Personas físicas: Se les retiene el impuesto.

Personas morales: Acumulable

Tipo de Operaciones que se puede realizar: De compra-venta y reponto

Instrumentos de Deuda de Empresas Privadas:

Aceptaciones Bancarias.
Bonos de Prenda.
Papel Comercial,

1. Aceptaciones Bancarias:

Las aceptaciones bancarias son letras de cambio nominativas emitidas por personas morales (empresas diversas), a su propia orden y aceptadas por la banca comercial, con base en los montos autorizados para financiamiento que el banco aceptante concede a las empresas emisoras.

Son operaciones de crédito a corto plazo, mediante las cuales la banca múltiple está en posibilidad de financiar el capital de trabajo de las empresas. Estas operaciones fueron autorizadas en 1980, pero no se empezaron a emitir hasta 1981, sin registrarse operaciones de aceptaciones, siendo hasta 1984 cuando se empezaron a registrar operaciones al nivel de otros instrumentos del mercado de dinero.

Uno de los factores que propiciaron la emisión de aceptaciones fue la eliminación de las subastas de Cetes, puesto que hizo más atractivas las tasas de aceptaciones que no fueron sometidas al mismo control de Banco de México que las tasas de Cetes. Otro de los factores que propiciaron el desarrollo de las aceptaciones fue emitir aceptaciones privadas, esto es, directamente a sus clientes sin la intervención de una casa de bolsa. Hasta que estas emisiones rebasaron a las de los Cetes en 1986.

Emisor: Personas morales y aceptadas por un banco comercial.

Valor nominal: \$100,000.00

Garantía:	El Banco aceptante realiza un estudio completo acerca de la empresa que desea el financiamiento, lo cual garantiza que se trata de empresas solventes.
Rendimiento:	Por ser letra de cambio no genera intereses y su rendimiento se determina entre el precio de compra y el precio de venta o valor de redención (valor nominal en la fecha de vencimiento del documento que representa la emisión).
Plazo:	Entre 7 y 182 días.
Forma de Pago:	El mismo día o 24 horas después de realizada la operación.
Colocación:	Oferta Pública o Privada.
Amortización:	Única al vencimiento.
Posibles Inversoristas:	Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera.
Intermediarios	Bancos y Casas de Bolsa.
Régimen Fiscal:	personas Físicas: 21% sobre los 12 primeros puntos como retención definitiva. Personas Morales: Acumulable.

2.- Bonos de Prenda:

Son títulos accesorios de un certificado de depósito, expedido por un Almacén General de Depósito por el que se constituye un crédito prendario sobre las mercancías o bienes indicados en el Certificado de Depósito correspondiente. Debiéndose expedir de modo que cada emisión se identifique con el certificado de depósito del cual derive.

Emisor:	Almacenes Generales de Depósito.
Valor Nominal:	\$100,000.00 o sus múltiplos.
Garantía:	La garantía depende de la liquidez de la garantía prendaria constituida sobre los bienes muebles depositados. El margen de garantía deberá ser igual a 1.4 veces el monto de los bonos de prenda emitidos.
Rendimiento:	La empresa depositante podrá determinar el rendimiento.
Plazo:	Hasta 365 días.
Forma de Pago:	n.d.
Colocación:	Mediante oferta pública.
Amortización:	n.d.
Posibles Inversionistas:	Personas Físicas o Morales, Nacionales o Extranjeras.
Régimen Fiscal:	
Tipo de Operaciones que se puede realizar:	De compra-venta.

3.- Papel Comercial

Es un instrumento de financiamiento de inversión a través de la suscripción de un pagaré, mismo que debe estar inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en la Bolsa Mexicana de Valores, S.A.

Este tipo de instrumento es una fuente de financiamiento a corto plazo destinado al financiamiento del capital de trabajo.

Fue introducido por primera vez en septiembre de 1980 con el objeto de canalizar excedentes corporativos de efectivo temporal a otra empresa que los aceptan y quien utiliza esos excedentes está dispuesto a pagar una prima.

Emisor: Sociedades mercantiles establecidas en la República Mexicana

Valor Nominal: \$100,000.00 o sus múltiplos.

Garantía: La garantía depende de la estabilidad, solvencia y liquidez del propio emisor.

Rendimiento: No genera intereses, su rendimiento es la diferente entre el precio de compra y el precio de venta.

Plazo: Entre 1 y 360 días.

Forma de Pago: El día de la operación.

Colocación: A través de oferta pública.

Amortización: Única al vencimiento.

Inversionistas que pueden adquirir papel comercial: Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera.

Régimen Fiscal:

Personas Físicas: Impuesto retenido es pago definitivo.

Personas Morales: Acumulable.

Tipo de Operaciones que se puede realizar:

De compra-venta y de reporto.

Cabe hacer notar que aún cuando en el mercado de dinero son escasos los instrumentos de financiamiento para las empresas en comparación con los que tiene el Gobierno, el mercado de capitales está prácticamente orientado a servir de instrumentos de financiamiento e inversión para las empresas, a través de la colocación de acciones y de algunos otros instrumentos de renta fija como son las obligaciones y los pagarés financieros, clasificados dentro del mercado de capitales.

III.2 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS INSTRUMENTOS PUBLICOS Y PRIVADOS QUE CONFORMAN EL MERCADO DE DINERO.

En el apartado anterior se mencionaron detalladamente todas las características que determinan la operación y funcionamiento de los instrumentos que integran el mercado de dinero, en este apartado se explicarán las ventajas y las desventajas que tienen los instrumentos de dicho mercado, para poder entender adecuadamente la razón de que este tipo de mercado sea el más importante como instrumento de financiamiento público.

A lo largo de los primeros capítulos también se han señalado algunas de las ventajas que ofrecen los instrumentos gubernamentales, tanto para el emisor como para los inversionistas.

Son cuatro los aspectos básicos a tomar en cuenta para determinar las ventajas y desventajas que el inversionista toma en cuenta en su preferencia por cualquier instrumento de inversión: rendimiento, riesgo, liquidez y régimen fiscal, este último estrechamente ligado con el rendimiento neto de la inversión, pues en principio si una inversión tiene un rendimiento alto por encima de las que ofrecen instrumentos similares, pero el tratamiento fiscal es desfavorable, el rendimiento final neto probablemente será igual o menor que otros instrumentos.

A partir de las características señaladas en la primera sección, es posible construir el siguiente cuadro de las ventajas y desventajas de los principales instrumentos que integran el mercado de dinero.

INSTRUMENTO	VENTAJAS	DESVENTAJAS
CETES	<ul style="list-style-type: none"> - Es el instrumento líder del mercado de dinero. - Tratamiento fiscal favorable, ya que exenta a las personas físicas. - Pueden participar extranjeros. - Se pueden realizar operaciones de compra-venta y de reporto¹⁴. - Es un muy líquido pues existen suficientes compradores y vendedores, lo cual asegura que el inversionista pueda recuperar su dinero en cualquier momento antes del vencimiento. - Le sirve al Banco Central como un instrumento de regulación monetaria. 	En las operaciones de reporto las casas de bolsa no pueden actuar como reportadoras (vendedoras de los títulos).

¹⁴ Una operación de reporto es aquella en la que a un plazo, previamente pactado, se intercambian valores por dinero, el vendedor de los valores (reportado) se compromete a devolverle al comprador (reportador) su dinero más un premio, que también se pacta al inicio, el plazo de las operaciones de reporto puede ser desde uno a 180 días.

