

94
ZET



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**LA DEUDA INTERNA EN MÉXICO 1980-1993 Y SUS
REPERCUSIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO
DEL SECTOR PÚBLICO**

TESIS

que para obtener el Título de
LICENCIADO EN ECONOMÍA

presenta

MARGARITA JULIETA ORTIZ ARÓZQUETA

Director: Mtro. Gustavo Vargas Sánchez



México, D.F., 1995

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

FALLA DE ORIGEN



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Agradecimientos

**A la Universidad Nacional Autónoma de México
especialmente a la Facultad de Economía por
haberme dado la oportunidad de prepararme
profesionalmente**

A mis maestros por sus valiosas enseñanzas

**A Jaime por su amor, paciencia y apoyo,
pues sin ellos
no podría haber logrado esta meta**

**LA DEUDA INTERNA EN MÉXICO 1980-1993 Y SUS
REPERCUSIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO DEL
SECTOR PÚBLICO**

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	1
I. MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL	3
I.1 Financiamiento gubernamental según las diferentes escuelas del pensamiento económico	3
1.2 Financiamiento del Sector Público	8
1.2.1 Ingresos tradicionales	10
1.2.1.1 Cuotas y derechos	10
1.2.1.2 Impuestos	10
1.2.2 Deuda pública	10
1.2.3 Emisión de bonos	11
1.2.4 Emisión de dinero	13
1.3 El déficit	14
1.3.1 Instrumentos de financiamiento del déficit	16
1.3.1.1 Financiamiento interno	16
1.3.1.1.1 Crédito directo del Banco Central	16
1.3.1.1.2 Financiamiento con bonos	17
1.3.1.1.3 Encaje legal	18
1.3.1.2 Financiamiento externo	20
1.3.1.2.1 Deuda externa	20
II. ORIGEN Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL ENDEUDAMIENTO INTERNO	22
II.1 Antecedentes	22
II.2 El período 1953-1970	26
II.3 El período 1971-1982	29
II.4 El período 1983-1993	31

II.4.1 Causas particulares que propiciaron el crecimiento acelerado del endeudamiento interno	33
II.4.2 Estructura de la deuda interna a corto largo plazos	44
III. LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA Y EL MERCADO DE DINERO	48
III.1 Evolución histórica de los instrumentos de deuda pública	48
III.2 Los instrumentos de deuda pública y su participación en el mercado de dinero	56
III.3 Características de los instrumentos de deuda pública que conforman el mercado de dinero en México	59
III.4 Ventajas y desventajas de los instrumentos que conforman el mercado de dinero	73
III.4.1 Liquidez	77
III.4.2 Rendimiento	78
III.4.3 Riesgo	80
III.4.4 Régimen fiscal	82
IV. LA DEUDA INTERNA Y SUS REPERCUSIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO	83
IV.1 Tasas de interés, deuda interna e inflación	83
IV.2 Repercusiones del financiamiento a través de la emisión primaria	87
IV.3 Las repercusiones del financiamiento por medio de operaciones del mercado abierto	93
IV.3.1 Financiamiento por medio de los mercados de dinero y capitales	98

CONCLUSIONES	100
APÉNDICE	103
A) LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS DEL SEXENIO 1988-1994	103
B) LOS FOCOS DE ALARMA DE 1994	107
C) CONSEJO MONETARIO	109
D) ALGUNAS PROPUESTAS PARA UN NUEVO MODELO DE DESARROLLO	111
BIBLIOGRAFIA	112

INTRODUCCIÓN

Una de las consecuencias de la crisis de la deuda externa de 1982, fue la imposibilidad de seguir financiando el déficit del sector público con préstamos externos. En ese año era impracticable por razones sociales y políticas establecer medidas fiscales que corrigieran drásticamente el desequilibrio de las cuentas públicas. Por ello, el gobierno no tuvo otra opción que financiar con recursos internos una mayor proporción de los déficits públicos, al tiempo que aplicaba una política para reducirlos de manera gradual.

La crisis también provocó una fuerte inestabilidad financiera y cambiaria, que acarreó sucesivos aumentos del tipo de cambio, fuga de capitales y crecimiento de los precios a tasas sin precedente en la historia moderna de México. Ante la inestabilidad y la desconfianza generalizada en la moneda nacional, el gobierno tampoco pudo monetizar los déficits, pues ello hubiera originado hiperinflación. En consecuencia, con el fin de estabilizar la economía adoptó una política monetaria restrictiva que mantuvo elevada la tasa de interés nominal. Esto y el monto considerable de la deuda pública interna impidieron la corrección nominal del desequilibrio fiscal, pues el crecimiento de la carga financiera obligaba a nuevos endeudamientos.

Por lo anterior, el endeudamiento interno de 1983 a 1986 llegó en promedio anual al 78% del saldo negativo del sector público. En 1983 se inicia el crecimiento y expansión del endeudamiento interno y es cuando pasa de ser un fenómeno secundario a convertirse en un mecanismo crucial en el financiamiento del déficit público. De esta manera los depósitos bancarios sirvieron más para financiar dicho déficit, que como crédito disponible para el sector privado.

En este sentido, es que el déficit fiscal y el cómo se financia, se ha convertido en uno de los aspectos que más preocupa a los estudiosos de la economía.

En este contexto, es que el presente trabajo pretende señalar cómo las distintas fuentes de financiamiento interno como son: la emisión primaria de dinero, el encaje legal y las operaciones de mercado abierto, repercutieron en la economía del país, sobre todo en la década de los ochentas y el inicio de los noventas.

En el primer capítulo se abordará la concepción de las diferentes escuelas del pensamiento económico respecto del financiamiento gubernamental, desde los Clásicos, hasta la corriente monetarista. A su vez se revisará, qué es el financiamiento y las diferentes fuentes de financiamiento gubernamental. También se verá qué es el déficit y las definiciones alternativas que de él existen.

El capítulo dos, se refiere al origen y evolución histórica del endeudamiento interno. Se inicia con una breve referencia al siglo XIX y hasta 1952, posteriormente se destacan tres periodos: 1953-1970, 1971-1982 y se hace especial énfasis de 1983 a 1993. Asimismo se destacan las causas que propiciaron el crecimiento del endeudamiento interno, y se analiza como está conformada su estructura, tanto a corto como a largo plazos.

El análisis de los instrumentos de deuda pública con el mercado de dinero se realiza en el capítulo tres, se verá la evolución histórica de éste tipo de instrumentos, desde los bonos emitidos en la época postrevolucionaria, hasta los bonos ajustables de la Tesorería de la Federación. Se destacan las características de los instrumentos que conforman el mercado de dinero, se señalan las ventajas y desventajas de cada uno de ellos, y la participación de los de deuda pública en el mismo mercado.

Para concluir, en el capítulo cuatro se señalan las repercusiones del financiamiento interno del déficit, en relación con la inflación y a la menor disponibilidad para obtener recursos dirigidos a la inversión privada.

I. MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL

En virtud de que este estudio trata de la emisión de bonos ó deuda del sector público, como una de las principales fuentes de financiamiento del déficit de este sector, es importante 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 mejor alternativa para financiarlo.

I.1 FINANCIAMIENTO GUBERNAMENTAL SEGÚN LAS DIFERENTES ESCUELAS DEL PENSAMIENTO ECONÓMICO

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 concreta al logro de la "...paz en el interior y en el exterior, justicia, educación y puertos...fuera de eso, la mano invisible es más eficaz".¹En otras palabras, el papel del Gobierno debería ser lo más austero posible, limitándose a brindar los satisfactores arriba señalados, 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.

¹J. Faya Viesca. Finanzas Públicas. Ed. Porrúa, México, 1981

Asimismo, 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.²

Para John Maynard Keynes y sus seguidores, al contrario de los Clásicos, favorecía la contratación de deuda sobre todo interna, ya que la consideraba 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.³

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.

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

² J. Faya Viesca. Op. Cit.

³ Ibid.

optar por adquirir bonos gubernamentales en lugar de instrumentos de deuda de las empresas privadas.⁴

El público inversionista dejará de adquirir bonos de las empresas para 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 desplazamiento⁵ de la actividad privada por la actividad económica del sector público.

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

En el ámbito financiero el efecto 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 existen diferentes puntos de vista, algunos teóricos opinan que este tipo de financiamiento es inflacionario, mientras que otros señalan que no tiene repercusiones inflacionarias.

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

⁴ J. Faya Viesca. Op. Cit.

⁵ Willem H. Buiter. "Crowding Out and the effectiveness of fiscal policy". Journal of Public Economics. North-Holland Publishing Co.

por el gobierno, es decir, 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.

En relación al efecto de desplazamiento o "crowding out" en el sistema financiero se presentaría en dos sentidos: ⁶

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 modifican la composición de su portafolio substituyendo en el mismo la tenencia de valores privados por valores públicos. Esto tiene un efecto importante en términos de la distribución de este ahorro, debido a que por esta vía 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 de estos últimos que incidirían en las decisiones de inversión de los ahorradores: ⁷

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

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

c) el tratamiento fiscal de cada instrumento.

⁶ Willem H. Buiters, Op. Cit.

⁷ Ibid.

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

Por otro lado, Dornbrush (p. 657-658) , dice que hay una diferencia entre financiar un déficit presupuestario a corto plazo con deuda a financiarlo con dinero. La financiación con dinero tiende a reducir el tipo de interés en comparación con la financiación a través de deuda. Esto es porque el financiamiento con dinero aumenta la cantidad nominal de dinero, mientras que el financiamiento con deuda no lo hace.

Asimismo, el nivel de precios sube más si se financia con dinero, que si se financia con deuda, por dos razones: la primera es que la financiación con dinero aumenta la cantidad de éste en circulación y la financiación con deuda no. La segunda se refiere al efecto riqueza sobre el consumo (aunque hay discusión sobre si los bonos son riqueza, no hay ninguna respecto a que el dinero sí lo es), el cual será mayor en el caso del financiamiento con dinero que con el de deuda. Esto significa que la demanda agregada será mayor, a cada nivel de precios, cuando el déficit se financie con dinero que cuando se finacie con deuda.

En síntesis, la financiación con deuda, si se parte de un presupuesto equilibrado y si no se compensa con una elevación de los impuestos o con reducciones de otros pagos de transferencias, conduce a un déficit permanente del presupuesto porque hay que pagar intereses de la deuda. La financiación con deuda eleva los tipos de interés y reduce la inversión a corto plazo, en comparación con lo efectos del financiamiento con dinero que hace bajar la tasa de interés, pero tiene un efecto directo en el incremento de precios.

I.2 FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO

El financiamiento es la obtención de los recursos o fondos necesarios para la realización de un gasto, es decir, toda unidad económica que piensa efectuar un gasto de cualquier tipo -sea de consumo o de inversión- necesita previamente determinar cuales van a ser los medios y los causes a través de los cuales se van a allegar los fondos precisos para que tal gasto pueda llevarse a cabo, en otras palabras, debe saber como va a resolver el problema de la financiación del gasto.

En términos generales el gobierno tiene una doble vía para financiar sus gastos, ya sea mediante recursos propios o a través de recursos ajenos. En el primer caso, tiene dos opciones, la primera es que el financiamiento de un periodo se realice con los ingresos del mismo y la segunda es a través del endeudamiento.

Para entender mejor la estructura del presupuesto financiero del sector público gubernamental, algunos autores lo presentan a partir de un sistema de cuentas "T".⁸

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, para equilibrar la cuenta del gobierno	Deuda externa directa del Sector Público

⁸Guillermo Le Font V., y Joaquin Vila Ruiz-Tagle, "El problema del endeudamiento interno: aspectos analíticos", en Deuda interna y estabilidad financiera, Vol. 1, p. 19

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 endeudamiento ya sea de origen interno o externo.

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.

GOBIERNO	
INGRESOS	GASTOS
Ingresos tradicionales provenientes de impuestos	Consumo del gobierno
Cuotas y derechos	Subsidios
Préstamos internos y externos	Transferencias
Emisión de títulos de deuda	Intereses de la deuda pública

I.2.1 INGRESOS TRADICIONALES

I.2.1.1 CUOTAS Y DERECHOS

Son cobrados por el Gobierno a cambio de alguno de los servicios que presta cualquiera de los organismos que administra, y podrá 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.

I.2.1.2 IMPUESTOS

Es aquella contribución con carácter obligatorio que establece el Gobierno, tanto a las personas como a las empresas, para cubrir sus gastos. El carácter obligatorio del impuesto, significa que los individuos deben pagarlo, independientemente de si quieren o no hacerlo.

Los impuestos pueden ser directos e indirectos. En los 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. Los indirectos, son aquellos que el consumidor paga por la adquisición de algún bien o servicio y los responsables de reportarlos al Estado son los vendedores de esos bienes y servicios.

I.2.2 DEUDA PUBLICA

Es una forma adicional que el gobierno tiene 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.

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 su efecto en la economía.

De acuerdo a Benjamín Retkiman, la deuda pública puede dividirse en las siguientes clasificaciones: ⁹

- a) De acuerdo al origen de los prestamistas:
 - Interna
 - Externa

- b) Por el plazo de amortización:
 - A corto plazo
 - A largo plazo
 - Perpetua

- c) Por la forma de emisión:
 - Titulada
 - No titulada

- d) Por su efecto en la economía:
 - Pasiva
 - Activa
 - Productiva
 - Autoliquidable
 - No liquidable

⁹Benjamín Retckiman. Introducción al estudio de la economía pública. UNAM, México 1977.

La deuda pública interna consiste en los pasivos que el sector público tiene con acreedores nacionales, en la que incurrió para financiar sus actividades, la fuente de dicha deuda es el ahorro financiero interno. Como toda deuda ésta surge de una operación en que se adquieren pasivos financieros con el propósito de sufragar erogaciones -de consumo o inversión- con recursos que se prevé disponer en el futuro. Algunos autores favorecen este tipo de endeudamiento, por que puede implicar una carga menos pesada en términos de tasa de interés y amortizaciones, y porque no se está sujeto a las disposiciones en materia monetaria.

A su vez, la deuda es externa si los tenedores de recursos son de origen extranjero. Algunos autores favorecen el financiamiento vía deuda externa, porque ésta no desvía recursos nacionales que se pueden destinar a usos productivos, en lugar de 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. Asimismo, la magnitud de esta deuda, depende básicamente del déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

Según al plazo de amortización, la deuda se considera de corto plazo si es igual o menor a un año, si la amortización es superior a un año se dice que es de largo plazo y perpetua si no tiene un plazo fijo de amortización.

Por la forma de emisión, la deuda titulada es aquella que contrae el gobierno por medio de la emisión de títulos-valor en serie, con el propósito de financiarse a través de su colocación en el mercado de valores, para que sean adquiridos por los inversionistas. La no titulada es la 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, pero que no se traduce en ingresos para el sector público. La activa se contrae para elevar la productividad y crear las economías de escala necesarias para incrementar la eficiencia del capital.

La deuda que se utiliza para el financiamiento de una empresa o propiedad y que genera los ingresos para liquidarse, es la productiva.

Por último, la deuda autoliquidable se destina para realizar obras que van a generar ingresos que servirán para pagar sus amortizaciones, y la no liquidable se orienta a obras de carácter social que no generan ingresos para amortizar el crédito obtenido.¹⁰

I.2.3 EMISIÓN DE BONOS

Este instrumento es el único que no tiene efectos directos sobre la base monetaria, es decir, es un instrumento que no se monetiza. La emisión neta de deuda es utilizada para financiar el déficit del sector público y tiene dos efectos: por un lado, al emitir bonos se está retirando circulante de la economía lo que se traduce en una disminución de la tasa de inflación y, por otro, para que el sector público pueda colocar sus bonos en la economía es necesario que ofrezca rendimientos reales superiores al incremento de los precios, lo que propiciará un aumento en el pago del servicio de la deuda generando un mayor déficit público y por tanto una presión adicional a los precios.