INSTRUMENTO	VENTAJAS	DESVENTAJAS
ACEPTACIONES	<ul style="list-style-type: none"> - Es un instrumento seguro en cuanto al pago, ya que son aceptadas por un Banco, que previamente realizó un estudio de crédito de la empresa que las emite. - Pueden ser negociadas en forma bursátil y extrabursátil. - Es una fuente de financiamiento para empresas medianas. - Se pueden realizar operaciones de compra-venta y de reporto. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tratamiento fiscal. <p>A las personas físicas se les retiene el 1.4%, para personas morales es acumulable y para residentes en el extranjero la retención es del 15%.</p>
PAPEL COMERCIAL	<ul style="list-style-type: none"> - Tiene niveles adecuados de liquidez, debido a la que se emite a plazos cortos, por la existencia de suficientes compradores y vendedores y por la posibilidad de venderlo antes de su fecha de vencimiento. - Ofrece niveles de rendimiento de acuerdo al riesgo de incumplimiento del emisor. -Es una fuente de financiamiento para las empresas medianas. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tratamiento fiscal. <p>A las personas físicas se les retiene el 1.4%, para personas morales es acumulable y para residentes en el extranjero la retención es del 15%.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Sólo se permiten reportos en el papel comercial avalado por una institución de crédito.

INSTRUMENTO	VENTAJAS	DESVENTAJAS
AJUSTABONOS	<ul style="list-style-type: none"> - Ofrece protección al inversionista en épocas de altas tasas de inflación, debido a que está indizado al Índice Nacional de Precios al Consumidor. - Tratamiento fiscal favorable. 	<ul style="list-style-type: none"> -Es un instrumento que ofrece algunos problemas en su valuación. -Poco líquido. - Cuando el instrumento se emitió las expectativas inflacionarias eran altas y en función de eso se negoció en el mercado, cuando la inflación disminuyó las primeras emisiones reportaron pérdidas, por lo que puede decirse que ofrece poca seguridad en términos de rendimiento.

INSTRUMENTO	VENTAJAS	DESVENTAJAS
BONDES	<ul style="list-style-type: none"> - Tratamiento fiscal favorable. - Rendimientos atractivos hasta 1991, similares e inclusive superiores al Cete (En 1990 la tasa real de los Bondes alcanzó el 11% mientras que la de los Cetes se ubicó en 7% anual) 	<ul style="list-style-type: none"> - Presenta algunos problemas para su valuación, por lo que la determinación de los rendimientos es poco comprensible para los inversionistas potenciales.
BONDIS	<ul style="list-style-type: none"> - Rendimientos atractivos en relación con los instrumentos gubernamentales. - Las fórmulas para su valuación están plenamente explicadas por el emisor en los prospectos de emisión. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tratamiento fiscal, a las personas físicas se les retiene el 1.4 del monto emitido y para personas morales es acumulable, en tanto que para los extranjeros es el 15%. - Puede resultar poco líquido en épocas de incertidumbre económica por tratarse de instrumento de largo plazo. - No ha habido continuidad en las emisiones de este instrumento.
BONOS BANCARIOS DE DESARROLLO	<ul style="list-style-type: none"> - Rendimiento menor a otras alternativas de inversión. 	<ul style="list-style-type: none"> - Tratamiento fiscal. 1.4% de retención a las personas físicas, mientras que para las personas morales es acumulable.
TESOBONOS	<ul style="list-style-type: none"> - Tratamiento fiscal favorable. - Es un instrumento de cobertura contra variaciones en el tipo de cambio. 	<ul style="list-style-type: none"> - Históricamente ha ofrecido rendimientos poco atractivos comparados con otras alternativas de inversión.

III.2.1 LIQUIDEZ:

Del cuadro anterior se puede observar que muchas de las ventajas o desventajas señaladas están en función de la liquidez que el instrumento ofrezca para el inversionista. Pero, ¿qué es lo que se debe entender por liquidez? ¿Porqué se dice que un activo es líquido?.

La liquidez básicamente está referida a la facilidad que tengan los tenedores de cualquier instrumento para venderlo rápidamente y a precios razonables en función de la oferta y la demanda y a cambio recibir el monto invertido más un premio o interés¹⁵ de tal manera que el individuo pueda deshacerse de la tenencia de cualquier activo financiero rápidamente, en función de sus necesidades.

Cuando el instrumento de inversión no es líquido ya sea por que el plazo estipula que únicamente se puede ejercer a su vencimiento o porque no se puede comprar y/o vender rápidamente por la carencia en el mercado de suficientes compradores o vendedores, el inversionista deberá pagar un costo de ejecución para poder disponer con oportunidad de los recursos que ampara dicho instrumento de inversión.

Gran parte del atractivo de un instrumento financiero radica, además del rendimiento que ofrezca, en su nivel de liquidez. Probablemente el inversionista en cuestión esté dispuesto a sacrificar liquidez siempre y cuando el rendimiento resulte lo suficientemente atractivo o viceversa.

En este sentido se puede afirmar que uno de los instrumentos más atractivos, durante la década de los 80, ha sido los Certificados de la Tesorería de la Federación, (CETES), cuyo nivel de liquidez y rendimiento asegurado lo han situado como el instrumento líder del mercado de dinero, su tasa de rendimiento se utiliza como base para el cálculo de los rendimientos múltiples instrumentos.

¹⁵ Consultar a Schwartz Robert A., Reshaping the Equity Markets, A guide for the 1990's, pag. 126, Harper Business 1991, U.S.A.

En el cuadro de ventajas se pudo observar además que sirve como un instrumento de regulación monetaria por parte del Gobierno Federal y tiene un rendimiento mínimo garantizado. Aún cuando los plazos de vencimiento los fija el emisor, el inversionista puede venderlo antes de su vencimiento en el mercado secundario.

Una de las formas a través de las cuales se puede medir el grado de liquidez de un instrumento es a través del número de operaciones realizadas con él, durante un período de tiempo dado, en el cuadro siguiente se muestran el número de operaciones realizadas con diferentes instrumentos tanto gubernamentales como privados.

En el cuadro se puede ver el mayor número de operaciones que las operaciones con instrumentos gubernamentales que superan con mucho a las que se realizan con instrumentos privados, lo cual nos da un indicador de la liquidez, de estos instrumentos.

Mientras que en el año de 1991, se realizaron en promedio 810 operaciones con Cetes (291756/360), las operaciones con papel comercial, que es el instrumento más bursátil de los privados fueron apenas de 26 en promedio por día (9455/360).

Cabe aclarar que el escaso número de operaciones con aceptaciones bancarias y con pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento, se explica porque la mayor parte de las transacciones con estos instrumentos se realizan fuera de la Bolsa Mexicana de Valores, ya que se llevan a cabo directamente entre los bancos y su clientela y no existen estadísticas precisas al respecto.

**Número de operaciones con Diversos Instrumentos
Realizadas en la Bolsa Mexicana de Valores
(Totales en el año)**

Instrumento	1990	1991
Cetes	25252	291796
Papel Comercial	11644	9455
Aceptaciones	84	52
Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento	80	1
Bonos Bancarios de Desarrollo	161	219
Bonos de Renovación Urbana	114	28
Bondes	27819	23990
Tesobonos	2286	nd
Ajustabonos	3295	55304

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

III.2.2 RENDIMIENTO:

El rendimiento de un activo financiero está determinado por la ganancia obtenida respecto al valor invertido en él, durante un periodo de tiempo. El mercado de dinero en México a diferencia de los instrumentos del mercado de capitales se caracteriza por que todos los instrumentos tienen un rendimiento mínimo garantizado.

Con los datos obtenidos de 1983 a 1988 se puede observar el rendimiento de distintas alternativas de inversión, dentro del mercado de dinero.

**(*)Rendimientos de Diferentes Instrumentos de Inversión
1983-1990**

INSTRUMENTO	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Cetes	59.48	49.59	63.55	85.96	102.89	70.00	43.99	34.91
Aceptaciones	---	49.30	64.70	86.88	122.86	69.96	43.27	28.61
Papel Comercial	61.99	52.86	64.24	89.45	98.11	72.47	42.36	30.64
Pagaños	---	---	---	10.63	14.77	27.56	20.89	14.54
Bondes	---	---	---	---	112.37	70.00	46.27	35.81
Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vto.	---	---	---	---	---	45.02	36.83	42.02
Tesobonos	---	---	---	---	---	---	15.96	13.41
Ajustabonos	---	---	---	---	---	---	16.83	12.71
Bondis	---	---	---	---	---	---	36.75	27.64
Bonos de Prenda	---	---	---	---	---	---	---	47.48

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil 1988 y 1991.

(*) Promedios Simples.

El rendimiento más alto para la mayoría de los años resulta ser el rendimiento ofrecido por el papel comercial, excepto para 1987, en que se ubica por abajo de las aceptaciones bancarias, seguido por los certificados de la Tesorería de la federación y finalmente los bondes.

A primera vista pareciera que los instrumentos orientados al financiamiento del sector privado ofrecieron rendimientos más altos, en virtud de que hasta 1988 el papel comercial ofreció rendimientos superiores a los Cetes e incluso sobre los Bondes, sin embargo hay que considerar que los valores de financiamiento privado, gravan a las personas físicas, en tanto que los gubernamentales las exentan del pago de impuestos, lo cual tiene un impacto directo sobre el rendimiento real de la inversión.

Otro aspecto importante a destacar es que para los años de 1988, 1989 y 1990 los rendimientos ofrecidos por los Bondes se colocaron por encima de los de los Cetes, lo cual es un indicador importante de la estrategia gubernamental de

atraer inversionistas hacia instrumentos de largo plazo, gracias a la estabilidad en el entorno económico.

III.2.3 RIESGO:

Comúnmente se entiende al riesgo como la posible variabilidad en el rendimiento esperado de una inversión, es decir, la posibilidad de que haya pérdidas en el capital invertido. Es regla frecuente que un alto rendimiento vaya acompañado de un alto riesgo, en tanto que a menor rendimiento menor riesgo también.

El riesgo de invertir en un instrumento se puede considerar desde tres puntos de vista diferentes:

- a) El primero tienen que ver con los riesgos inherentes al instrumentos en sí, por ejemplo que su rendimiento fluctuó de acuerdo a la oferta y la demanda de ese tipo de inversión, lo cual implicaría que tuviera una variabilidad importante en el precio, como ocurre en el mercado de renta variable.
- b) El riesgo derivado de la falta de reglas claras y precisas en torno a la operación y cálculo de rendimiento del instrumento de que se trate.
- c) El riesgo de incumplimiento, es decir, que el emisor no tuviera la solvencia necesaria para devolver a los inversionistas el dinero invertido más el premio correspondiente.

En el caso del mercado de dinero estos riesgos son mínimos, en virtud de que la mayor parte de los instrumentos que lo conforman, ofrecen un rendimiento mínimo garantizado y por la existencia de la normatividad concerniente a su forma de operación y cálculo de rendimiento, sobre todo para los instrumentos gubernamentales.

Solamente habría que señalar, en el caso de los instrumentos gubernamentales, a los Ajustabonos, mismos que por la inexistencia de una metodología adecuada en cuanto al cálculo de rendimiento y por la insuficiencia de reglas en cuanto a las operaciones que con ellos se pueden realizar, originaron algunos

problemas a los intermediarios financieros que negociaron con ellos, que finalmente concluyeron con la imposición de multas dichos intermediarios financieros -bancos y casas de bolsa- por el manejo inadecuado de la inversión en este tipo de valores.

A este respecto es importante indicar que parte de la valuación del instrumento tiene un componente variable determinado por la expectativa de comportamiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor, cuando se realizaron las primeras emisiones de ajustabonos la expectativa inflacionaria era alcista y de acuerdo a esa expectativa se negociaron en el mercado secundario, pero cuando las tasas de inflación disminuyeron los compradores se dieron cuenta de que habían adquirido el instrumento con la promesa de una tasa de rendimiento real mayor a la que efectivamente se presentó.¹⁶

¹⁶ Para el cálculo del precio teórico del ajustabono se utiliza comúnmente la siguiente fórmula:

$$P = \left(\frac{TC \cdot C}{36000} + \frac{C}{R} + \frac{1-C/R}{(1+TC \cdot R/36000)^{(n-1)}} \right) \cdot \frac{V}{(1+TC \cdot R/36000)^{(1-T/91)}}$$

Donde:

P = Precio por título.

C* = Tasa del cupón.

R = Tasa efectiva de rendimiento real.

n = Número de cupones por cortar, cada uno cuenta como 1, aunque le queden 3 días.

T = Días transcurridos del cupón corriente.

TC = Tamaño del cupón en días.

V = Valor ajustado.

La tasa efectiva de rendimiento real es la tasa esperada del inversionista de acuerdo a su expectativa de crecimiento de la inflación.

III.2.4 REGIMEN FISCAL:

El régimen fiscal está estrechamente relacionado con el rendimiento real que ofrezcan una inversión y forma parte de los factores que pueden atraer la atención de los inversionistas hacia ese instrumento.

El régimen fiscal para los instrumentos del mercado de dinero se presenta como sigue:

INSTRUMENTO	RÉGIMEN FISCAL			DESTINO DEL FINANCIAMIENTO.
	INVERSIONISTAS NACIONALES		INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	
	PERSONAS FÍSICAS	PERSONAS MORALES		
CETES	Exentas	Exentas	Exentos	Gobierno Federal
ACEPTACIONES	Retención y pago definitivo del 1.4% sobre el monto invertido.	Acumulable	Retención del 15%	Sector Privado
PAPEL COMERCIAL	Retención y pago definitivo del 1.4% sobre el monto invertido.	Acumulable	Retención del 15%	Sector Privado
AJUSTABONOS	Exentas	Exentas	Exentos	Gobierno federal
BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL.	Exentas	Exentas	Exentos	gobierno federal
BONDIS	Exentas	Acumulable	Retención del 15%	Sector privado
BONOS BANCARIOS DE DESARROLLO	Retención del 1.4% sobre el monto invertido	Acumulable	Retención del 15%	Sector privado
AJUSTABONOS	Exentas	Exentas	Exentos	Gobierno Federal