I.2.4 EMISIÓN DE DINERO

La creación de dinero es otro de los mecanismos de que dispone el Gobierno para financiarse, en caso de que los ingresos provenientes los impuestos sean insuficientes o que no disponga de líneas de crédito interno o externo.

Este tipo de financiamiento puede ser utilizado para la expansión del gasto público y generar crecimiento económico, sin embargo se ha visto que a la larga tiene efectos nocivos en todo el aparato económico, porque al incrementarse el dinero en circulación se presiona al mercado de bienes y servicios, iniciándose así un proceso inflacionario.

El medio circulante es un mecanismo de financiamiento directo que no paga intereses y explica en parte el aumento generalizado de los precios en la medida en que el incremento de la oferta de dinero es mayor que el incremento de la demanda "... Un crecimiento de la demanda agregada de bienes y servicios que es financiada mediante la emisión de dinero, también generará mayores presiones inflacionarias..."¹¹.

¹⁰Benjamín Retchkiman, Op. Cit.

¹¹Jesús M. Yacamán. "Análisis de la inflación en México" en Ize Alain y Vera Gabriel, La inflación en México, El Colegio de México, México 1984, p. 149.

1.3 EL DÉFICIT ¹²

Con frecuencia se define al déficit nominal, como el incremento en el valor de mercado de la deuda pública, pues la diferencia entre ingresos y gastos debe cubrirse con algún tipo de endeudamiento; tal definición corresponde al déficit económico ya que engloba la mayoría de los ingresos y gastos del gobierno, sin embargo, existen otras definiciones que surgen de adicionar o sustraer rubros en el proceso de contabilidad y que conllevan a otra información.

Las principales definiciones de déficit son las siguientes:

Déficit económico = Ingresos totales - Gastos totales

Déficit financiero = Déficit económico + Intermediación financiera

Balance primario = Déficit económico - Pago de intereses totales

Déficit interno = Déficit financiero - Déficit externo

Déficit operacional = Déficit primario + Pago de intereses Reales

a) **Déficit Económico.** Este es el que más se apega a la definición de Keynes, ya que se concentra en la diferencia entre ingresos y gastos. En este sentido el déficit económico nos proporciona una visión clara de la participación del Estado en la economía y que tan expansiva es la política fiscal.

b) **Déficit Financiero.** La diferencia entre el déficit económico y el financiero, es la intermediación financiera, la cuál se refiere a la intensidad con que se canalizan recursos a actividades prioritarias. Este financiamiento se lleva a cabo a tasas preferenciales, lo que representa un subsidio que afecta el nivel del gasto; sin embargo, la intermediación financiera representa un

¹² La información sobre este tema fue obtenida de Gerardo Aceituno e Inder Ruprah, "Déficit público e inflación" en Economía Mexicana, No. 4, CIDE, México 1987.

incremento en los pasivos del sector público, ya que constituye un crédito al sector privado.

c) **Balance Primario.** Este es un indicador más claro del esfuerzo fiscal del sector público, por que sólo contiene los gastos sin incluir los intereses y con ello es posible aislar el impacto de la deuda sobre las finanzas públicas.

d) **Déficit Interno.** Este se obtiene de restarle el déficit externo al déficit financiero. La importancia del déficit interno radica en el hecho de que las transacciones realizadas por el sector público en el exterior, no afectan la demanda agregada interna, en este sentido dicho déficit debe medir el exceso de la demanda agregada.

e) **Déficit Operacional** (o déficit ajustado por la inflación). Es el que mide la diferencia entre los ingresos y egresos totales. A los egresos totales se les deduce el monto de la deuda que pierde valor por concepto de la inflación.

El déficit externo, se define como la suma del pago de interés externo, más las importaciones, menos las exportaciones del sector público.¹³

Cuando existe estabilidad en la economía, el déficit financiero es un indicador muy adecuado para medir el impacto del sector público en la demanda agregada, sin embargo, en períodos de alta inflación y/o recesión sobrestima la participación del sector público en la economía.

¹³ Gerardo Aceituno e Inder Ruprah, Op. Cit.

1.3.1 INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT

De acuerdo a su origen, los canales de financiamiento se clasifican en internos y externos. Primero examinaremos el financiamiento interno y posteriormente el externo.

1.3.1.1 FINANCIAMIENTO INTERNO

El sector público cuenta con tres fuentes internas para financiar su déficit presupuestario, estos son: el crédito directo del banco central, el encaje legal y la emisión de bonos gubernamentales.

1.3.1.1.1 CRÉDITO DIRECTO DEL BANCO CENTRAL

Los gastos del Gobierno Federal se financian mediante impuestos y préstamos, estos últimos se hacen necesarios cuando el presupuesto está en déficit, los préstamos pueden proceder del banco central o del sector privado.

Hay tres formas por medio de las cuales el gobierno puede acceder al financiamiento a través del banco central y son:

1. Que el banco central compre bonos gubernamentales, esto produce una inmediata expansión monetaria.
2. Que el gobierno venda bonos al público y que éstos a su vez los compre el banco central en el mercado secundario. Con ello se obtiene el mismo resultado, pero el mecanismo no es tan directo como el anterior.
3. Que el banco central gire crédito a tasas preferenciales, con esto se da una emisión de circulante.

Si el déficit público es financiado con la creación de dinero, esto hará que aumente permanentemente el nivel de precios, es más si el déficit no continúa financiándose de esta forma, el aumento del circulante hace que se incremente la demanda agregada y con ello la producción a corto plazo con el consecuente aumento de precios.

Un déficit financiado permanentemente con emisión de circulante, tiene como consecuencia una elevación en la tasa de inflación. A largo plazo las expectativas se ajustan a la inflación, que será igual a la tasa de crecimiento del dinero y la tasa de inflación dependerá del tamaño del déficit.

En una economía abierta la expansión del circulante ocasionado por una monetización del déficit, trae como resultado fuertes impactos en la balanza de pagos. El exceso de liquidez tenderá a aumentar la demanda de servicios, de bienes, de activos financieros y de servicios externos, todo ello generará presiones, tanto en los precios, como en la balanza de pagos.

1.3.1.1.2 FINANCIAMIENTO CON BONOS

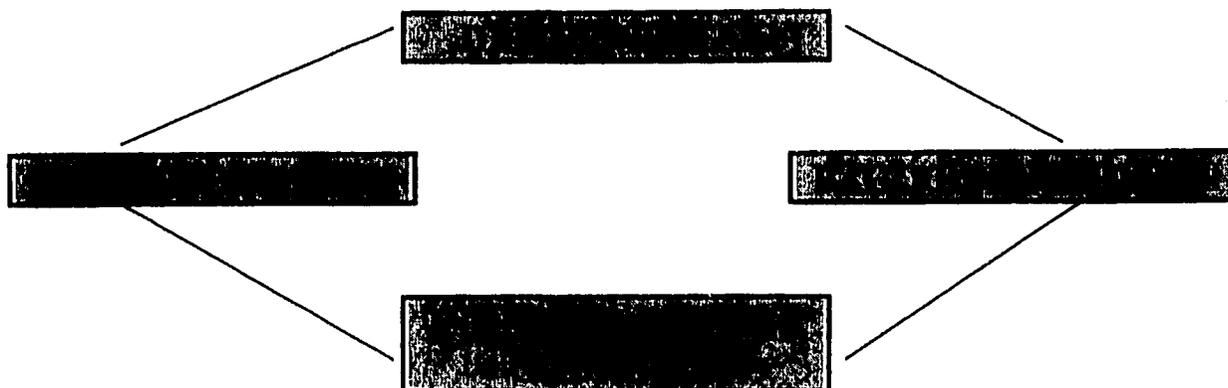
Este financiamiento se da cuando el gobierno vende bonos de la Tesorería al público o al sector privado. Este instrumento es el único que no tiene efectos directos sobre la base monetaria, es decir, es un instrumento que no se monetiza.

El gobierno al vender al público estos bonos, obtiene recursos que son depositados en la cuenta de la Tesorería, con ellos se allega de recursos financieros que puede erogar igual que si fueran ingresos tributarios.

Lo que hacen los préstamos del público, es llevar a cabo una transacción del dinero en circulación existente al gobierno. Esta extracción de la corriente de ahorro, es menos estimulante que la monetización, por que el gobierno gasta el dinero más rápidamente que el público, pero se mantiene constante la base monetaria.

Para que el financiamiento con bonos no incentive la creación de circulante, se requiere elevar la tasa de interés y estrechar el mercado monetario. Dicho aumento en la tasa de interés contrae la inversión, contrarrestando los efectos expansivos del déficit, debido a que la inversión esta inversamente relacionada a la tasa de interés.

Este tipo de financiamiento le permite al Gobierno contar con recursos adicionales, pero también le exige crecientes erogaciones por el pago de intereses, que a su vez incrementan el déficit fiscal.



1.3.1.1.3 ENCAJE LEGAL

Podemos definir a los requerimientos legales de reserva, como la cantidad mínima de fondos que cada institución financiera está obligada por ley a mantener como depósito en el banco central, sin tener derecho a percibir, como el resultado de la observancia de dicha medida, ningún beneficio de carácter monetario.

En particular, la tasa de encaje legal efectiva fue, hasta septiembre de 1991, el instrumento de política monetaria más utilizada como regulador de la liquidez y el crédito en el sistema financiero mexicano.

El uso de las reservas obligatorias como forma de financiamiento público fue visto con buenos ojos, pues bajo ciertas condiciones, sustituyó al financiamiento inflacionario. Sin embargo tuvo fuertes efectos de desplazamiento sobre la inversión privada.

El papel del encaje legal, según Ize (1984), en México fue el de una medida de estabilización económica en el corto plazo a través de la influencia que sobre la emisión secundaria tiene el multiplicador monetario. Este instrumento tuvo dos importantes funciones, por un lado el control de la política monetaria mediante el equivalente de operaciones abiertas de mercado y por el otro el de esterilización. También tuvo una segunda función, al ser la principal fuente de recursos para el gobierno.

Teóricamente el encaje legal es un instrumento de control macroeconómico de corto plazo, pues retira circulante de la economía, sin embargo en México ante la necesidad de obtener financiamiento para el sector público se recurrió a este medio para allegarse de recursos, por lo que, parte de este dinero permaneció como reserva en el Banco de México y el resto se revirtió a la actividad económica.

1.3.1.2 FINANCIAMIENTO EXTERNO

1.3.1.2.1 DEUDA EXTERNA

El impacto del financiamiento externo del déficit público sobre el nivel de precios y la balanza de pagos, dependerá de la influencia que este financiamiento tenga sobre el incremento de la liquidez en la economía, es decir, si los préstamos externos son totalmente monetizados, el efecto será similar al que provoca el financiamiento directo por parte del banco central. Como el financiamiento externo permite mayores importaciones, esto hace que aumente la oferta de bienes, lo que permitirá el financiamiento externo sea menos inflacionario que el del banco central.

A este respecto cabe señalar, que el financiamiento externo no siempre mantiene el nivel de las reservas internacionales, ya que el aumento en el servicio de la deuda y la presencia de expectativas devaluatorias generadas de la política económica, pueden inducir la salida de capitales que contrarreste el flujo de divisas que representa la contratación de deuda externa.

La estabilidad dinámica de este instrumento es un problema que ha ido adquiriendo importancia, pues se cuestiona la capacidad del sistema para pagar los recursos obtenidos del exterior. Tradicionalmente se ha pensado que la composición del gasto del gobierno, entre gastos de consumo e inversión, va a determinar la capacidad de la economía para generar los suficientes fondos para pagar la deuda contraída.

Si el gasto público ejecutado mediante la obtención de crédito externo es invertido en proyectos productivos, la actividad económica del país se incrementa, una vez que han madurado las inversiones creando recursos para pagar su financiamiento. Si por el contrario, el exceso de gasto es financiado con endeudamiento externo y se canaliza en forma de gasto público de consumo, el sistema será incapaz de generar divisas que ayuden a pagar este tipo de financiamiento, en éste caso la deuda pública externa podrá ser pagada, sólo si se aplican medidas reductivas y/o reorientadoras del gasto.

En realidad, sucede que no se utiliza exclusivamente un mecanismo de financiamiento, y el faltante de las arcas del gobierno es cubierto con diversas combinaciones de los anteriores mecanismos. Las diferentes combinaciones estarán en función de las políticas económicas que ha de seguir el gobierno, de acuerdo a la posición ideológica del grupo que se encuentre en el poder.

II. ORIGEN Y EVOLUCIÓN HISTÓRICA DEL ENDEUDAMIENTO INTERNO.

II.1 ANTECEDENTES

Comúnmente se acepta que el origen de la deuda pública interna proviene de un desequilibrio presupuestario, esto es, que los ingresos ordinarios del gobierno, ya sean tributarios o no, son insuficientes para solventar los gastos y entonces recurre a financiarse a través de fuentes alternas.

En México hasta el siglo XIX los recursos necesarios para el financiamiento del sector público provenían fundamentalmente de las rentas que generaban las propiedades del gobierno, pero con el tiempo adquirieron mayor importancia los recursos provenientes del tributo y de la introducción de nuevas formas de endeudamiento.

La situación de la hacienda pública en México durante los dos tercios del siglo XIX fue caótica, sobre todo a partir de la independencia, debido a la inestabilidad social y económica en todo el país. Esto hacía imposible la implantación de un esquema de ingresos públicos homogéneo.¹³

Asimismo, los ingresos de que disponía el sector público, básicamente estaban encaminados a la adquisición de armamento para garantizar la posición en el poder del gobierno en turno.

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, decía:

¹³ SHCP, La Hacienda Pública de México a través de los Informes Presidenciales, Publicaciones Históricas, México, D.F., 1951.

"...en medio de tantas dificultades y escaseces ... se ha recurrido 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 arbitrios onerosos del anterior gobierno, como son los préstamos forzosos y el atraso del papel moneda que existía y tantas pérdidas que ocasionó al público..."¹⁴

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 eran 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 el país el General Antonio López de Santa Anna, quién 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.

Como consecuencia de la guerra con Estados Unidos, en 1846, nuevamente se suspende el pago de la deuda externa.

El gobierno del presidente Juárez intentó establecer un esquema de ingresos que dependiera más del financiamiento interno que del externo, sin embargo, la intervención francesa, las hostilidades con Inglaterra y España, y en general la incertidumbre interna, no le permitieron consolidar la nueva estructura financiera.

¹⁴SHCP, Op.Cit.

Durante el período del General Porfirio Díaz, se recurrió tanto al crédito interno como al externo, ya que para la construcción de los ferrocarriles y la electrificación del país, era necesaria una gran cantidad de recursos, por lo que para 1895 se contrató con bancos extranjeros norteamericanos, alemanes e ingleses, y con el Banco Nacional de México, un crédito por 22 millones 700 mil libras esterlinas. Para 1904 se contrató otro préstamo por 40 millones de dólares, y en 1907 y 1908 se emitieron bonos de deuda interna.

El comportamiento de las finanzas públicas durante el movimiento revolucionario de 1910 fue caótico, "...debido a los requerimientos de recursos por parte del gobierno para sostener su solvencia y más tarde para financiar la lucha armada, el gobierno mismo y diversas facciones revolucionarias iniciaron la impresión de billetes que impulsó el proceso inflacionario y la devaluación de la moneda..."¹⁵. Como reflejo de esto, a principios de 1913 la deuda pública ya se estimaba en 427 millones de pesos.¹⁶

El anterior fenómeno duró alrededor de tres años, y para fines de 1916 la moneda se estabiliza de nuevo regresando al patrón oro. Gracias a ello el país contó con bases firmes para el proceso de reconstrucción y recuperación económica posrevolucionaria.¹⁷

Venustiano Carranza, en su informe de gobierno de 1917, señalaba que el déficit gubernamental ascendía a 60 millones de pesos anuales e indicaba que durante mucho tiempo dicho déficit "...no pudo conocerse ni mucho menos preverse..."¹⁸.