INSTRUMENTO	RÉGIMEN FISCAL			DESTINO DEL FINANCIAMIENTO.
	INVERSIONISTAS NACIONALES		INVERSIONISTAS EXTRANJEROS	
	PERSONAS FÍSICAS	PERSONAS MORALES		
PAGARE CON RENDIMIENTO LIQUIDABLE AL VENCIMIENTO	Retención del 1.4% sobre el monto invertido	Acumulable	Retención del 15%	Privado
TESOBONOS	Exentas	Acumulable	Exentas	Gobierno Federal
CERTIFICADO DE DEPOSITO BANCARIO	Retención del 1.4% sobre el monto invertido	Acumulable	Retención del 15% sobre intereses pagados	Privado
BONO DE PRENDA	Retención del 1.4% sobre el monto invertido	Acumulable	Retención del 15% sobre intereses pagados	Privado

Del cuadro anterior anterior se pueden obtener varias conclusiones preliminares:

a) En el caso de los valores gubernamentales, no hay distinciones en cuanto tipo de causante, todos los inversionistas están exentos del pago de impuestos, pero cabe señalar que la disposiciones en material fiscal han venido cambiando, hasta hace poco tiempo exentaban a las personas físicas pero gravaban a las personas morales.

b) En el caso de los instrumentos orientados al financiamiento del sector privado el régimen fiscal no es tan favorable como en los valores gubernamentales, ya que a las personas físicas se les retiene un porcentaje en impuestos sobre el

monto total invertido, mientras que para las personas morales es acumulable para el pago del impuesto sobre la renta.

c) La tasa aplicable a los inversionistas extranjeros que deciden invertir en instrumentos privados es del 15% sobre la ganancia de capital o intereses derivados de la inversión.

Como se puede deducir de toda la información presentada en este capítulo, los instrumentos de deuda gubernamentales, ofrecen mayores ventajas que los instrumentos privados, tanto en términos de liquidez como en términos del tratamiento fiscal aplicable.

CAPITULO IV LA DEUDA INTERNA PUBLICA COMO FACTOR DE ESPECULACION FINANCIERA

En capítulos previos se señaló la importancia y la influencia que la crisis de 1982 generó sobre el sistema financiero mexicano y como la restricción de flujos crediticios del exterior y el creciente déficit fiscal del Gobierno Federal determinó, en gran medida, la estructura del financiamiento interno a través de la colocación de valores de corto plazo. Posteriormente se señalaron las ventajas y características de los instrumentos del mercado de dinero, por lo que este capítulo tiene como objetivo demostrar los mecanismos a través de los cuales el proceso de financiamiento interno del Gobierno, tanto directo del banco central como a través de instrumentos de deuda, propiciaron una caída en la inversión productiva y desplazaron a los instrumentos de financiamiento privado.

Este último capítulo está orientado a demostrar que efectivamente las necesidades de financiamiento del sector público y las fuentes del mismo deprimieron en gran medida a la inversión productiva y alentaron procesos especulativos en el sistema financiero.

Anteriormente se han identificado los mecanismos de financiamiento del déficit presupuestal del Gobierno, en primer término el llamado financiamiento inflacionario, es decir, la emisión de dinero para cubrir su déficit, en segundo término la captación de ahorro interno a través de operaciones de mercado abierto y finalmente, los préstamos forzosos de la banca comercial al banco central mediante las altas tasas de encaje legal.

Estos son algunos de los factores que explican la caída en la inversión orientada a la producción de bienes y servicios que se observó durante toda la década de los ochenta.

En las secciones que siguen se señalan cuales fueron las repercusiones en la economía de las diferentes modalidades de financiamiento interno del déficit público.

IV.1.- REPERCUSIONES DEL FINANCIAMIENTO DEL BANCO CENTRAL AL GOBIERNO MEDIANTE EMISION PRIMARIA.

Una de las formas más inmediatas de que dispone cualquier Gobierno es la de recurrir a la creación de dinero, la recurrencia de la mayor parte de la autoridades gubernamentales a este tipo de préstamos, se explica por su oportunidad.

Sin embargo este tipo de financiamiento tiene efectos negativos tanto en el corto como en el largo plazo sobre la economía, porque genera inflación.

Independientemente de la forma que elija el Gobierno Federal, para financiar su déficit ésta repercutirá directa o indirectamente sobre el resto del aparato económico.

La gravedad de las repercusiones en el financiamiento del déficit dependerá tanto de las fuentes de financiamiento como de las medidas complementarias que seleccione.

De hecho en la práctica los gobiernos combinan las diferentes alternativas de financiamiento de que disponen, la proporción en que recurran a dichas fuentes de financiamiento dependerá de la oportunidad con que puedan obtener los recursos y de los costos que implique no solamente para el gobierno sino para el resto de la economía.

En este sentido es importante distinguir entre el financiamiento inflacionario del déficit y el no inflacionario, la mayoría de los teóricos están de acuerdo, en que el financiamiento del déficit mediante la emisión de dinero es inflacionario en la medida en que incrementa la liquidez en la economía no correspondida por el consiguiente incremento en la disponibilidad de bienes y servicios, lo cual presiona al alza los precios.

La inflación crea un clima de incertidumbre tal que hace que los agentes económicos enfoquen sus decisiones de ahorro e inversión en un plazo muy corto, lo cual en buena parte desalienta las inversiones de carácter productivo que son propicias en tiempos de estabilidad económica cuando las expectativas de ahorro e inversión pueden enfocarse a plazos más largos.

De acuerdo a Maxwell J. Fry "...La evidencia empírica disponible indica que en los más de los países en desarrollo el financiamiento inflacionario se vuelve desmedidamente oneroso, cuando produce tasas anuales de inflación de más del 20%"¹⁶

En México, las altas tasas de inflación observadas durante la década de los ochenta, se explican en gran medida por el crédito directo otorgado al Gobierno por el Banco de México, como se podrá ver en el cuadro siguiente la tasa de crecimiento de los precios, se colocó muy por encima de lo que Fry considera razonable.

**Tasas de crecimiento de la Inflación
1980-1990**

Año	Tasa de Crecimiento
1980	26.31
1981	28.00
1982	59.00
1983	102.00
1984	65.00
1985	58.00
1986	86.00
1987	131.00
1988	114.15
1989	20.00
1990	27.00

Fuente: Banco de México, Indicadores
Económicos, Diciembre de 1991.

Por lo que se refiere al producto interno bruto, disminuyó considerablemente durante toda la década de los ochenta en comparación con la década de los setenta.

Producto Interno Bruto

1970-1990

Base 1980=100

Año	PIB.	Tasa de Crecimiento
1970	2538991	
1971	2457395	-3.21
1972	2665975	8.49
1973	2890158	8.41
1974	3066769	6.11
1975	3238848	5.61
1976	3376136	4.24
1977	3492368	3.44
1978	3780482	8.25
1979	4126576	9.15
1980	4470077	8.32
1981	4862219	8.77
1982	4831689	-0.63
1983	4628937	-4.20
1984	4796050	3.61
1985	4920430	2.59
1986	4732150	-3.83
1987	4802394	1.48
1988	4884242	1.70
1989	5037763	3.14
1990	5236337	3.94

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos.

Mientras que para la década de los setenta se tuvieron tasas de crecimiento promedio del PIB del 6%, para la década de los ochenta la tasa de crecimiento promedio fue del 2%, registrándose tres años en que el producto decreció considerablemente 1982, 1983 y 1986.

Si además se combina esta información con el crédito directo que el Gobierno Federal recibió durante el mismo periodo del banco central, se verá que hay una estrecha correlación entre el aumento en la emisión de dinero, la inflación y el menor crecimiento económico.