A causa de la inestabilidad interna y a la insuficiencia de recursos, 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.

¹⁵ Enrique Cárdenas y Carlos Manns. "Inflación y estabilización monetaria en México durante la Revolución" en *El trimestre económico*, Vol.LVI, No. 221, ene-mar 1989. p. 57

¹⁶ SHCP. Op.Cit.

¹⁷ La estabilización monetaria de 1916 consistió en una reversión de la Ley Gresham que se dio por que los billetes dejaron de funcionar como dinero y la moneda regresó al patrón oro. Enrique Cárdenas. Op. Cit.

¹⁸ SHCP. Op. Cit.

Ya en la época post-revolucionaria se dieron las condiciones para el establecimiento de un sistema financiero acorde a las necesidades de desarrollo del país. El punto de partida fue la creación del Banco de México, S.A., en el año de 1925.

Posteriormente y después de la gran depresión, la economía experimentó una fuerte monetización ya que la oferta real de dinero aumentó anualmente en promedio 8.7%, mientras que el PIB real lo hizo sólo 4% entre 1932 y 1940.¹⁹

De acuerdo a Enrique Cárdenas de 1935 y hasta 1952, el financiamiento del déficit provino básicamente de la emisión primaria de dinero por parte del Banco de México por lo siguiente: entre 1939 y 1945 el déficit de las finanzas públicas sumó 784 millones de pesos, el cual fue financiado con recursos del Banco de México, que incrementaron la oferta monetaria y presionaron los precios hacia arriba. Esta política monetaria expansionista duro hasta principios de los años cincuentas e impidió la desaceleración de la economía entre 1946 y 1947. Sin embargo, tuvo que enfrentar la devaluación del peso, que en julio 1948 pasa de 4.50 a 5.75 y de ahí se fija a 8.65 en junio de 1949, todo ello como resultado de la mayor oferta de dinero en moneda nacional en relación con la disponibilidad de divisas en el Banco de México.²⁰

En síntesis, el Banco de México, desde su creación, ha jugado un papel importante en la ejecución de la política financiera del país, ya que además de proveer de gran cantidad de recursos al sector público por medio de créditos directos, funge junto con Nacional Financiera (creada en el año de 1934), como los colocadores más importantes de las ofertas públicas primarias de los títulos de deuda del Gobierno.

Posteriormente se crearon el Banco de Crédito Agrícola, orientado al financiamiento del desarrollo agrícola; y el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, orientado a financiar obras públicas como son caminos, puentes y otras de beneficio social.

¹⁹Enrique Cárdenas. La hacienda pública y la política económica 1929-1958, FCE, México, 1994. p. 83

²⁰Ibid. pp. 113 a 123.

II.2 EL PERIODO 1953-1970

En este período conocido como "desarrollo estabilizador", se dieron los primeros antecedentes del manejo de la política de endeudamiento interno, como un instrumento clave dentro de las políticas monetaria y fiscal, en un intento por superar los desequilibrios más evidentes de los años cincuenta: déficit en el presupuesto público y en la cuenta corriente, que se traducían en presiones sobre el tipo de cambio y que conducían a los ciclos recurrentes de inflación devaluación. En este contexto, uno de los rasgos más relevantes de la política fiscal, lo constituyó la posibilidad de un manejo flexible de la política de endeudamiento, tanto interno como externo, dados los bajos niveles de deuda pública con los que se partía. El gobierno recurrió al financiamiento interno parcial del déficit público, por medio de transferencias de ahorros bancarios del sector privado en un intento por financiar su déficit fiscal sin propiciar presiones desestabilizadoras en los precios y el tipo de cambio. ²¹

La política de transferencias financieras hacia el sector público, requirió de la aplicación de mecanismos que canalizaran de forma efectiva dichos recursos y que, al mismo tiempo, no desestimularan el crecimiento del ahorro interno.

La aplicación de dichos mecanismos por parte de la autoridad monetaria tuvo un proceso de perfeccionamiento gradual, cuyo punto de partida fue, como ya mencionamos, la creación del Banco de México.

En los años sesenta el instituto central disponía de instrumentos más efectivos para financiar el déficit público, sin que tales financiamientos se convirtieran en la causa de la expansión del circulante. El requisito de reserva obligatoria o encaje legal impuesto a las diferentes instituciones bancarias, se constituyó en el instrumento fundamental de financiamiento.

²¹ Antonio Ortiz Mena. "Desarrollo estabilizador. Una Década de estrategia económica en México" en El Trimestre Económico, Vol.37, No.146, abril-junio de 1970.

En dicha década, la actividad económica y los avances en la intermediación financiera aumentaron la captación bancaria en el país, lo cual favoreció la política de utilización del financiamiento bancario por parte del público. La obligatoriedad de las operaciones de encaje legal facilitó que el crédito bancario al

gobierno se acrecentara. Esta política de utilización del crédito bancario, su control y canalización a través de la inversión pública hacia las áreas prioritarias, representó un componente fundamental de la estrategia del desarrollo estabilizador.

En nuestro país, la aplicación de los controles para dirigir los recursos bancarios las ha realizado el Banco de México a través de los mecanismos del encaje legal y del control selectivo del crédito. Las características que asumieron estas operaciones, determinaron que el crecimiento del financiamiento bancario al sector público se tradujera en un crecimiento de su deuda interna.

DEUDA PÚBLICA INTERNA % DEL PIB A PRECIOS CORRIENTES

1950	1958	1957
4.8	4.0	11.9

Fuente: Elaborado en base a datos de Ortiz Mena, Op. Cit.

Durante la década de los sesentas y setentas, una parte sustancial de la deuda interna fue absorbida por el sistema bancario a través de mecanismos extramercado, debido a la obligatoriedad estipulada por las autoridades monetarias mediante los requisitos arriba mencionados, los cuales permitieron canalizar recursos bancarios hacia el financiamiento del gasto público.²²

²² José A. Hernández P. La deuda interna del Gobierno Federal y sus implicaciones económicas. Tesis de Licenciatura, Esc. Nal. de Economía, UNAM, México 1970.

DÉFICIT PÚBLICO 1965-1982
(Miles de millones de pesos)

AÑO	DÉFICIT PÚBLICO
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, P. y Serra P. Jaime. Causas y efectos de la crisis económica en México. y efectos El Colegio de México, Jornadas 104, México 1984

Por otro lado, los recursos bancarios también se canalizaron por medio del crédito dirigido hacia las actividades prioritarias, lo cual representó un mecanismo estatal para la asignación de "crédito subsidiado", ya que se obligaba a los bancos a constituir cajones de crédito para financiar determinadas actividades a tasas de interés preferenciales a través de la banca de desarrollo, así como de organismos públicos (fideicomisos). Así, la política de orientación selectiva del crédito realizada por medio del banco central y la banca de desarrollo, funcionó como un instrumento de política monetaria para regular el crédito y la expansión monetaria en nuestro país. ²³

²³ Gustavo Petricoli I. "Políticas e instrumentos de orientación selectiva del crédito en México" en Fernández Hurtado E. Cincuenta años de banca central en México, Lectura No.17. FCE, México, 1976.

II.3 EL PERÍODO 1971 - 1982

Al iniciarse la década de los setentas, la desaparición de las características estabilizadoras que habían acompañado al crecimiento económico durante la década precedente, aunado a la permanencia y potenciación de los desequilibrios externo y fiscal, y a la pérdida de dinamismo en el crecimiento económico, dejaron ver la necesidad de aplicar cambios sustantivos en el manejo de las políticas fiscal y monetaria que se habían venido implementando en México.

Durante los primeros años de la década, el gobierno se enfrentó ante la disyuntiva de, por un lado, reaccelerar las tasas de crecimiento del producto a través de la expansión del gasto público, a riesgo de generar presiones inflacionarias y elevar la deuda y el desequilibrio fiscal; o por el otro, efectuar los ajustes fiscales y comerciales para corregir los desequilibrios existentes, a costa de inducir a una recesión mayor. Sin embargo, aunque en el diagnóstico oficial se contemplaba la urgente necesidad de efectuar una reforma fiscal progresiva que fortaleciera a las finanzas públicas, los objetivos que orientaban la intervención estatal hacia el impulso de la acumulación industrial prevalecieron y dicha reforma quedó postergada.

La dinámica expansionista prevaleció hasta principios de los ochenta, interrumpida por el programa de ajuste aplicado en 1977 a raíz de los problemas financieros y cambiarios ocurridos en 1976, pero reaccelerada a partir de 1978, sobre todo gracias a que el gobierno se pudo apoyar de manera creciente en el expediente de endeudamiento externo y en el petróleo.

La activa contratación de crédito externo estuvo acompañada por la pérdida de la disciplina monetaria característica de los años sesenta y, paulatinamente, la política expansionista del gobierno paso a sostenerse cada vez más en los recursos captados por la deuda externa y por el mayor uso de la base monetaria.

Mediante una política de gran dinamismo del gasto público, el Estado pudo garantizar una alta rentabilidad industrial y elevados índices de crecimiento del producto, ya que el gasto privado de inversión reaccionó con gran rapidez al estímulo de la expansión del gasto gubernamental. Sin embargo, durante esta fase de auge no se solucionaron ni contrarrestaron las tendencias estructurales al déficit externo y fiscal asumidas a lo largo del proceso industrializador desde los años cincuenta, sino que por el contrario, se agudizaron a tal grado que provocaron el desplome de la actividad económica y la irrupción de la crisis en 1982.²⁴

²⁴Arturo Huerta G. Economía mexicana más allá del milagro. Ediciones de Cultura Popular, IIE, UNAM, México 1987.

II.4 EL PERÍODO 1983-1993

Hasta mediados de la década de los setenta, las colocaciones de valores gubernamentales en el mercado, no habían sido significativas por su monto, ni habían podido ser empleadas por las autoridades monetarias como un instrumento regulador del impacto monetario del déficit público. Sin embargo, a finales de 1977 se dieron los primeros pasos para establecer una nueva estrategia de política monetaria con la adopción de instrumentos para el financiamiento interno del gobierno en los mercados bursátiles.

Con la emisión de valores gubernamentales se perseguían, tanto objetivos fiscales como monetarios, entre éstos últimos, los de coadyuvar a la regulación de las fluctuaciones de la base monetaria e incidir por este medio en el control de la inflación. A lo largo de la década de los ochenta, este hecho pasó a tener una importancia cada vez mayor, debido a la agudización de las tendencias inflacionario-recesivas y de la inestabilidad en los mercados financieros y cambiarios, cuya corrección se constituyó en uno de los objetivos centrales inscritos dentro del programa de ajuste económico implementado por el gobierno mexicano desde 1982.

A grandes rasgos, en dicho programa de ajuste se propuso una disminución-reestructuración del gasto público y una revisión de la política fiscal que elevara los ingresos del gobierno y redujera su déficit, todo ello para, en el corto plazo, reducir la inflación y el déficit de las finanzas públicas.

En efecto, el importante papel que recientemente se le ha atribuido al endeudamiento interno con valores gubernamentales, puede ser mejor entendido si se le analiza bajo el contexto de éste programa de ajuste, que intentaba corregir los desequilibrios macroeconómicos y configurar condiciones de crecimiento y estabilidad.

Posteriormente a la aplicación del ajuste inicial, se ha continuado con una política congruente cuya meta es consolidar la recuperación económica con estabilidad de precios. En consecuencia, la estabilización apoyada en el saneamiento de las finanzas públicas sigue ocupando la atención central dentro de esta estrategia, la cual se haya contenida en el Plan Nacional de

Desarrollo 1989-1994. En este se señala que en el ámbito de las políticas monetaria y fiscal se seguirá actuando sobre las siguientes líneas generales:

"- una política de ingresos públicos que permita el financiamiento equilibrado de las actividades del sector público;

- una política de gasto público que determine el nivel de las erogaciones de acuerdo con la disponibilidad de financiamiento no inflacionario;

- una política monetaria, financiera y crediticia que propicie un crecimiento de los agregados monetarios compatible con el mantenimiento de la estabilidad de precios, fortalezca el ahorro interno y promueva una intermediación financiera eficiente; (...)²⁵

Un aspecto relevante que se señala dentro de la política monetaria es el del mayor peso que deberá tener el financiamiento al sector público a través de las colocaciones de valores gubernamentales en el mercado. Estas medidas tienen una gran trascendencia en materia financiera y crediticia, ya que el Gobierno Federal ha dado un giro radical en su política de financiarse a través del sistema bancario; actualmente lo hace principalmente por medio de valores gubernamentales. Con ello se pretende evitar el financiamiento inflacionario del déficit público y consolidar las operaciones de mercado abierto como el principal instrumento de la política monetaria.

Asimismo, se planteó que el mayor uso de valores gubernamentales en las operaciones de mercado abierto, contribuiría a eliminar las distorsiones generadas al interior del sistema bancario, como el encarecimiento del crédito a los sectores no subsidiados; los elevados costos administrativos para los intermediarios financieros; la contracción del crédito otorgado; etc., que en buena medida, había sido propiciados por los controles y regulaciones bancarias ligadas al régimen de encaje legal y al control selectivo del crédito.

²⁵ Poder Ejecutivo Federal. Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, México 1989.

II.4.1 CAUSAS PARTICULARES QUE PROPICIARON EL CRECIMIENTO ACELERADO DEL ENDEUDAMIENTO INTERNO.

Durante este período 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 de instrumentos de deuda de largo plazo y en los préstamos directos del Banco de México, y en lo externo en la contratación de crédito. Sin embargo a raíz de la crisis económica de 1982, que implicó la restricción crediticia del exterior, se detecta la necesidad de obtener recursos de fuentes internas.

Los factores que determinaron en mayor medida el cambio en la estructura del financiamiento gubernamental, se puede decir que fueron los siguientes:²⁶

- a) Restricción y endurecimiento de las condiciones de financiamiento externo.
- b) La caída de los precios internacionales del petróleo.
- c) Incremento en las tasas de interés internacionales.
- d) Un acelerado proceso inflacionario.

El impacto interno de cada uno de estos elementos, propicio 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 y , por lo tanto, menos vulnerable a cambios en el exterior.

- a) En relación al primer aspecto, el acceso al crédito externo estuvo limitado principalmente a partir de la crisis financiera de 1982, la cual virtualmente obligó al país a suspender el pago de sus obligaciones externas.

²⁶Arturo Huerta G. Op. Cit.

La crisis de deuda externa de 1982 reveló la imposibilidad de seguir financiando los montos crecientes del déficit con recursos externos, esto obligó al gobierno a renegociar los términos y condiciones de la deuda externa, la renegociación básicamente estuvo orientada a ampliar los plazos de amortización, la reducción de las tasas de interés y a la disminución del saldo de la deuda ²⁷ (a través de conversión de deuda en inversión con el mecanismo conocido como SWAPS).

Este contexto de renegociación abarcó prácticamente toda la década, iniciándose con la primera negociación en 1982 y culminado en febrero de 1991. Dada la inestabilidad en los indicadores macroeconómicos de este período, 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 a la desconfianza en el tipo de cambio no se podía recurrir a la emisión de dinero, en virtud de que se hubiera agravado el proceso inflacionario.

b) La caída de los precios del petróleo que se presentó a finales de 1981, también fue otro aspecto de gran importancia, debido a que los recursos provenientes de la exportación de éste producto representaban en promedio el 30% de los ingresos que recibía el sector público, lo que contribuyó a hacer más severo el déficit gubernamental.

²⁷Arturo Huerta G. Op. Cit.

Durante el lapso 1977-1981 el precio del petróleo mostró un aumento constante alcanzando su nivel máximo en 1981, al ubicarse en 38.50 dólares por barril, esto alentó las expectativas favorables para el crecimiento de la economía en su conjunto, tanto a nivel interno como externo, por lo que se autorizaron amplias líneas de crédito externas. Sin embargo a partir de 1982 se inicia una disminución constante el los precios de esta materia prima, a causa de un incremento de la producción de los países árabes, como puede apreciarse en el siguiente cuadro.