Financiamiento Neto al Gobierno Federal

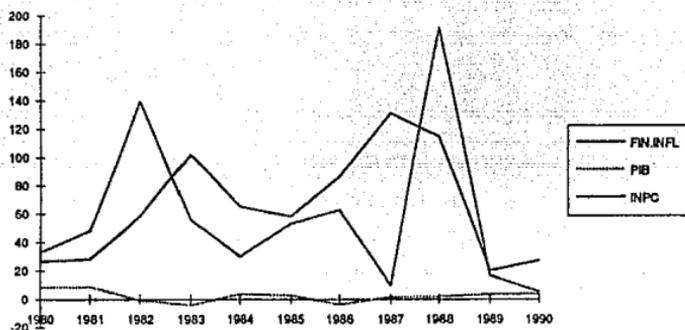
1977-1990

(Miles de Millones de Pesos)

Año (Saldo al final de:)	Base Monetaria	% De Crecimiento	Financiamiento neto al Gobierno Federal	% De Crecimiento
1977	293.3	-----	271.7	-----
1978	377.0	28.54	331.6	22.05
1979	509.1	35.04	432.3	30.37
1980	718.1	41.05	574.1	32.80
1981	1041.9	45.09	850.6	48.16
1982	1983.4	90.36	2038.9	139.70
1983	3136.3	58.13	3177.9	55.85
1984	4857.9	54.89	4121.1	29.68
1985	5744.9	18.26	6299.8	52.87
1986	8535.3	48.57	10235.1	62.47
1987	14754.2	72.86	11216.0	9.58
1988	20751.0	40.64	32657.0	191.16
1989	22960.0	10.65	38053.0	16.52
1990	31134.0	35.60	40070.0	5.30

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos.

Comportamiento del PIB, el INPC y el Crédito Directo al Gobierno



El análisis estadístico durante este periodo demuestra la estrecha correlación entre el financiamiento directo otorgado al Gobierno Federal por el Banco de México, con una covarianza, entre ambos indicadores, del 0.98 lo cual demuestra la estrecha relación que hubo en este periodo entre el financiamiento del déficit a través de creación de dinero por parte del banco central y el crecimiento de los precios.

Para Fry la correlación que se da entre el menor crecimiento a largo plazo y el aumento en la inflación, se explica por que "...una maximización del ingreso emanado de la inflación impone una contracción paralizante del crédito real al sector privado. Debido a esta compresión crediticia y al hecho de que una inflación alta es inevitablemente más volátil y por ende menos pronosticable, la inversión declina..."¹⁷

Un proceso inflacionario elevado -se considera alto en cuanto la inflación mensual es de dos dígitos, inflación intermedia: tasas mensuales de un dígito, tasas de inflación baja: no mayor del 2.5% mensual y finalmente las tasas de inflación internacionales que se ubican alrededor de no más del 10% anual- trastorna todo el horizonte económico, en virtud de que diferentes los agentes

¹⁷ Op. Cit.

económicos modificarán sus decisiones de consumo, ahorro e inversión, debido a que la incertidumbre es muy alta seguramente todas sus decisiones estarán orientadas al corto plazo.

Sin embargo, es importante hacer notar que en México se ha ido modificando la recurrencia del Gobierno al llamado financiamiento inflacionario orientándose en mayor medida al financiamiento a través de instrumentos colocados entre el gran público inversionista mediante el mercado de valores. Tal como se puede observar en el siguiente cuadro.

Comportamiento del Financiamiento directo del Banco de México y Financiamiento a través de valores de deuda pública.

Año	Crédito Directo del Banco Central	Tasa de Crecimiento	Financiamiento a través de valores de deuda pública	Tasa de crecimiento
1977	271.70	0.00	277.00	0.00
1978	331.60	22.05	340.40	22.89
1979	432.30	30.37	464.20	36.37
1980	574.10	32.80	618.00	33.13
1981	850.60	48.16	948.30	53.45
1982	2,038.90	139.70	2,452.20	158.59
1983	3,177.90	55.86	3,486.00	42.16
1984	4,121.10	29.68	4,852.60	39.20
1985	6,299.80	52.87	6,046.90	24.61
1986	10,235.10	62.47	10,462.10	73.02
1987	11,216.00	9.58	31,723.20	203.22
1988	32,657.00	191.16	72,971.40	130.03
1989	38,053.00	16.52	121,516.60	66.53
1990	40,070.00	5.30	103,780.80	-14.60

Hasta el año de 1986 las tasas de crecimiento correspondientes al financiamiento directo del Banco Central al Gobierno Federal se movieron de manera similar a la tasa de crecimiento del financiamiento a través de colocación de valores de deuda pública, sin embargo a partir de 1986 cae significativamente el financiamiento directo otorgado por el Banco Central y se incrementa significativamente el financiamiento a través de colocación de valores.

IV.2.- REPERCUSIONES DEL FINANCIAMIENTO A TRAVES DE OPERACIONES DE MERCADO ABIERTO.

Una alternativa adicional de que dispone el gobierno y que no genera efectos inflacionarios, es la emisión de bonos de deuda pública, en lo que se conoce como operaciones de mercado abierto, en virtud de que todos los inversionistas que quieran participar pueden hacerlo.

Como se habrá notado en el desarrollo de este trabajo se le ha dedicado especial atención a este tipo de financiamiento, debido a la mayor recurrencia del Gobierno a este tipo de financiamiento, conforme fue avanzando la década de los ochenta, sobre todo en lo que se refiere a los instrumentos colocados a plazos menores a un año.

Aún cuando el financiamiento a través de la emisión de valores no se considera inflacionario¹⁸ también tiene una serie de repercusiones sobre todo en los países en vías de desarrollo, como el nuestro, en el que el sistema financiero está altamente centralizado y es muy limitado en términos de los instrumentos de financiamiento que ofrece el sector privado,

Uno de los aspectos más relevantes que se abordó en el marco teórico es el que se refiere al desplazamiento de los instrumentos de financiamiento privado por los instrumentos de financiamiento público, debido a las mayores facilidades que ofrecen en términos de liquidez, tasas de rendimiento libres de riesgo y el mejor tratamiento fiscal que se traduce en rendimientos reales netos mayores que los instrumentos privados. En otras palabras el Gobierno está tomando para sí una parte importante del total de los recursos disponibles en la economía para el financiamiento de la inversión productiva.

En México la estructura del mercado de dinero en cuanto a plazos y rendimientos de los instrumentos, se debe en gran medida a las necesidades de financiamiento del sector público, de hecho el mercado de dinero se inició con

¹⁸ Aunque algunos teóricos comienzan a hablar de que este tipo de financiamiento también es inflacionario, no existe suficiente evidencia empírica al respecto, según se anotó en el marco teórico.

los Cetes y posteriormente comenzaron a surgir algunos instrumentos privados que también se integraron a este mercado.

Cuando las necesidades de financiamiento del sector público no son cubiertas por los ingresos que tradicionalmente recibe a través de impuestos, dispone de algunas fuentes alternativas, como ya se anotaba en el apartado anterior, puede recurrir al préstamos de la banca comercial -préstamos que pueden ser forzosos a través del encaje legal- o utilizar el mercado de valores a través de la oferta pública de títulos de deuda, cualquiera de las dos alternativas restringirán parte del ahorro disponible para el sector privado.

Por su parte el sector privado también dispone de algunas de las alternativas sector público para obtener recursos financieros, puede recurrir al sistema de banca comercial y de desarrollo nacional o extranjera -ésta última limitada en términos de la cantidad de crédito disponible y sobre todo altamente restrictiva en condiciones de inestabilidad política o económica del país- o captar recursos financieros sin intermediación bancaria mediante la colocación de instrumentos de deuda directamente en el mercado de valores.

En el caso del sector privado ambas alternativas tienen algunas limitantes:

- a) Por lo que se refiere al financiamiento a través del sistema de banca comercial, como ya se señaló anteriormente, está restringido en la medida en que el gobierno establezca altas tasas de encaje legal, que significa captación de ahorro forzoso para cubrir parte de sus necesidades y que disminuye la cantidad de ahorro disponible para préstamos a los particulares.

Una limitante adicional es el costo de capital, sobre todo para empresas pequeñas y medianas.

Durante la década de los ochenta, tanto el encaje legal como las tasas activas del sistema bancario fueron muy elevadas.

Una referencia de las tasas activas de interés es el costo porcentual promedio de captación, en virtud de que es la tasa base para el cobro de intereses en cualquier crédito más un número de puntos, que se

determina en función del factor de reciprocidad que otorgue el sujeto de crédito.

La comparación entre el costo porcentual promedio de captación y la tasa de rendimiento ofrecida por los CETES, sirve como un indicador de las tasas de interés activas (CPP) y pasivas (CETES).

Tasa de Interés activas y pasivas

Año	Tasa de Interés Activa *	Tasa de Interés Pasiva **
1980	24.25 + 10 puntos	27.94
1981	31.81 + 10 puntos	33.34
1982	46.12 + 10 puntos	57.86
1983	56.44 + 10 puntos	53.95
1984	47.54 + 10 puntos	49.32
1985	65.66 + 10 puntos	74.80
1986	95.33 + 10 puntos	105.40
1987	104.29 + 10 puntos	131.10
1988	45.48 + 10 puntos	51.47
1989	40.11 + 10 puntos	40.19
1990	29.23 + 10 puntos	25.84

Fuente: Indicadores económicos del Banco de México.

Nota:

* La tasa de interés activa es aquella que cobra la banca por el otorgamiento de crédito, en este caso se consideró como tasa de interés activa al Costo Porcentual Promedio de Captación más 10 puntos, por ser el promedio de sobretasa que cobra la banca comercial.

** La tasa de interés pasiva es la que se paga a los ahorradores, en este caso se tomó como referencia al CETE de 90 días.

En el cuadro se considera un margen de intermediación conservador ubicado en promedio en 10 puntos entre las tasas activas y las tasas pasivas, sin embargo en la práctica la sobretasa se ubica en un nivel

mínimo de cpp + 5 puntos y un máximo de 20 puntos, y durante el año de 1987, en que la tasa de los cetes se colocó por encima del costo porcentual promedio de captación, la tasa de interés cobrada por la banca para el otorgamiento del crédito tomó como base al CETE considerando una sobretasa adicional en función dependiendo de las inversiones que el cliente tuviera con el banco correspondiente.

- b) El financiamiento mediante oferta pública en el mercado de valores, puede obtenerse a través del mercado accionario, lo cual automáticamente da derecho al inversionista a ser propietario de una parte alícuota en el capital de la empresa o a través de la emisión de instrumentos de deuda.

En el caso de la emisión accionaria los requisitos de inscripción y registro prevalecientes en el sistema bursátil, sólo permiten el acceso a este mercado a empresas grandes y debido a que existe un riesgo inherente a este tipo de inversión que requiere de montos mínimos de capital para inversionistas elevados, es limitado el número de inversionistas que pueden participar.

En cuanto a la emisión de instrumentos de deuda por parte de las entidades privadas también está disponible para empresas grandes¹⁹, básicamente a través de papel comercial y obligaciones.

Por lo que se refiere al destino del crédito otorgado por el sistema bancario nacional, durante el periodo comprendido entre 1977 y 1990, el sector público absorbió el 63% de los recursos crediticios destinados a los intermediarios financieros, en tanto que el 37% restante se canalizó a las actividades del sector privado; el cuadro y gráfica siguiente se muestra claramente la proporción del financiamiento que fue destinado a uno y otro sector.

¹⁹ Además debe señalarse que no fue hasta el año de 1991 que se autorizó la creación de la primera empresa calificadora del riesgo de las emisiones de papel comercial, lo cual le da una indicación al inversionista de la solvencia económica de la empresa emisora. La menor solvencia de la empresa obliga a hacer frente a sus obligaciones necesariamente implica que incrementen la prima de riesgo para los inversionistas potenciales.

Financiamiento otorgado por el Sistema Bancario por Sector de Destino.

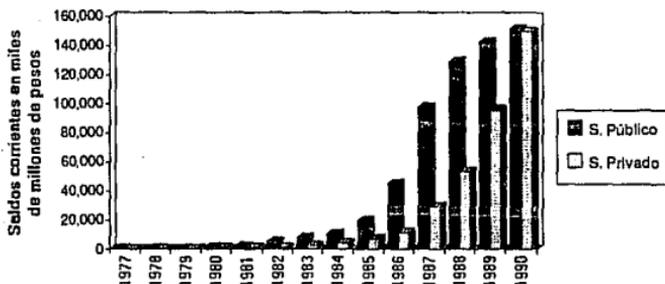
(Saldos corrientes en miles de millones de pesos)

1977-1980

Año	Moneda Nacional		Moneda Extranjera		Total	% de	Total	% de
	S.Público	S.Privado	S.Público	S. Privado	S. Público	Crecimiento	S. Privado	Crecimiento
1977	303	277	190	9	493		286	
1978	378	396	190	10	568	15	405	42
1979	516	520	221	10	738	30	531	31
1980	718	713	338	106	1,056	43	819	54
1981	1,029	924	717	184	1,746	65	1,108	35
1982	2,406	1,273	2,603	254	5,009	187	1,527	38
1983	5,745	3,810	3,988	333	9,732	94	4,142	171
1984	5,277	3,729	5,155	467	10,432	7	4,196	1
1985	9,174	5,709	10,346	961	19,520	87	6,670	59
1986	18,264	8,815	26,506	2,666	44,770	129	11,481	72
1987	40,149	20,750	57,382	8,439	97,531	118	29,189	154
1988	66,863	39,605	61,988	13,791	128,851	32	53,396	83
1989	72,387	76,026	69,948	19,876	142,335	10	95,902	80
1990	81,287	116,664	70,247	32,944	151,534	6	149,608	56
Total	304,495	279,209	309,620	80,051	614,315	305	359,259	140

Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México.

Financiamiento otorgado por el sistema bancario consolidado a los sectores público y privado.