**PETRÓLEO MEXICANO
PRECIO INTERNACIONAL
(Dólares por barril)**

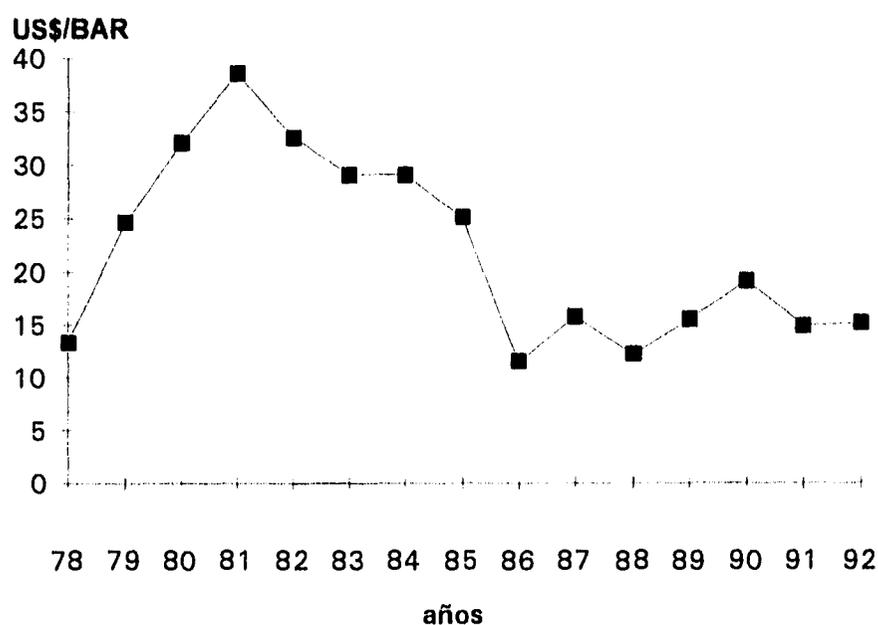
AÑO	PRECIO
1978	13.40
1979	24.60
1980	32.00
1981	38.50
1982	32.50
1983	29.00
1984	29.00
1985	24.98
1986	11.48
1987	15.72
1988	12.18
1989	15.41
1990	19.07
1991	14.83
1992	15.09

Fuentes: 1977-84, Timothy Heyman

Inversión contra inflación.

1985-92, Macro Asesoría Económica,
S.C., Realidad Económica de México
1994.

PETRÓLEO MEXICANO 1978-1992 PRECIOS INTERNACIONALES



En la gráfica anterior se puede apreciar la baja constante en los precios del hidrocarburo mexicano, la cual disminuye en 64% de 1980 a 1986.

Por otro lado, 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 reinvirtieron en ese sector, en virtud de que la mayor demanda de este producto requería de una planta con mayor capacidad de producción, ésta orientada a satisfacer las necesidades de los países desarrollados quienes buscaban diversificar sus mercados, pero sobre todo obtener petróleo a un bajo costo.

Desde esta perspectiva podemos decir, que la política económica gubernamental se centraba en la obtención de ingresos del exterior por la monoexportación y no se orientó a la diversificación de la exportación de otros productos para compensar la disminución de ingresos por la baja en los precios internacionales del petróleo.²⁸

²⁸Arturo Huerta G. Op. Cit.

Como se observa en el siguiente cuadro, los ingresos por la exportación de hidrocarburos representan aproximadamente un tercio de los ingresos totales del Gobierno Federal. Por lo que la baja en sus precios afectaron en forma directa los ingresos del sector público, sobre todo en la primera mitad de la década de los 80's.

INGRESOS DEL GOBIERNO FEDERAL
(Miles de millones de pesos de 1980)

AÑO	INGRESO TOTAL	INGRESOS PEMEX	PROPORCIÓN DEL INGRESO DE PEMEX EN EL TOTAL %
1980	1203.10	327.10	27.19
1981	1277.50	350.47	27.43
1982	1394.49	476.14	34.14
1983	1432.94	619.73	43.25
1984	1396.50	565.95	40.53
1985	1380.07	509.92	36.95
1986	1206.90	357.53	29.62
1987	1277.62	410.66	32.14
1988	1315.80	332.43	25.26
1989	1268.65	287.61	22.67
1990	1351.36	343.81	25.44
1991	1408.85	306.39	21.75
1992	1374.10	119.98	8.73
1993	1359.00	120.42	8.86

Fuentes: Elaborado en bases a datos de Macro Asesoría Económica, Realidad económica de México, 1992 y 1994, pp. 377 y 389

Indicadores Económicos, Banco de México, agosto 1994, p. I-48

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 interés.

El impacto del alza en las tasa de interés, en términos de pago por servicio de deuda, significó una reducción en las divisas disponibles de alrededor de 11 mil millones de dólares en 1982.

En síntesis, los ingresos del país disminuyeron en varios sentidos, en primer lugar por la caída de los precios internacionales del petróleo; en segundo por el incremento en el servicio de la deuda externa, como consecuencia del incremento en las tasas de interés internacionales; y por último por la restricción de los grupos financieros internacionales para otorgar créditos

nuevos. Todo lo anterior colocó al país en una situación de insolvencia, que a su vez alentó la inseguridad sobre la situación económica nacional propiciando procesos especulativos y fuga de capitales.²⁹

La inseguridad en relación al comportamiento de la economía nacional aunada al incremento en las tasas de interés internacionales, hicieron que los inversionistas trasladaran sus recursos a otros países. Lo anterior se puede relacionar directamente con el comportamiento de la reservas del Banco de México.

Como se observa en el siguiente cuadro los años en los que hubo fuertes disminuciones en las reservas fueron 1982, 1985 y 1988, la primera por el alza de las tasas de interés internacionales, la baja de los precios internacionales del petróleo y la insolvencia para hacer frente a los compromisos financieros contraídos con el exterior, la segunda se relaciona directamente al sismo y la tercera a la caída de la bolsa de valores de octubre de 1987.

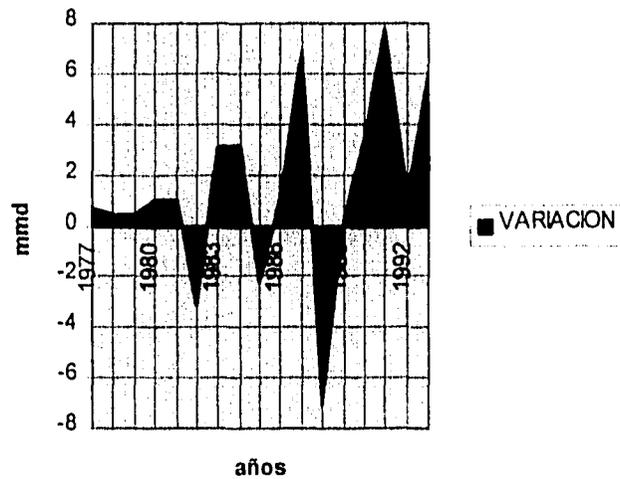
VARIACIÓN DE LA RESERVA BRUTA
1977 - 1993
(Miles de millones de dólares)

ANO	VARIACIÓN
1977	0.657
1978	0.434
1979	0.419
1980	1.019
1981	1.012
1982	-3.185
1983	3.100
1984	3.200
1985	-2.328
1986	0.985
1987	6.924
1988	-7.127
1989	0.271
1990	3.415
1991	7.821
1992	1.162
1993	6.083

Fuentes: Macro Asesoría Económica,
Realidad económica de México 1991
y 1994, p. 566,567 y 427
Banco de México, Indicadores
Económicos, agosto 1994, p. IV-2

²⁹ Arturo Huerta G. Op. Cit.

VARIACION RESERVA BRUTA



Para detener la fuga de capitales fue necesario la implantación de un control de cambios y el incremento de las tasas de interés nacionales, esta última, para hacer más atractiva la inversión en moneda nacional.

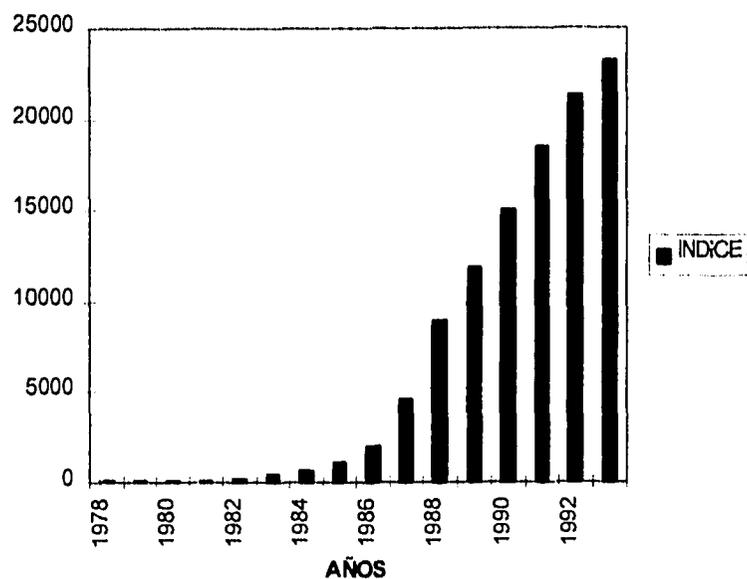
d) El proceso inflacionario. A partir de 1982 se acentuó el proceso inflacionario interno, reflejo del mismo fue que la tasa de crecimiento del índice nacional de precios al consumidor la cual se situó en 59% respecto a 1981 y en más del 100% en 1983 en relación a 1982, como se puede observar en el siguiente cuadro.

ÍNDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Promedio anual, 1980=100)

ANO	INDICE	TASA ANUAL %
1978	67	17.5
1979	79.2	18.2
1980	100.0	26.3
1981	128.0	28.0
1982	203.3	58.9
1983	410.5	101.9
1984	679.2	65.5
1985	1071.5	57.7
1986	1995.4	86.2
1987	4626.0	131.8
1988	9007.0	114.2
1989	11889.2	20.0
1990	15057.9	26.7
1991	18470.4	22.7
1992	21334.8	15.5
1993	23254.9	9.0
1994 p/	24882.9	7.0

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos. p/preliminar

INPC



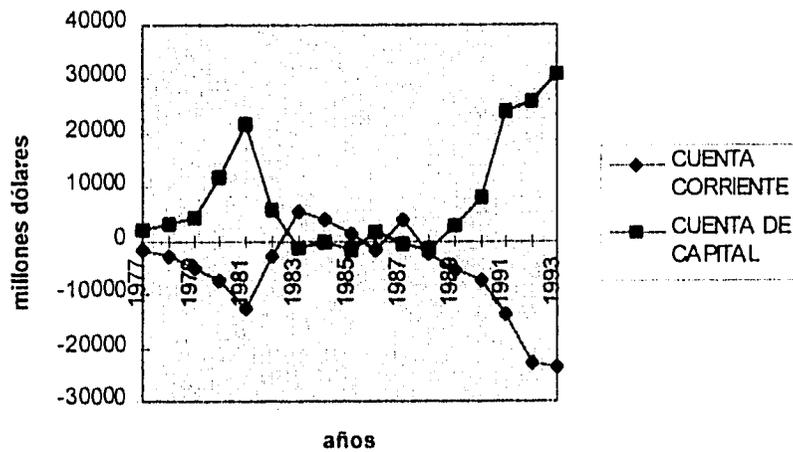
Este proceso inflacionario guarda una estrecha relación con los factores anteriormente dichos, (alza de las tasas de interés, restricción del crédito y baja en los precios del petróleo) que generaron presiones sobre la balanza de pagos, deterioraron los términos de intercambio y con ello se gestó la imposibilidad para seguir pagando el servicio de la deuda.

COMPORTAMIENTO DE LA BALANZA DE PAGOS 1977-1993 (Millones de dólares)

ANO	CUENTA CORRIENTE	CUENTA DE CAPITAL
1977	-1596.4	2276
1978	-2693.0	3254.1
1979	-4870.5	4533.3
1980	-7223.3	11948.3
1981	-12544.3	21859.6
1982	-2684.5	6079.4
1983	5418.0	-1278.4
1984	4238.0	38.9
1985	1236.0	-1809.5
1986	-1673.0	1837.0
1987	3967.0	-576
1988	-2443.0	-1448.4
1989	-5449.4	3053.1
1990	-7114.0	8163.6
1991	-13788.7	24133.6
1992	-22809.0	25954.8
1993	-23392.7	30882.3

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos 1985 y 1994

BALANZA DE PAGOS



Para desalentar la fuga de capitales y restringir las importaciones, el gobierno recurrió a la devaluación de la moneda y a la elevación de la tasa de interés, sin embargo esto tuvo un efecto negativo en las obligaciones, tanto internas como externas, contraídas por el sector público, ya que en éste sector repercuten los costos sobre los precios de los bienes y servicios que él genera, acentuando así el proceso inflacionario.

Como parte de este proceso inflacionario, también se debe mencionar que el gobierno siguió financiando parte de su déficit con créditos directos del Banco de México.

Los factores anteriormente señalados obligaron al gobierno a replantear su política a partir de 1982, a fin de que el desequilibrio interno no se hiciera más agudo, de tal manera que la política gubernamental se orientó hacia un programa de ajuste económico centrado en:

1. La reducción y racionalización del gasto público.
2. La paulatina liberalización de precios, la liberalización de las tasas de interés y de tipo de cambio.

3. La desincorporación de empresas paraestatales poco rentables.³⁰

Estas medidas significaron para el sector público el saneamiento paulatino de las finanzas públicas y el control de la inflación.

Por otro lado, la necesidad de recursos financieros por parte del sector público era inmediata y se disponía de las siguientes alternativas:

- a) Obtención de recursos de fuentes internas a través de la política fiscal.
- b) Emisión de moneda.
- c) Captación de ahorro interno por medio de instrumentos de deuda.

El financiamiento a través de impuestos era poco viable políticamente dada la situación de inestabilidad y descontento de los empresarios por la reciente nacionalización de la banca, además por que los efectos de una reforma fiscal no son inmediatos.

Sólo quedaba la emisión de moneda y la colocación de instrumentos gubernamentales de deuda, en cuanto a la primera se podía recurrir a ella parcialmente dado el efecto inflacionario que desencadena, y en relación a la segunda se presentaba como la más viable en términos de corto plazo, ya que el endeudamiento a través de valores además de financiar parte de los gastos del gobierno, permite regular la liquidez en la economía de acuerdo a las condiciones de cada emisión.

Hasta 1981 la emisión de valores gubernamentales había mostrado un crecimiento moderado y no fue sino hasta la última mitad de la década de los ochenta que se evidenció una explosiva expansión del endeudamiento interno, lo que ha sido explicado fundamentalmente por dos de los factores anteriormente mencionados: el primero de ellos lo representa el hecho de que, ante el colapso del crédito internacional a partir de 1982, se redujeron las posibilidades de financiamiento del gasto público por la vía de la deuda externa y el sector público tuvo que recurrir al crédito interno de una manera creciente.

³⁰ Arturo Huerta G. Liberalización e inestabilidad Económica en México, De. Diana, México 1992.

El segundo lo representa el programa de ajuste económico, que tendió a privilegiar el uso de valores gubernamentales como principal mecanismo de financiamiento del déficit público.

Una de las ventajas, en el caso de México, 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 (Cetes), que aunque 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 más del 90% del mercado de dinero.

Asimismo, es importante destacar la creación de instrumentos de cobertura para proteger a los inversionistas de inestabilidad en el tipo de cambio, así en 1986 se autorizaron las coberturas cambiarias para proteger a los importadores y exportadores de variaciones bruscas en el tipo de cambio. Ese mismo año se crearon los Pagarés de la Tesorería de la Federación (Pagafes), que son títulos de crédito denominados en moneda extranjera; posteriormente en 1989, surgieron los Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos), también denominados en moneda extranjera, y que teóricamente deben pagar rendimientos equivalentes a los Treasury Bills de los Estados Unidos.

Tanto los Cetes, como los Pagafes y los Tesobonos, son títulos de corto plazo, siendo los Cetes los que mayor participación tienen dentro del financiamiento gubernamental. Lo cual es congruente con la política gubernamental de financiarse más a través de recursos internos de corto plazo, que con recursos externos.

II.4.2 ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA A CORTO Y LARGO PLAZOS.

El sector público a partir de 1982 determinó el cambio en la estructura de su financiamiento; dada su gran necesidad de conseguir recursos en el corto plazo, por lo que la colocación de instrumentos de deuda pública le daba la oportunidad de ir sustituyendo el crédito directo que recibía, tanto del Banco de México como de la banca comercial, por la emisión de valores.

En este sentido los instrumentos del mercado de dinero (Cetes, Pagafes, Tesobonos y Ajustabonos), le ofrecían la posibilidad de un manejo a plazos y rendimientos acordes con sus necesidades y las de sus acreedores.

En 1982 la colocación de deuda interna de corto plazo se incremento significativamente, pues si en 1980 era de 8% y 1982 representó el 14%.

El este lapso uno de los instrumentos que más incremento registro fue el Cete, de representar 8.7% de la colocación global de deuda interna en 1980 paso al 44.6% en 1990.

El siguiente cuadro muestra la estructura de la deuda del sector público, y se puede observar el incremento en la participación del financiamiento a corto plazo, compuesto principalmente por los Cetes, los Pagafes y los contratos y documentos con plazos menores a un año.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA
(miles de millones de pesos)

ANO	IMPORTE DE C.P.	% DEL TOTAL	IMPORTE DE L.P.	% DEL TOTAL	TOTAL
1980	54.3	8.8	563.6	91.2	618.0
1981	96.5	10.2	851.7	89.8	948.3
1982	319.8	13.0	2132.3	87.0	2452.1
1983	617.8	17.7	2868.2	82.3	3486.0
1984	796.2	16.4	4056.5	83.6	4852.7
1985	2360.3	39.0	3675.0	61.0	6035.3
1986	8245.8	79.0	2216.5	21.0	10462.3
1987	28124.1	88.6	3599.1	11.4	31723.2
1988	44283.2	60.6	28689.3	39.4	72972.5
1989	54748.5	45.0	66667.6	55.0	121416.1
1990	74732.9	46.3	86699.5	53.7	161432.4
1991	73348.9	43.0	96964.6	57.0	170313.5
1992	60260.3	45.2	73142.5	54.8	133402.8
1993	84855.7	62.6	50755.0	37.4	135610.7

Fuentes: Elaborado en base a datos de Macro Asesoría Económica, Realidad Económica de México 1994, Banco de México, Indicadores Económicos, nov.1994.

Notas: C.P. corto plazo y L.P. largo plazo.

A C.P. se consideraron: Cetes, Tesobonos, Pagafes y los contratos y documentos con plazos menores a un año.

A L.P. se consideraron: Bondes, Obligaciones de Empresas Públicas Petrobonos, Bonos de Deuda Pública, Bonos de Indemnización Bancaria, Ajustabonos y Bonos de Renovación Urbana.

En el año de 1980 el financiamiento dirigido al sector público por medio de valores gubernamentales representaba casi el 9%, en 1988 alcanzó su porcentaje más alto que fue del 88.6% y de ahí comienza a descender hasta colocarse en 1992 en 45.2% del total, esto refleja el ritmo de crecimiento de estos instrumentos y su aceptación entre los inversionistas. Asimismo se puede observar que los instrumentos de largo plazo fueron los más utilizados en los primeros años de la década de los ochenta, sin embargo a partir de 1985, que su participación fue disminuyendo hasta llegar a 11.4% en 1987, de ahí se vuelve a incrementar en los últimos años de la década. En los primeros años de los noventa se ve que la participación, tanto de los instrumentos de corto como de largo plazo, tienen una participación aproximada del 50% cada uno.

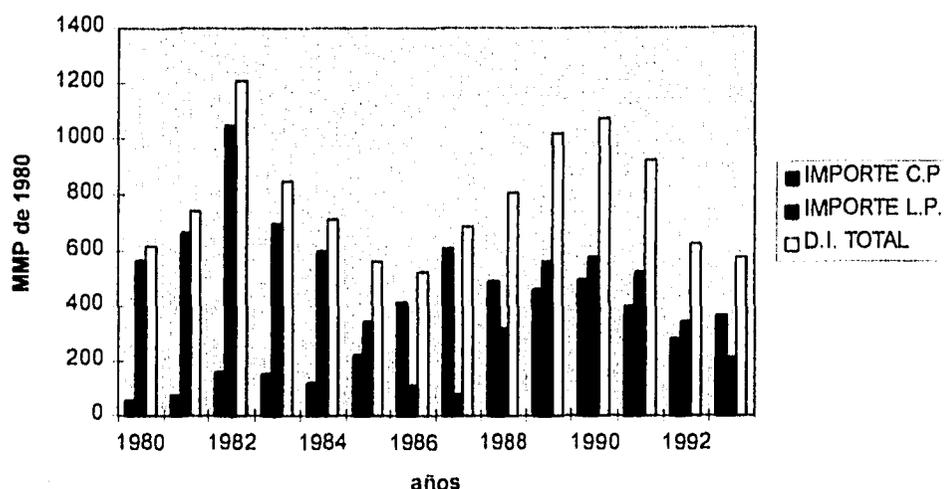
Es interesante examinar el cuadro anterior en términos reales para identificar la diferencia entre las tasas de crecimiento de los financiamientos a corto y largo plazos.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PUBLICA INTERNA REAL
(miles de millones de pesos 1980=100)

ANO	IMPORTE DE C.P	T.C.P.A %	IMPORTE DE L.P.	T.C.P.A %	TOTAL D.I.	T.C.P.A %
1980	54.3		563.6		618.0	
1981	75.4	38.8	665.4	18.1	740.9	19.9
1982	157.3	108.7	1048.8	57.6	1206.1	62.8
1983	150.5	-4.3	698.7	-33.4	849.2	-29.6
1984	117.2	-22.1	597.2	-14.5	714.5	-15.9
1985	220.3	87.9	343.0	-42.6	563.3	-21.2
1986	413.2	87.6	111.1	-67.6	524.3	-6.9
1987	608.0	47.1	77.8	-30.0	685.8	30.8
1988	491.7	-19.1	318.5	309.4	810.2	18.1
1989	460.5	-6.3	560.7	76.0	1021.2	26.1
1990	496.3	7.8	575.8	2.7	1072.1	5.0
1991	397.1	-20.0	525.0	-8.8	922.1	-14.0
1992	282.5	-28.9	342.8	-34.7	625.3	-32.2
1993	364.8	29.1	210.2	-63.0	575.0	-8.7

Fuentes: Elaborado en base a datos de Macro Asesoría Económica, Realidad Económica de México 1994 y Banco de México, Indicadores Económicos, nov.1994
Notas: C.P. corto plazo, L.P. largo plazo y . D.I. deuda interna, T.C.P.A tasa de crecimiento promedio anual.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA REAL



Los datos en términos reales reflejan claramente la tendencia del endeudamiento contraído por el gobierno, la cual mostró a corto plazo un crecimiento promedio de 24.7% de 1980 a 1990 y del 15.7% en todo el periodo.

La de largo plazo tuvo un crecimiento promedio de 0.2% de 1980 a 1990, sin embargo mostró un decrecimiento del 7.3% en todo el periodo .

Si se comparan los montos de 1980 y 1990, se observa que la deuda de corto plazo se incrementó en 814%, la de largo plazo sólo creció en un 2% y la deuda interna total aumentó el 73.5%.

El contexto económico imperante en toda la década de los ochentas fue favorable para propiciar este cambio, es decir, al mantenerse las condiciones de inestabilidad en el entorno macroeconómico como fueron la incertidumbre en el tipo de cambio, en las tasas de interés y con un proceso altamente inflacionario, indujo a los inversionistas a no invertir a largo plazo y a que buscaran instrumentos altamente líquidos que, en un entorno tan cambiante, les permitiera obtener rendimientos reales positivos. Sin embargo, como ya mencionamos, a partir de 1990 la participación de los instrumentos de largo se vuelve a incrementar, lo que significa la recuperación de la confianza de los inversionistas en este tipo de instrumentos.

III. LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA Y EL MERCADO DE DINERO.

III.1 EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA.

En relación a la evolución de los instrumentos de deuda pública, se pueden establecer tres etapas claramente diferenciadas.

1. La primera corresponde a la emisión de bonos de la época post-revolucionaria, estos instrumentos se emitieron con el fin de liquidar pagos y obligaciones contraídas por el gobierno, y son los siguientes: ⁴⁸

a) Bonos de la Deuda Agraria (1926 con canjes en 1931, 1932, 1934 y 1938), emitidos para el pago de expropiaciones.

b) Bonos de Obras Públicas de los Estados Unidos Mexicanos (1940), colocados a una tasa de interés del 3% anual y emitidos para cancelar adeudos con el Banco de México, S.A.

c) Bonos de la Deuda Pública Interior 40 años (1940), éstos también se utilizaron para el pago de afectaciones agrarias de la revolución.

2. La segunda etapa abarca de 1948 hasta la primera mitad de los años setenta, en ese periodo se recurre a la emisión de bonos para promover el desarrollo de los diferentes sectores de la economía y para crear grandes obras de infraestructura en comunicaciones, los instrumentos utilizados fueron los siguientes: ⁴⁹

a) Bonos de promoción industrial (1948).

b) Bonos de Fomento a la Producción Agrícola (1950).

c) Bonos de Obras Portuarias (1951).

⁴⁸José A. Hernández P. Op. Cit.

⁴⁹Ibid

d) Bonos de Caminos (1951).

e) Bonos de Electrificación (1951).

f) Bonos de Obras Municipales (1954).

En todos los casos se trata de emisiones a largo plazo, con tasas de interés anuales que fluctuaban entre 3 y 5 %.

3. Esta tercera etapa se inicia en la segunda mitad de los setenta, en ella además de continuar emitiéndose los bonos antes mencionados, se opta por emitir instrumentos que ofrezcan mayor liquidez y cobertura a los inversionistas.

Una de las razones por las que el gobierno federal no recurrió antes de 1978 a la colocación pública de su deuda, es que en México se había venido utilizado con éxito considerable una fórmula práctica en extremo para transferir recursos financieros de las entidades ahorradoras al Gobierno Federal. La fórmula consiste en establecer un elevado encaje a las instituciones de crédito y emplear los recursos así captados en el Banco Central para la adquisición, por medio de este organismo, de bonos gubernamentales a largo plazo. El papel estatal se ha venido colocando, por consiguiente, a través de operaciones semejantes a las que en el lenguaje bursátil se conoce como colocaciones privadas, porque los valores no son destinados al público en general.

La colocación de papel gubernamental entre el público -instituciones, empresas y personas físicas- permite la consecución de objetivos muy importantes. Hace posible financiar parte de las erogaciones oficiales con mayor flexibilidad y suavizar las fluctuaciones de los flujos de caja de la Tesorería de la Federación. Permite, simultáneamente, moderar las fluctuaciones de la liquidez en manos del público.

La existencia de un mercado de títulos gubernamentales es indispensable para que el Banco Central pueda efectuar las compras y ventas de valores llamadas operaciones de mercado abierto.

Al graduarse adecuadamente las fechas, montos y plazos de las emisiones de valores gubernamentales y al coordinarse con las operaciones de compra y de

venta de esos títulos por el Banco Central, es factible que el gobierno y el instituto emisor inyecten o absorban fondos en el mercado y, de esta manera, propicien una mayor congruencia de las políticas financieras con la situación económica general.

Otro aspecto de la máxima importancia en la colocación de valores gubernamentales está en la relación que debe existir entre el gasto público, la forma de su financiamiento y la situación del mercado de dinero y de capitales. Es muy conveniente que los presupuestos de egresos del sector público no sean ajenos a la disponibilidad y costo de los recursos susceptibles de captarse para el financiamiento de las inversiones oficiales.

A partir de 1977 las autoridades del país realizaron diversos cambios en el sistema financiero a fin de adecuarlo a las nuevas condiciones de la economía surgidas de la crisis. Entre las medidas instrumentadas sobresale la creación de los valores gubernamentales denominados Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), cuyo manejo en la Bolsa de Valores significa el inicio de un mercado de valores públicos.

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

El 28 de noviembre de 1977 se expidió el Decreto que autorizó la emisión de los Cetes, la cual comienza a operar en enero de 1978. "La creación de los Certificados de la Tesorería de la Federación debe entenderse como una medida que complementa disposiciones adoptadas en materia de encaje legal y tasas de interés".⁵⁰ Nacen como parte de una nueva estrategia de política monetaria que buscaría mayor eficiencia a las condiciones del sistema financiero.

Estos certificados del gobierno constituyen uno de los instrumentos más importantes de negociación en el mercado de dinero, por ser altamente líquidos y de rendimientos atractivos comparados con el resto de los instrumentos de renta fija.

⁵⁰Banco de México. Informe Anual 1977, p. 66

Asimismo, en 1977 se realiza la primera emisión de Petrobonos a un plazo de 3 años, como resultado del gran auge que tenían los precios del petróleo y como una forma de financiamiento del desarrollo que la infraestructura de la industria petrolera requería ante la demanda creciente de este producto.

Posteriormente, durante el periodo 1985-1989, surgen nuevos instrumentos de financiamiento gubernamental, como son los 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 1989.⁵¹

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

En relación al Pagafe, éste 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, por que la primera tasa ofrecida por este instrumento (4.38%), se ubicó por debajo de inversiones similares en Estados Unidos.

Los Bondes son instrumentos de largo plazo, su vencimiento mínimo es de 364 días, su rendimiento se paga cada 28 días y es calculado de la tasa que resulte mayor en relación a los Cetes a 28 días, los pagarés bancarios y los depósitos bancarios a 30 días.

Por lo que se refiere a los Tesobonos, éstos fueron diseñados como instrumentos de cobertura de corto plazo que protege al inversionista de inestabilidades de tipo cambiario.

Por último los Ajustabonos, son instrumentos que protegen a los inversionistas en épocas de alta inflación, se emiten a plazos de tres años y su rendimiento se ajusta en función de la evolución del índice nacional de precios al consumidor.