En todo el período es mayor el crédito canalizado al sector público, sin embargo se distinguen claramente tres momentos:

- 1) De 1977 a 1980 la tasa de crecimiento del crédito recibido por el sector público es en promedio del 29%, en tanto que la del sector privado es del 42%.
- 2) El segundo periodo va de 1981 a 1986, donde claramente se observa un descenso en el ritmo de crecimiento del crédito recibido por el sector privado, mientras que la tasa de crecimiento del crédito orientado al gobierno fue del 95%, la del sector privado fue del 63%.
- 3) Finalmente, a partir de 1987 se observa un incremento de la tasa de crecimiento promedio del crédito orientado a actividades privadas, que creció a una tasa promedio del 93% contra 42% del sector público.

a) Financiamiento a través del mercado de dinero:

En lo que se refiere al endeudamiento a través de operaciones de mercado abierto, es decir, mediante la oferta pública de los diversos instrumentos de deuda gubernamentales que cotizan en el mercado de valores, encontramos

que en promedio más del 90% de los importes operados en el mercado de dinero corresponden a títulos gubernamentales y tan sólo el 10% restante corresponde a los instrumentos privados

Como ya se anotó en capítulos previos el mercado de dinero está integrado en su mayoría por instrumentos gubernamentales, tales como los cetes, pagafés, tesobonos, ajustabonos; en tanto que el sector privado empresarial cuenta básicamente con dos instrumentos: el papel comercial y las aceptaciones bancarias. Tal como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Mercado de Dinero
Montos Emitidos por Instrumento
1983-1990

Año	Cetes	P. Com	A. Banc	PRLV	Pagafé	Bondev	Tebono	Ajubono	Bondis	Total
1983	96.64	3.36	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1984	91.87	2.11	6.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1985	79.62	0.92	19.46	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1986	68.44	0.90	30.39	0.00	0.26	0.00	0.00	0.00	0.00	100
1987	87.88	0.70	10.34	0.00	0.81	0.28	0.00	0.00	0.00	100
1988	85.05	0.79	1.09	6.88	2.60	3.58	0.00	0.00	0.00	100
1989	83.26	3.62	2.10	0.31	1.89	8.12	0.10	0.49	0.10	100
1990	80.26	8.12	0.01	0.93	3.89	2.70	3.08	0.90	0.10	100

Fuente: Anuarios Bursátiles, Bolsa Mexicana de Valores, 1988 y 1990.

Aún cuando ha disminuido la participación porcentual de los Cetes, se han creado nuevos instrumentos como los Tesobonos y los Ajustabonos que han suplido la menor participación de los cetes. Como se puede observar la participación de los instrumentos de financiamiento privado como las aceptaciones y el papel comercial es mínima, aún cuando ha habido una recuperación, en el caso del papel comercial a partir de 1988. Las aceptaciones bancarias merecen una mención aparte, en virtud de que si bien es cierto que

ha disminuido considerablemente su operación bursátil se ha incrementado notablemente la operación extrabursátil¹⁹.

Otro aspecto que es importante considerar es el de los rendimientos netos ofrecidos por los Cetes comparada con los rendimientos netos ofrecidos por los instrumentos privados.

Tasas netas de rendimiento de diferentes alternativas
de inversión

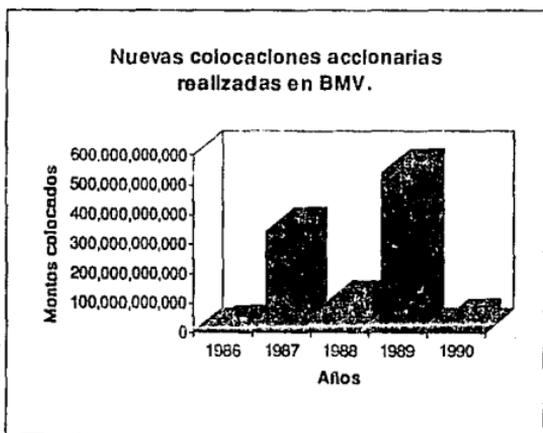
Año	Cetes	Papel Com.	Aceptaciones	PRLV
1984	49.32	46.85	46.70	47.45
1985	74.80	72.09	70.51	71.92
1986	105.98	108.37	96.44	94.30
1987	131.10	125.64	117.50	120.35
1988	51.47	54.74	55.27	31.75
1989	40.19	40.92	40.20	34.79
1990	25.84	26.83	26.83	22.65

Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México.

En el cuadro anterior se observa una notable superioridad de las tasas de rendimiento ofrecidas por los Cetes durante 1984-1987, de los instrumentos privados el que mejor tasa otorga es el papel comercial, pero como ya se había señalado anteriormente, mientras que la tasa de los Cetes es libre de riesgo, en virtud de que existe la garantía directa e incondicional del Gobierno de liquidar el compromiso contraído con los inversionistas, el papel comercial tiene un riesgo implícito mayor que los Cetes, en virtud de que su emisión se basa en la solvencia económica de las empresas emisoras.

b) Financiamiento a través del mercado de capitales:

Dentro del mercado de capitales también cotizan algunos instrumentos de renta fija del Gobierno Federal, como los bonos de renovación urbana, los bonos de indemnización bancaria y algunas obligaciones de empresas públicas. sin embargo, la mayor parte de este mercado está orientado hacia el financiamiento de las empresas privadas a través de la colocación de acciones, pero como ya señalaba anteriormente los requisitos de inscripción y emisión de acciones mediante oferta pública, posibilitan que sólo grandes empresas puedan participar en dicho mercado -actualmente están inscritas en bolsa 209 emisoras-



Fuente: Anuarios Bursátiles, Bolsa Mexicana de Valores.

De acuerdo a los factores señalados anteriormente, la política de financiamiento del déficit gubernamental limitó las opciones de inversión productiva, en dos sentidos:

1) El desplazamiento de los instrumentos privados por los instrumentos gubernamentales, mediante el ofrecimiento de tasas libres de riesgo, en algunos casos superiores o muy cercanas a las de los instrumentos privados. Al respecto es importante señalar que aún cuando en algunos casos los instrumentos privados pueden ofrecer tasas superiores a los instrumentos gubernamentales, los inversionistas que decidan invertir en dichos instrumentos deben asimilar el posible riesgo de incumplimiento de las empresas que los emiten. Además hasta hace muy poco tiempo no existían en México empresas calificadores de valores, con el fin de que los inversionistas conocieran la calidad y solvencia económica de las empresas que colocaban papel comercial.

2) Desde el punto de vista del crédito disponible en el sector bancario, al tomar para sí una parte de los recursos crediticios, tanto mediante la concertación de préstamos directos -no hay que olvidar que a partir de 1982 y hasta 1992 el gobierno fue accionista mayoritario del sistema bancario nacional- como por las altas tasas de encaje legal, limitó aún más la disponibilidad de recursos para las empresas.

Un factor adicional que vale la pena señalar es la gran especulación bursátil que culminó en el año de 1987, que aún cuando no es imputable directamente a la política gubernamental, influyó en la desviación de recursos de la esfera productiva a la esfera meramente especulativa.

Por otra parte, ante una situación económica cambiante con altas tasas de inflación, que como ya se señalaba en el apartado anterior, modifican la conducta de los inversionistas orientándolos hacia la inversión en instrumentos

de alta liquidez, en este sentido la respuesta del Gobierno, fue tanto la mayor emisión de cetes como la disminución de los plazos.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El financiamiento del déficit público puede tener diversas repercusiones en la economía dependiendo de la fuente que se utilice para cubrirlo, el efecto podrá ser inflacionario, si la fuente de financiamiento fue la emisión de dinero o si se monetizan los préstamos externos, o bien el desplazamiento (crowding out) de la inversión privada, si se recurre a la emisión de bonos gubernamentales.

1) Hasta el año de 1982 las fuentes de financiamiento del déficit en nuestro país, habían provenido fundamentalmente de la emisión primaria de dinero y de los flujos crediticios del exterior, sin embargo la crisis financiera de 1982, obligó al Gobierno a modificar las fuentes de su financiamiento.