⁵¹Alicia Girón P. "Deuda interna y mercado de valores" en Problemas del Desarrollo, Vol. 22, No.86, jul-sep. 1991

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

COLOCACIÓN DE DEUDA INTERNA A TRAVÉS DE VALORES (Saldos en miles de millones de pesos de 1980)

AÑO	CE TES	PETRO BONOS	BONOS DEUDA PUBLICA	BIB'S	PAGA FES	BON DES	BO RES	OBLIG. EMP. PUB.	AJUS TABO NOS	TESO BO NOS	DEUDA INTERNA TOTAL
1978	4.03	4.93	499.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	508.06
1979	30.93	10.98	544.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	586.11
1980	54.30	13.70	550.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	618.00
1981	75.39	9.30	656.17	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	740.86
1982	157.30	10.28	1036.01	0.00	0.00	0.00	0.00	2.61	0.00	0.00	1206.20
1983	150.50	7.60	663.92	25.72	0.00	0.00	0.00	1.46	0.00	0.00	849.21
1984	117.23	10.31	567.62	18.33	0.00	0.00	0.00	0.97	0.00	0.00	714.46
1985	220.28	40.42	290.70	11.86	0.00	0.00	0.00	1.08	0.00	0.00	564.34
1986	408.37	44.43	60.09	5.48	4.86	0.00	0.35	0.73	0.00	0.00	524.31
1987	605.40	57.46	7.37	1.98	2.55	7.75	0.32	2.92	0.00	0.00	685.75
1988	466.24	13.96	77.66	0.92	25.41	224.11	0.19	1.67	0.00	0.00	810.16
1989	453.97	7.29	55.85	0.41	4.86	468.30	0.15	1.63	27.97	1.67	1022.08
1990	478.16	5.60	43.19	0.22	1.53	54.18	0.15	3.15	95.04	7.98	689.21
1991	391.84	0.00	0.00	0.00	0.26	313.76	0.13	0.00	211.09	5.02	922.10
1992	278.13	0.00	0.00	0.00	0.00	172.71	0.11	0.00	170.01	4.32	625.28
1993	348.37	0.00	0.00	0.00	0.00	73.26	0.10	0.00	144.90	16.52	583.15
1994 p/	196.36	0.00	0.00	0.00	0.00	52.96	0.03	0.00	117.91	208.66	575.92

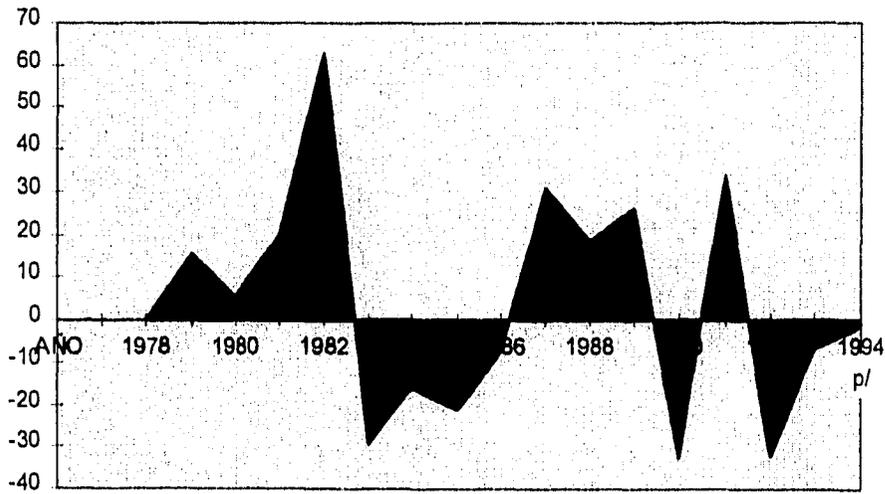
Fuentes: Elaborado en base a datos de: Indicadores Económicos, Banco de México, 1991 a 1994.

Notas: BIB's: Bonos de Indemnización Bancaria, PAGAFES: Pagarés de la Tesorería de la Federación, BONDES: Bonos de Desarrollo, BORES: Bonos de Renovación Urbana, OB.EMP.PUB.: Obligaciones de Empresas Públicas, AJUSTABONOS: Bonos Ajustables, TESOBONOS: Bonos de la Tesorería de la Federación.

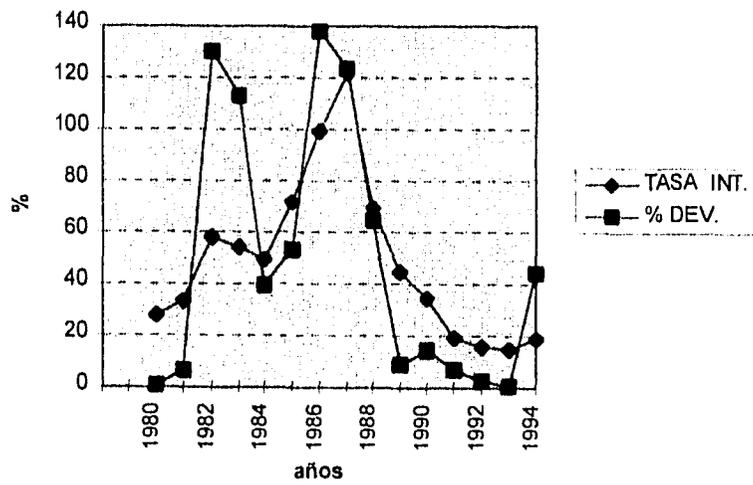
p/ preliminar a octubre

Las siguientes gráficas se muestra, tanto el comportamiento de la tasa de crecimiento real en la colocación de los valores, como el de las tasas de interés, devaluación del peso respecto al dólar y déficit financiero del sector público.

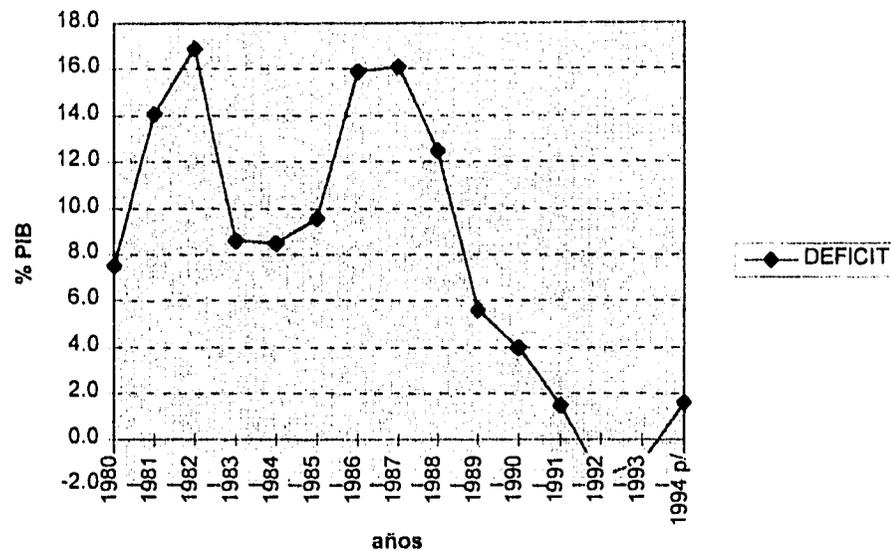
**TASA DE CRECIMIENTO REAL DE LA DEUDA PUBLICA
COLOCADA EN VALORES**



**COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE INTERÉS
Y DEL TIPO DE CAMBIO DEL PESO RESPECTO
AL DOLAR**



DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO



De lo anterior podemos observar que los años en que se incrementan los montos en los valores de deuda pública, tienen una estrecha relación con el comportamiento de las tasas de interés, del tipo de cambio y del déficit del sector público, es decir, en 1982 la tasa de crecimiento de los valores se ubicó en un 63%, la tasa de interés anual del Cete alcanzó el 58%, la devaluación del peso fue del 130% y el déficit del sector público como proporción del PIB se ubicó en 16.9%. Todo ello como reflejo del derrumbe de los precios internacionales del petróleo, del incremento de las tasas de interés internacionales y de la restricción del financiamiento externo, que obligó al gobierno a recurrir a la devaluación de la moneda, a la emisión primaria de dinero y a la emisión de valores de deuda pública con tasas de interés atractivas para hacer frente a la enorme escasez de recursos financieros.

El segundo momento importante es el año de 1987, en donde las mismas variables alcanzan el 30.8%, el 122%, el 123.5% y el 16%. Este comportamiento estrechamente relacionado con el déficit fiscal, la inflación y por ende a la caída de la Bolsa de Valores.

A partir de 1988 se observa una disminución en el ritmo de crecimiento del endeudamiento interno, mostrando tasas de crecimiento negativas en los años 1990, 1992 y 1993, todo ello derivado 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 con los que se amortizó parte de la deuda interna y la obtención de un superávit de las finanzas públicas en 1992 y 1993.

Como ya se señaló, la gran necesidad de recursos del gobierno lo obligó a emitir instrumentos que resultaran atractivos para los ahorradores, esto implicaba otorgarles niveles de liquidez y rentabilidad altos, en comparación con otros instrumentos, así como mayores niveles de seguridad en la inversión. De tal manera que el incremento en los niveles de colocación de deuda en Cetes, está correspondido por la demanda de estos valores por los inversionistas.

III.2 LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA Y SU PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO DE DINERO.

Primero definiremos al mercado de dinero "como un mercado de instrumentos de deuda de corto plazo (papel), en el que actúan los demandantes y los oferentes, a través de los intermediarios para llegar a las transacciones de dinero a un precio que generalmente se lleva a cabo a descuento y siempre se relaciona con el rendimiento".⁵²

Se puede considerar que con la creación del Cete prácticamente inicia el mercado de dinero, posteriormente se crean otro tipo de instrumentos que se clasifican por sus plazos y formas de negociación dentro de este mismo mercado, pero que están orientados al financiamiento privado. La medida de política financiera que dio un fuerte impulso al actual mercado de dinero fue "la regulación del reporto, que permitía un rendimiento garantizado al inversionista y un costo estable para el demandante de dinero".⁵³

En sus inicios el mercado de dinero estaba asociado con instrumentos de corto plazo, sin embargo en la actualidad este criterio de clasificación no necesariamente es el que se utiliza, en virtud de que se clasifican dentro de dicho mercado instrumentos como los Ajustabonos y las obligaciones que tienen plazos mayores a un año.

⁵²Victor M. Martínez. Notas sobre el curso del mercado de dinero. UAM-A. 1990, p.2

⁵³Ibid, p.4

La clasificación más reciente del mercado de dinero ⁵⁴ revela que esta integrado por los siguientes instrumentos:

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

De estos 11 instrumentos, 5 son emitidos por el Gobierno Federal: Ajustabonos, Bondes, Cetes, Pagafes y Tesobonos, y son muy importantes dentro del mercado de dinero.

En el período 1983-1991 los instrumentos gubernamentales representaron el 87% de la emisión del mercado de dinero, esto los sitúa como líderes de este mercado.

Cabe destacar que mientras en 1983 representaron el 97% de la emisión, en 1990 pasaron al 80%, esto indica que su participación dentro del mercado de dinero tiende a descender, debido tanto a la creación de nuevos instrumentos de inversión destinados al sector privado, como a los resultados de saneamiento de las finanzas públicas.

⁵⁴ Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C., Instrumentos Financieros del Mercado de Dinero, México 1992.

**MONTOS EMITIDOS DE LOS INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE DINERO
(PORCENTAJES)**

AÑO	CETES	PAP. COM.	ACPT. BAN.	PRLV	PAGA-FES	BON-DES	TESO-BONO	AJUSTA-BONO	BON-DIS	TOTAL
1983	96.64	3.36	0	0	0	0	0	0	0	100
1984	91.87	2.11	6.02	0	0	0	0	0	0	100
1985	79.62	0.92	19.46	0	0	0	0	0	0	100
1986	68.44	0.9	30.39	0	0.26	0	0	0	0	100
1987	87.88	0.7	10.34	0	0.81	0.28	0	0	0	100
1988	85.05	0.79	1.09	6.88	2.6	3.58	0	0	0	100
1989	83.26	3.62	2.1	0.31	1.89	8.12	0.1	0.49	0.1	100
1990	80.26	8.12	0.01	0.93	3.89	2.7	3.08	0.9	0.1	100
1991	71.48	2.3	5.71	1.44	4.81	0	14.25	0	0	100
1992	65.59	6.14	0	12.34	1.42	0.25	12.69	1.58	0	100
1993	65.98	3.22	0	16.1	1.65	0.25	11.1	1.69	0	100

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

En síntesis, 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.

III.3 CARACTERÍSTICAS DE LOS INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA QUE CONFORMAN EL MERCADO DE DINERO EN MÉXICO. ⁵⁵

En el capítulo previo se han mencionado algunos de los componentes que caracterizan a los instrumentos del mercado de dinero, sin embargo es importante describirlos puntualmente, desde quien los emite, el tratamiento fiscal que reciben, su forma de colocación y operación.

También se ha mencionado al mercado de dinero y por ello es importante decir lo que en México se entiende por este tipo de mercado. En sus inicios se aceptaba que este mercado estaba dirigido al financiamiento de corto plazo, es decir, a la oferta y demanda de recursos de alta liquidez emitidos por entidades publicas, privadas y mixtas; pero actualmente en este mercado se negocian tanto instrumentos de plazos menores a un año, como instrumentos de deuda gubernamental sin importar que sus plazos sean mayores a un año.

Los instrumentos que conforman el mercado de dinero en México son once, a continuación se señalan cada una de las características de los mismos.

⁵⁵Las características de los instrumentos fueron obtenidas a partir de los siguientes documentos: How to invest y México, Bolsa Mexicana de Valores, mayo 1991; Instrumentos financieros del mercado de dinero, Nafinsa-Academia Mexicana de Derecho Bursátil, México 1992; Instrumentos del Mercado de Dinero, Banamex Banca de Inversión, México, 1991.

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 Ajustables del Gobierno Federal.

Estos bonos son emitidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Son títulos de crédito nominativos, negociables, denominados en moneda nacional, en los que se establece la obligación del Gobierno Federal, de pagar una suma en moneda nacional en una fecha determinada y su valor se ajustará periódicamente en la misma proporción en que varíe el Índice Nacional de Precios al Consumidor, es decir, son instrumentos que protegen al inversionista de movimientos inflacionarios.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor nominal:	\$100,000.00
Garantía:	Gobierno Federal
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
Plazo:	3 y 5 años
Forma 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
Inversionistas:	Personas físicas y morales, nacionales o extranjeras
Régimen fiscal:	Personas físicas: exentas si residen en México. Personas morales: acumulable
Intermediarios:	Casas de Bolsa e Instituciones de Crédito

2. Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal.

Es un instrumento diseñado para captar recursos a largo plazo, que ampara créditos en moneda nacional, son emitidos por el Gobierno Federal a través del Banco de México, el cual se obliga a pagar su valor nominal más intereses en fecha determinadas.

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 se obtiene de dos fuentes: a) del diferencial entre el valor nominal al vencimiento y el precio de adquisición, ya que operan a tasa de descuento; b) de la tasa de interés que se paga cada 28 días. Se basa en las siguientes tasas: 1) tasa anual de los Cetes a 28 días, 2) tasa bruta de interés anual máxima autorizada para personas morales en depósitos bancarios a plazo fijo de 30 días, 3) tasa bruta de interés anual máxima autorizada para personas morales de los pagarés bancarios a un mes.
Plazo:	Son de un año o más.

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
Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras

3. Bonos de la Tesorería de la Federación.

Se definen como títulos de crédito negociables, denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del gobierno federal de pagar en una fecha determinada, el equivalente en moneda nacional calculado al tipo de cambio libre.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor Nominal:	100 dólares
Garantía:	Gobierno Federal
Rendimiento:	Al igual que el de los Cetes y los Pagafes, se deriva del diferencial entre el precio de compra con descuento o bajo par y el precio de venta. Se agrega a lo anterior, en el caso de títulos con vencimiento superior a seis meses, el pago de intereses, los que serán pagados por períodos vencidos.
Plazo:	Similar al de los Cetes: 28, 90 y 180 días
Colocación:	Por medio de subasta
Intermediarios:	Casa de Bolsa y Bancos

Amortización:	Al Vencimiento
Inversionistas:	Personas físicas y morales, nacionales o extranjeras
Régimen fiscal:	Exento para personas físicas residentes en México y acumulable para personas morales
Tipo de operaciones:	Compra, Venta y reporto.

4. Certificados de la Tesorería de la Federación.

Es el instrumento líder del mercado y su primera emisión fue en enero de 1978, desde entonces hasta 1982 las tasas de los Cetes las fijaba el Banco de México y el monto colocado se determinaba en el mercado; ese mismo año se estableció el sistema de subastas de Cetes con el propósito de que las condiciones del mercado se reflejaran en la tasa de interés, el Banco de México anunciaba el monto y el plazo de las emisiones y los compradores autorizados realizaban sus posturas indicando los montos y plazos que estaban dispuestos a adquirir a una tasa de descuento competitiva.

Debido a las altas tasas de interés que alcanzaron estos instrumentos en el último trimestre de 1985 se sustituyó el sistema de subastas por el sistema original, lo que provocó una rápida descolocación de Cetes y el sistema de subastas fue restablecido en julio de 1986, con la diferencia de que el Gobierno Federal puede reducir el monto ofrecido cuando considere que las posturas de los compradores no son lo suficientemente competitivas.

Los Cetes son títulos de crédito al portador en los que se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar el valor nominal a la fecha de su vencimiento. Están destinados al financiamiento del sector público y tienen la ventaja de servir como instrumentos de regulación monetaria y de la tasa de interés.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor nominal:	\$ 10,000.00 M.N.

Garantía:	Gobierno Federal
Rendimiento:	Se colocan a descuento y el rendimiento es el producto del diferencial entre el precio de compra y el de venta.
Plazo:	Semanalmente el Banco de México emite a plazos de 28, 91, 182 y 364 días
Forma de pago:	Mismo día o al día hábil siguiente
Colocación:	Mediante subasta semanal
Intermediarios:	Casas de Bolsa y Bancos
Amortización:	Al vencimiento
Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras
Régimen fiscal:	Exento para personas físicas residentes en el país y acumulable para personas morales
Tipo de operaciones:	Compra, venta y reporto

5. Pagarés de la Tesorería de la Federación.

Se trata de títulos de crédito denominados en dólares de los Estados Unidos, en los que se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar, en una fecha determinada, una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera.

Emisor:	Gobierno Federal
Valor Nominal:	1,000.00 U.S dólares
Garantía:	Promesa incondicional del pago del Gobierno Federal

Rendimiento:	Se colocan a descuento y el rendimiento es el producto del diferencial entre el precio de compra y el de venta.
Plazo:	28, 91 y 182 días
Forma de pago:	Mismo día o el día hábil siguiente
Colocación:	A través de subasta pública semanal
Intermediarios:	Casas de Bolsa y Bancos
Amortización:	Única al vencimiento
Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras
Régimen fiscal:	Exento para personas físicas residentes en el país y acumulable para personas morales.
Tipo de operaciones:	Compra, venta y 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.

Son títulos de crédito, que tienen como objetivo obtener recursos de largo plazo para canalizar apoyos financieros al fomento industrial, y en general, al desarrollo económico nacional y regional del país.

Emisor:	Nacional Financiera
Valor nominal:	\$ 100,000.00, este variará al fin de cada periodo aumentando o disminuyendo conforme se capitalicen los rendimientos
Garantía:	Nacional Financiera
Rendimiento:	Esta compuesto por dos fuentes: 1) Pago de intereses aplicando el 100.5% de la tasa de Cetes a 28 días, la que será revisada al final de cada periodo. 2) Pago de un premio determinado conforme a la subasta de los Bondes a un año, pagado al final de los años 1° al 9°.
Plazo:	130 periodos de 28 días cada uno, es decir, aproximadamente 10 años
Forma de pago:	Mismo día de la fecha de compra o 24 horas hábiles después de la operación.
Colocación:	Por medio de subastas públicas o privadas convocada por la emisora, en las que sólo se subastará el precio de los bonos. La emisora no podrá conservar en tesorería los bonos que no queden colocados, por lo que éstos serán cancelados.

Amortización:	Se amortizan en periodos vencidos, el monto será igual a la cantidad positiva, resultado de restar de la erogación neta del periodo, el monto de los intereses devengados. Los pagos se efectúan el último día de cada periodo
Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras
Régimen fiscal:	Exento para personas físicas residentes en el país y acumulable para personas morales

2. Certificados Bancarios de Depósito a Plazo.

Son títulos de crédito por medio de los que una institución de banca múltiple, documenta los depósitos a plazo que recibe del público, con la obligación de restituirlos en efectivo, más el pago de un interés en un plazo determinado.

Emisor:	Instituciones de Banca Múltiple
Valor nominal:	Variable
Garantía:	El banco emisor, garantiza el cumplimiento en el pago de esta obligación.
Rendimiento:	Determinado libremente por el banco emisor
Plazo:	Son fijados por el emisor y generalmente son mayores de 365 días.
Colocación:	Por medio de oferta pública
Amortización:	Al vencimiento
Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras

Régimen fiscal: Exento para personas físicas, 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%. Para personas morales es acumulable.

3. Pagarés Bancarios con Rendimiento Liquidable al Vencimiento.

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

Emisor: Instituciones de Banca Múltiple

Valor Nominal: \$ 10,000.00 o sus múltiplos

Garantía: El banco emisor garantiza el cumplimiento en el pago

Rendimiento: El emisor lo determina y si se colocan a descuento se adiciona el rendimiento derivado del diferencial entre el precio de compra y el de venta.

Plazo: 28 y 91 días

Forma de pago: El mismo día de su operación y 24 o 48 horas después.

Colocación: Mediante oferta pública o privada

Intermediarios: En el mercado primario las instituciones de crédito y en el secundario los bancos y las casas de bolsa.

Amortización: Al vencimiento

Inversionistas: Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras

Régimen fiscal: A las personas físicas se les retiene el impuesto y a las morales se les acumula

Operaciones: Compra, venta y reporto

Instrumentos de Deuda de Empresas Privadas:

Aceptaciones Bancarias
Bonos de Prenda
Papel Comercial

1. Aceptaciones Bancarias:

Son letras de cambio nominativas emitidas por personas morales, 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 por medio de las cuales la banca múltiple está en posibilidad de financiar el capital de trabajo de las empresas.

Para la banca y las empresas tiene ventajas el utilizar este instrumento de inversión, pues todos los recursos captados se aplican al capital de trabajo. Para el emisor el costo de financiamiento con aceptaciones es más bajo que los préstamos bancarios.

Emisor:	Personas morales aceptadas por un banco comercial
Valor nominal:	\$ 100,000.00
Garantía:	El banco actúa como aval de la empresa emisora
Rendimiento:	Al igual que el de los Cetes, proviene del diferencial entre el precio de compra a tasa de descuento y el de su valor nominal al vencimiento.
Plazo:	Entre 7 y 182 días
Forma de pago:	El mismo día ó 24 horas después de realizada la operación.
Colocación:	Oferta pública o privada
Amortización:	Única al vencimiento

Inversionistas:	Personas físicas o morales, mexicanas o extranjeras
Intermediarios:	Bancos y casas de bolsa
Régimen fiscal:	Personas físicas el 21% sobre los 12 primeros puntos como retención definitiva. Acumulable para personas morales.

2. Bonos de Prenda.

Se definen como títulos de crédito que amparan mercancías, son emitidos a corto plazo por los Almacenes Generales de Depósito y son representativos de las mercancías que se encuentran bajo su custodia.

Su objetivo es obtener recursos para financiar a los productores del sector agropecuario.

Emisor:	Almacenes Generales de Depósito
Valor nominal:	\$ 100,000.00 o sus múltiplos
Garantía:	Esta 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:	Proviene del diferencial entre el precio de compra y el valor nominal al vencimiento, o del precio de venta en caso de salir antes del mercado.
Plazo:	Hasta 365 días
Colocación:	Por medio de oferta pública
Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras
Operaciones:	Compra y venta

3. Papel Comercial.

Es un instrumento de financiamiento de inversión por medio 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.

Su objetivo es establecer una línea de crédito para el financiamiento requerido a corto plazo para asignarlo a capital de trabajo, obteniendo un bajo costo financiero al pagar tasas relativamente más bajas que las activas.

Emisor:	Sociedades mercantiles establecidas en el país
Valor nominal:	\$ 100,000.00 o sus múltiplos
Garantía:	Depende de la estabilidad y solvencia del emisor
Rendimiento:	Al igual que el de los Cetes proviene del diferencial entre el precio de venta y el valor nominal al vencimiento.
Plazo:	Entre 1 y 360 días
Forma de pago:	El día de la operación
Colocación:	Mediante oferta pública
Amortización:	Única al vencimiento
Inversionistas:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeras
Régimen fiscal:	Para las personas físicas el impuesto retenido es pago definitivo y para las morales es acumulable.
Operaciones:	Compra, venta y reporto

III.4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS INSTRUMENTOS QUE CONFORMAN EL MERCADO DE DINERO.

Los aspectos que se tomaron en cuenta para determinar las ventajas y desventajas por las que el inversionista elige un instrumento de inversión son: el rendimiento, la liquidez, el riesgo y el régimen fiscal.

1. CETES

a) Ventajas

- Es el instrumento líder del mercado de dinero.
- Tiene un tratamiento fiscal favorable pues exenta a las personas físicas.
- Pueden participar inversionistas extranjeros.
- Se pueden realizar operaciones de compra, venta y reporto.⁵⁶
- Tiene alta liquidez.
- Le sirve al Banco Central como instrumento de regulación monetaria.

b) Desventajas

- En las operaciones de reporto, las casas de bolsa no pueden actuar como reportadoras.

2. ACEPTACIONES

a) Ventajas

- Es un instrumento seguro en cuanto al pago, pues 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 reporto.

⁵⁶El reporto es una operación en la que en un plazo pactado previamente, 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 estas operaciones puede ser de 1 a 180 días.

b) Desventajas

- Tratamiento fiscal, a las personas físicas se les retiene el 1.4%, para las morales es acumulable y para residentes en el extranjero es el 15%.

3. PAPEL COMERCIAL

a) Ventajas

- Tiene niveles adecuados de liquidez por ser emitido a plazos cortos, por la existencia 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 empresas medianas.

b) Desventajas

- Tratamiento fiscal, a las personas físicas se les retiene el 1.4%, a las morales se les acumula y para residentes en el extranjero es del 15%.
- Sólo se permiten reportos en el papel comercial avalado por una institución de crédito.

4. AJUSTABONOS

a) Ventajas

- Ofrece protección al inversionista en épocas de altas tasas de inflación ya que está indizado al Índice Nacional de Precios al Consumidor.
- Tratamiento fiscal favorable.

b) Desventajas

- Es un instrumento que ofrece algunos problemas en su valuación.
- Tiene poca liquidez.
- Ofrece poca seguridad en términos de rendimiento, ya que se emitió en épocas con expectativas de alta inflación y en función de ello se negoció en el

mercado, pero cuando la inflación disminuyó la primeras emisiones registraron pérdidas.

5. BONDES

a) Ventajas

- Tratamiento fiscal favorable
- Rendimientos atractivos

b) Desventajas

- Presenta algunos problemas para su valuación y, por lo tanto, la determinación de sus rendimientos es poco comprensible para los inversionistas.

6. BONDIS

a) Ventajas

- Rendimientos atractivos
- Las fórmulas para su valuación son bien explicadas por el emisor en los prospectos de emisión.

b) Desventajas

- Tratamiento fiscal, a las personas físicas se les retiene el 1.4%, a las morales se le acumula y a los residentes en el extranjero es del 15%.
- Puede resultar poco líquido en épocas de incertidumbre económica porque es un instrumento de largo plazo.
- No ha presentado continuidad en sus emisiones.

7) BONOS BANCARIOS DE DESARROLLO

a) Ventajas

- Rendimiento aceptable

b) Desventajas

- Tratamiento fiscal, retención del 1.4% a las personas físicas y acumulable para las morales.

8. TESOBONOS

a) Ventajas

- Tratamiento fiscal favorable
- Es un instrumento de cobertura contra variaciones en el tipo de cambio.

b) Desventajas

- Ofrece rendimientos poco atractivos.

III.4.1 LIQUIDEZ

De lo anteriormente expuesto se puede decir que muchas de las ventajas o desventajas de los instrumentos del mercado de dinero, están en función de la liquidez que cada uno de ellos ofrece al inversionista.

La liquidez se refiere 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 interés, de tal forma que el individuo pueda deshacerse de la tenencia de cualquier activo financiero rápidamente de acuerdo a sus necesidades.

Si un instrumento de inversión no tiene liquidez, ya sea por que el plazo estipula que únicamente se puede ejercer a su vencimiento o porque no se pueden realizar rápidamente operaciones de compra y/o venta, por la escasez en el mercado de compradores o vendedores, entonces 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 en el rendimiento y liquidez que ofrezca. Es probable que un inversionista esté dispuesto a sacrificar la liquidez de un instrumento, siempre y cuando el rendimiento sea lo suficientemente atractivo.

En este sentido se puede afirmar que uno de los instrumentos más atractivos de la década de los 80's fue el Cete, cuyo nivel de liquidez y rendimiento asegurado lo situaron como el instrumento líder del mercado. Cabe destacar que la tasa de rendimiento del Cete se utiliza como base para el cálculo de los rendimientos de múltiples instrumentos.

III.4.2 RENDIMIENTO

Al beneficio que se deriva de una inversión financiera se le llama rendimiento, y éste se expresa como un porcentaje de los invertido, en otras palabras, el rendimiento de un activo financiero está determinado por la ganancia obtenida respecto al valor invertido en un periodo de tiempo.

En México, el mercado de dinero se caracteriza por que todos los instrumentos tienen un rendimiento mínimo garantizado, lo cuál no sucede con los instrumentos del mercado de capitales.

En el cuadro siguiente se pueden observar los rendimientos de las diferentes alternativas de inversión del mercado de dinero, siendo el más alto en la mayoría de los años el ofrecido por el papel comercial, a excepción de 1987 en donde las Aceptaciones Bancarias, los Bondes y los Cetes obtuvieron beneficios más altos.

RENDIMIENTO DE DIFERENTES INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN
(Promedio ponderado de las cotizaciones en el mercado primario %)
1984-1993

INSTRUMENTO	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
CETES	49.59	63.55	85.96	102.89	70	40.43	25.94	16.64	16.84	11.78
ACEPTACIONES	49.3	64.7	86.88	122.86	69.96	43.34	28.50	20.76	25.89	13.8
P.COMERCIAL	52.66	64.24	89.45	98.11	72.47	43.82	30.11	23.45	27.21	17.46
PAGAFES			10.63	14.77	27.56	14.99	13.64			
BONDES				112.37	70	41.27	26.42		22.98	12.01
P.R.L.V.					45.02	36.83	22.73	14.75	19.2	11.46
TESOBONOS						15.96	12.00	9.06	3.38	
AJUSTABONOS							7.52	4.53		5.1
BONDIS						36.75	27.64			
BONOS PRENDA							47.48			

Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México, agosto 1994.

Notas: P.R.L.V. Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento.

Los rendimientos mostrados nos dicen que los instrumentos para financiamiento privado ofrecen rendimientos más altos, sin embargo debemos considerar que estos valores gravan a las personas físicas y los instrumentos gubernamentales las exentan de impuestos, lo cual tiene un efecto directo en el rendimiento real de las inversiones.

**ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA**

Cabe señalar que los rendimientos de los Bondes fueron superiores a los de los Cetes a partir de 1988, lo que es un indicador importante de la estrategia gubernamental de atraer inversionistas hacia instrumentos de largo plazo, esto gracias a la estabilidad del entorno económico.

III.4.3 RIESGO

El riesgo es la posibilidad de que el rendimiento esperado de una inversión no se realice, es decir, la probabilidad de que haya pérdidas en el capital invertido. Es frecuente que un alto rendimiento vaya acompañado de un alto riesgo y viceversa.

El riesgo puede variar según la incertidumbre que exista respecto al rendimiento que se espera de una inversión. En los mercados financieros normalmente existen tres principales áreas de incertidumbre:

1. Respecto a los distintos indicadores de la economía (el ambiente de las inversiones).
2. Respecto a los rendimientos de la inversión en sí (los Cetes, las acciones, el oro).
3. Respecto al comportamiento del mercado en que se hacen operaciones de compraventa de la inversión correspondiente.⁵⁷

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 existe normatividad respecto a su forma de operación y cálculo de rendimiento, sobre todo para los instrumentos gubernamentales.