2) A partir de 1982 y hasta el año de 1990 el financiamiento del déficit se centra fundamentalmente en la obtención de recursos internos, dichos recursos provinieron de las siguientes fuentes:

a) Emisión de bonos de corto plazo cupón cero, como los Certificados de la Tesorería de la Federación y de otros instrumentos con cupones múltiples, como los Bonos y los Ajustabonos, que se fueron creando conforme lo determinaron las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal.

b) A través del encaje legal, que durante el período se mantuvo en tasas de hasta el 90%.

c) Mediante el otorgamiento de crédito directo del Banco Central al Gobierno Federal.

3) Como consecuencia de la mayor emisión de bonos gubernamentales y las altas tasas de encaje legal, el financiamiento al sector privado se contrajo considerablemente. Por lo que se refiere a los importes operados en el mercado de dinero, más del 90% corresponde a los valores gubernamentales en tanto que el 10% restante corresponde a instrumentos para financiamiento privado.

4) Por lo que se refiere al crédito otorgado por el sistema bancario al sector público y el otorgado al sector privado, se observó que mientras la tasa de

crecimiento del financiamiento otorgado al sector público fue del 93%, la del sector privado fue del 63%, en promedio de 1982 a 1987, que corresponde con incrementos substanciales en el déficit público. En tanto que después de 1987 hay una recuperación en el crédito otorgado al sector privado.

5) La estructura en los plazos de los instrumentos de deuda pública también se ha modificado conforme las necesidades de liquidez del Gobierno han aumentado o disminuído, de tal manera que han existido emisiones de Cetes desde 7 días.

6) Al analizar las ventajas de los instrumentos privados y gubernamentales de deuda, se observó que los instrumentos gubernamentales, cuentan con un mejor tratamiento fiscal y que ofrecen mejores niveles de liquidez, lo que explica el efecto de desplazamiento de los instrumentos de inversión privada.

7) La combinación de una mayor emisión de bonos gubernamentales, con el incremento en tasas de interés que ello implica, altas tasas de encaje legal y niveles inflacionarios de hasta el 160% anual, explican la caída en la inversión productiva durante la década pasada.

8) Dado este clima de incertidumbre económica el horizonte de inversión se modificó, debido a que los inversionistas prefirieron invertir en instrumentos de corto plazo, que canalizar sus recursos hacia la esfera productiva que implicó un plazo de retorno de la inversión mayor al de la financiera.

9) Sin embargo también es importante señalar que los instrumentos gubernamentales presentan los siguientes problemas:

a) De valuación, debido a que las disposiciones normativas del instrumento no son lo suficientemente claras en cuanto a la forma de determinación de los rendimientos y a las operaciones que con ellos se pueden realizar, lo cual ha originado procesos inadecuados de manejo del instrumento como es el caso de Ajustabonos.

b) Continuidad en los plazos de emisión de cada instrumento, ya que dichos plazos quedan sujetos a la discrecionalidad del emisor, en este caso el Gobierno Federal.

Por los factores señalados anteriormente se puede afirmar que efectivamente la política de endeudamiento público interno durante la década de los ochenta alentó la especulación en el ámbito financiero desviando los recursos de la esfera productiva.

Bibliografía

1. Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C., "Instrumentos financieros del mercado de dinero", México 1992.
2. Aceituno Gerardo y Ruprah, Inder J.S. "Déficit Público e Inflación", Economía Mexicana Núm. 4, Centro de Investigación y Docencia Económicas, México 1982.
3. Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, "Manual fiscal y contable de los instrumentos bursátiles", Edición 1989.
4. Banco de México, Dirección de Investigación Económica, Indicadores Económicos, varios años.
5. Bléjer, Mario I y Adrienne Cheasty, "Medición de los déficit fiscales: cuestiones analíticas y metodológicas. Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos Septiembre-Octubre 1992.
6. Bolsa Mexicana de Valores, Anuarios Bursátiles de 1983-1991.
7. Brailovsky, Vladimiro, Clarke Roland y Warman Natán., La política económica del desperdicio, México en el periodo 1982-1988, Economía de los 80, Facultad de economía, UNAM, México 1989.
8. Buiter, Willem H., "Crowding Out and the effectiveness of fiscal policy", Journal of Public Economics 7(1977) 309-328, North Holland Publishing Company.
9. Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), "Deuda Interna y Estabilidad Financiera", Volúmenes I y II, Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires Argentina 1987.

10. De Olloqui Gonzalez, Fernando. "El mercado a futuro de cetes: un análisis sobre su posible implantación", (Tesis), Instituto Tecnológico Autónomo de México, México 1991.
11. Faya Viesca, Jacinto, Finanzas Públicas, Editorial Porrúa, México 1981.
12. Friedman, Benjamin M. "Crowding out or crowding in? economic consequences of financing government deficits", Brookings papers of economic activity, 593-654, Harvard University, 1978.
13. Fry, Maxwell J., "Manejo del financiamiento del déficit", Monetaria, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Volumen IV, Número 1, Enero-Marzo de 1991.
14. García Alba, Pascual y Serra Puche, Jaime. "Causas y efectos de la crisis económica de México". Jornadas Núm. 104, El Colegio de México, 1984.
15. Gordon, Robert J., "Macroeconomía", Grupo Editorial Iberoamérica, 1983.
16. Heyman, Timothy, "Inversión contra inflación, análisis y administración de inversiones en México", Editorial Milenio, México 1990.
17. Huerta G, Arturo, "Economía mexicana más allá del milagro", Editorial Diana, México D.F., 1991, 245 páginas.
18. Huerta G, Arturo, "Liberalización e inestabilidad económica en México", Editorial Diana, México D.F., 1992.
19. Lasa, Alcides José, "Deuda pública interna y estabilidad en México", 1983-1988, Revista de Comercio Exterior, Vol. 41, Núm. 6, México, Junio de 1991.
20. Macdonald, Ronal y Taylor Mark E., "Exchange Rate Economics: a Survey", Internacional Monetary Fund, Vol. 39 No. 1., Washington March 1992.
21. Modigliani, Franco y Ando, A., "Impacts of fiscal actions on aggregate income".

22. Retchkiman, Benjamín, "Teoría General de la Deuda Pública, Introducción al Estudio de la Economía Pública", Vol. 1 y 2.
23. Rosales Salinas, José Paz y Zerecero Ramírez, Rosalva Silvia, "La deuda pública interna nacional", (Tesis), Instituto Politécnico Nacional, Escuela Superior de Economía, México D.F. 1990.
24. Sargent, Thomas J, "Teoría macroeconómica", vol. 1, Antoni Bosch, Editor, Barcelona España 1982.
25. Secretaría de Hacienda y Crédito Público. "La hacienda pública de México a través de los informes presidenciales", Publicaciones Históricas, México D.F., 1951.
26. Secretaría de Programación y Presupuesto, "Cuenta de la Hacienda Pública Federal" 1980-1990.
27. Solís, Leopoldo, "Los certificados de Tesorería: características operativas y significado para la política monetaria", México D.F., 1981.
28. Stein, Jerome L., "Money and Capacity Growth", Columbia University Press, New York and London, 1971.
29. Universidad Nacional Autónoma de México-Escuela Nacional de Estudios Profesionales Aragón, "Finanzas Públicas, Selección de Lecturas", Cuadernos de Economía, México 1985.