Cabe destacar, en el caso de los instrumentos gubernamentales, que los intermediarios financieros que negociaron con Ajustabonos tuvieron algunos problemas por la falta de una metodología adecuada para calcular su rendimiento y por la insuficiencia de reglas en cuanto a las operación que se pueden realizar con ellos, lo que culminó con la imposición de multas para los bancos y casas de bolsa por el manejo inadecuado de las inversiones con estos valores.

⁵⁷Timothy Heyman. Inversión contra inflación, Ed. Milenio, México, 1992, p. 38

Como ya se mencionó, parte de la valuación de los Ajustabonos tiene un componente variable determinado por el comportamiento del Índice Nacional de Precios al Consumidor, cuando se realizaron las primeras emisiones la expectativa inflacionaria era a la alza y de acuerdo a ella se negociaron en el mercado secundario, sin embargo cuando se inició el descenso en las tasas de inflación los inversionistas se dieron cuenta de que habían adquirido un valor con la promesa de una tasa de rendimiento real mayor a la que efectivamente se presentó.

III.4.4 RÉGIMEN FISCAL

Estrechamente relacionado con el rendimiento real que ofrece una inversión está el régimen fiscal y éste además es un factor importante para atraer inversionistas.

Como ya se hizo mención en el apartado de las características de los distintos instrumentos del mercado de dinero, en los instrumentos gubernamentales no hay distinciones en cuanto al tipo de causante y todos los inversionistas están exentos del pago de impuestos.

En el caso de los instrumentos orientados al financiamiento privado el régimen fiscal no es tan favorable, ya que a las personas físicas se les retiene un porcentaje de impuestos sobre el monto total invertido y para a las morales se les acumula para el pago del impuesto sobre la renta. Para los inversionistas residentes en el extranjero la tasa aplicable es del 15% de los intereses derivados de la inversión.

En síntesis, los instrumentos gubernamentales son los que ofrecen la mejor alternativa de inversión, por que tienen mayores ventajas en términos de liquidez, rendimiento y régimen fiscal, que los instrumentos privados.

IV. LA DEUDA INTERNA Y SUS REPERCUSIONES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO.

IV.1 TASAS DE INTERÉS, DEUDA INTERNA E INFLACIÓN.

En el la década de los ochenta, la inflación impacto los egresos públicos principalmente por medio de la tasa de interés, cuyo crecimiento elevó el pago de intereses de la deuda. Los mayores saldos de deuda pública interna en circulación, el aceleramiento de la inflación y la emisión de grandes cantidades de valores a plazos sumamente cortos contribuyeron con este fenómeno.

Las expectativas de alta inflación influyeron en la formación de las tasas de interés de corto plazo, tendencia que se vio reforzada por los altos requerimientos financieros gubernamentales que ejercían presiones sobre los mercados de dinero privados. Otro factor importante fue el mayor riesgo cambiario, pues condicionó una política de tasas de interés atractivas que desestimularan la fuga de capitales.

En este contexto, el crecimiento del nivel de precios ocasionó que se elevara el costo de la deuda pública en moneda nacional, lo cual repercutió en el déficit financiero. De esta manera se gestaron las condiciones para que el problema del déficit se autorreprodujera y persistiera durante toda la década, ya que al elevarse el costo de la deuda, la necesidad de evitar erogaciones adicionales obligó al gobierno a realizar nuevas emisiones, tendencia que se acentuó drásticamente entre 1986 y 1988.

Asimismo, se manifestaba que la inflación estaba afectando en dos sentidos contrarios a la deuda interna y a su costo financiero, ya que por un lado elevó los egresos nominales por concepto del pago de intereses y por el otro provocó una amortización adelantada del principal al depreciar el valor real de la deuda acumulada.⁵⁸

⁵⁸Manuel Alatorre F. "El círculo vicioso de la deuda interna en México" en: Cotidiano, Vol.4, No.18, julio-agosto 1987.

Como resultado de este comportamiento, el efecto final de la inflación sobre la deuda, dependerá de cuál de estas dos fuerzas contrapuestas tienda a prevalecer en un momento dado. Ello dependerá a su vez de varios factores, como el tipo de instrumento en que está colocada, si este es de corto o largo plazo; de su origen, es decir, si es interna o externa; así como de la forma en que el proceso inflacionario influya en el movimiento de los tipos de interés. Bajo los supuestos de que la deuda está colocada en el interior del país en instrumentos de corto plazo y que las tasas de interés se ajustan a la inflación, se puede decir que la inflación hará crecer los pagos de intereses a un ritmo mayor al que se deprecia el stock de la deuda acumulada y si estos pagos se financian con nuevas emisiones de deuda tenderá a aumentar.

Lo sucedido en nuestro país nos demuestra que es difícil sostener el supuesto del ajuste completo de las tasas de interés a los ritmos inflacionarios, no tanto porque éstas no hayan tendido a moverse con la inflación, sino principalmente por que durante una buena parte del período analizado las autoridades monetarias aplicaron controles sobre los tipos de interés, lo cuál impidió que éstos reflejaran las condiciones imperantes en los mercados financieros y crediticios. A lo anterior se le sumó la presencia de expectativas inciertas sobre la evolución de los precios. Cuando la inflación esperada resultó ser inferior a la efectiva, ésta última incidió en las tasas de interés reales haciéndolas negativas.

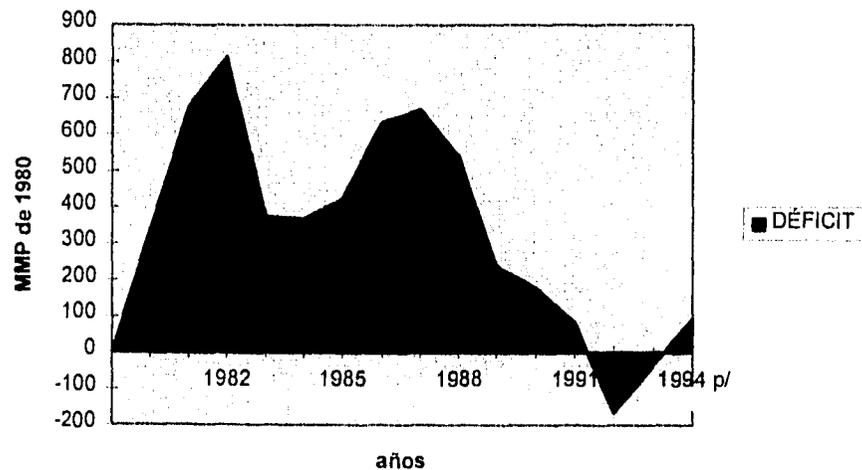
Desde 1982 la inflación impactó los pagos de intereses que paulatinamente representaron una proporción creciente, tanto en relación al gasto total como en términos del PIB. La inflación al reaccelerarse, hizo que el déficit financiero se disparara en 1986 y 1987 a niveles similares a los de 1982.

DÉFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO FEDERAL
1980-1994
 (Flujos anuales, miles de millones de pesos de 1980)

AÑO	DÉFICIT	PROPORCIÓN DEL PIB %
1980	335.9	7.5
1981	676.72	13.9
1982	812.99	16.8
1983	375.59	8.1
1984	368.79	7.7
1985	423.26	8.6
1986	635.74	13.4
1987	670.13	14.0
1988	541.07	11.1
1989	239.33	4.7
1990	178.74	3.4
1991	-84.39	-1.5
1992	-167.06	-3.0
1993	-32.11	-0.6
1994 p/	96.57	1.6

Fuente: Elaborado en base a datos de los Indicadores económicos del Banco de México.
 P/ preliminar

DÉFICIT FINANCIERO DEL SECTOR PUBLICO



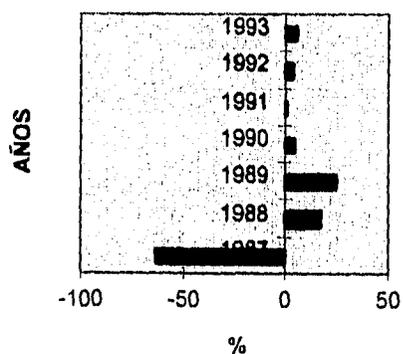
Asimismo, a partir de 1988 se invierten las condiciones de los tipos reales de interés prevaecientes hasta 1987, es decir, estos se vuelven positivos; lo anterior como resultado de la disminución de la inflación, de la adopción de medidas de desregulación bancaria y de la reducción del déficit fiscal.

**TASAS DE INTERÉS REAL Y NOMINAL
1987-1993**

AÑO	CETES 28 DÍAS	INFLACIÓN VARIACIÓN %	CETES REAL 1)
1987	95.5	159.2	-63.7
1988	69.6	51.7	17.9
1989	44.9	19.7	25.2
1990	34.7	29.9	4.8
1991	19.3	18.8	0.5
1992	15.6	11.9	3.7
1993	14.9	9.8	5.1

Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México, 1994
Notas: 1) La tasa de interés real = Ti de Cetes - inflación

CETES - TASA DE INTERES REAL



IV.2 REPERCUSIONES DEL FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DE LA EMISIÓN PRIMARIA.

Como ya se ha mencionado, una de las formas inmediatas de las que dispone cualquier gobierno para allegarse de recursos es la creación de dinero, sin embargo este tipo de financiamiento es inflacionario, por lo cual tiene efectos negativos en la economía tanto a corto como a largo plazo.

Independientemente de la forma que elija el gobierno para financiar su déficit, ésta repercutirá directa o indirectamente en el resto del aparato económico y la gravedad de las repercusiones dependerá, tanto de las fuentes de financiamiento como de la selección de medidas complementarias.

Es importante distinguir entre el financiamiento inflacionario del déficit y el no inflacionario, la mayoría de los teóricos señalan, que el financiamiento del déficit por medio de la emisión primaria de dinero es inflacionario, por que provoca un aumento de liquidez en la economía, no correspondido por un incremento de los bienes y servicios disponibles, y esto presiona los precios a la alza.

En este sentido, la inflación genera un clima de incertidumbre tal que hace que los agentes económicos elijan invertir o ahorrar a plazos cortos, lo cual 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.

Maxwell J. Fry señala que "...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%".⁵⁹

En gran medida las altas tasas de inflación observadas en nuestro país durante década de los ochentas, se pueden explicar por otorgamiento de crédito directo del Banco Central al Gobierno.

Como se puede apreciar en el siguiente cuadro, la tasa de crecimiento de los precios se colocó muy por arriba de los que Fry considera razonable.

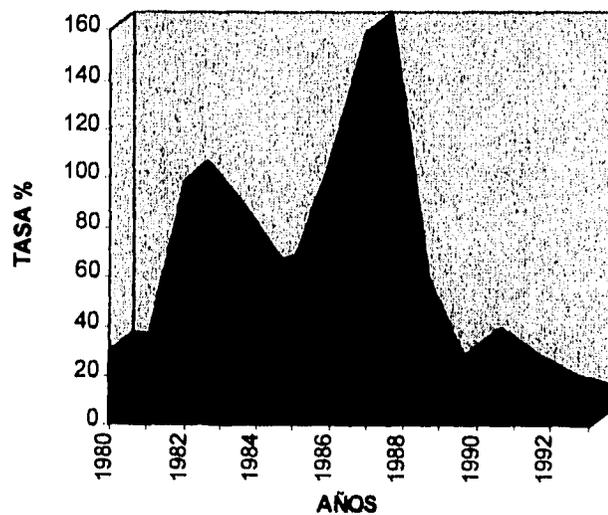
⁵⁹ Maxwell J. Fry. " Manejo del financiamiento del déficit" en *Monetaria*, CEMLA, Vol.4, No.1, enero-marzo 1991.

TASA DE INFLACIÓN (1980-1990)

AÑO	INFLACIÓN
1980	29.78
1981	28.68
1982	98.87
1983	80.77
1984	59.17
1985	63.74
1986	105.75
1987	159.17
1988	51.66
1989	19.70
1990	31.9
1991	20.8
1992	126
1993	9.0

Fuente: Banco de México,
Indicadores Económicos, 1994

INFLACION 1980-1993



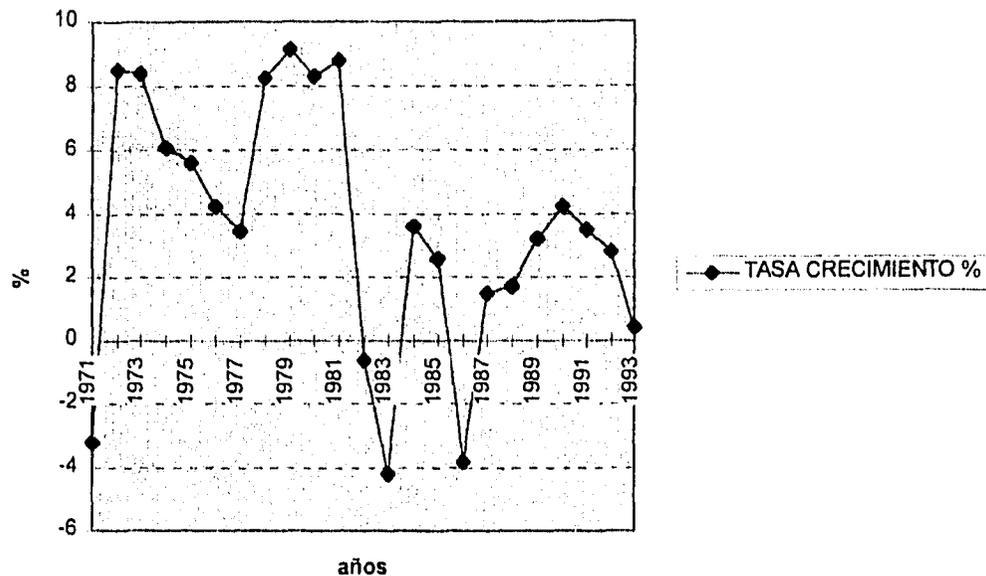
Respecto al producto interno bruto, en los setentas se tuvieron tasas de crecimiento promedio del 6%, sin embargo éste indicador disminuyó considerablemente en los ochentas mostrando una tasa de crecimiento promedio del 2%, registrando tasas negativas en 1982, 1983 y 1986.

PRODUCTO INTERNO BRUTO 1970-1993
(Millones de pesos de 1980)

AÑO	PIB	TASA DE CRECIMIENTO %
1971	2'457,395	-3.21
1972	2'665,975	8.49
1973	2'890,158	8.41
1974	3'066,769	6.11
1975	3'238,848	5.61
1976	3'376,136	4.24
1977	3'492,368	3.44
1978	3'780,482	8.25
1979	4'126,576	9.15
1980	4'470,077	8.32
1981	4'862,219	8.77
1982	4'831,689	-0.63
1983	4'628,937	-4.2
1984	4'796,050	3.61
1985	4'920,430	2.59
1986	4'732,150	-3.83
1987	4'802,394	1.48
1988	4'884,242	1.7
1989	5'047,209	3.22
1990	5'271,539	4.25
1991	5,462,729	3.49
1992	5,615,955	2.8
1993	5,641,000	0.4

Fuente: Elaborado en base a datos de los Indicadores Económicos del Banco de México, agosto 1994.

PRODUCTO INTERNO BRUTO



Tomando en cuenta el mismo período, si a la anterior información se la relaciona con el crédito directo que el Gobierno Federal recibió del Banco Central, se observa que hay una estrecha correlación entre el incremento en la emisión de dinero, la inflación y el menor crecimiento económico, es decir, el análisis estadístico dio como resultado una covarianza del 0.98.

La correlación que se da entre el menor crecimiento a largo plazo y el incremento de 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...".⁶⁰

Es importante destacar que en México se ha ido modificando la recurrencia del gobierno al llamado financiamiento inflacionario, y éste se ha orientado cada vez más al financiamiento por medio de instrumentos de deuda colocados entre el público inversionista a través del mercado de valores.

⁶⁰ Maxwell J. Fry. Op. Cit.

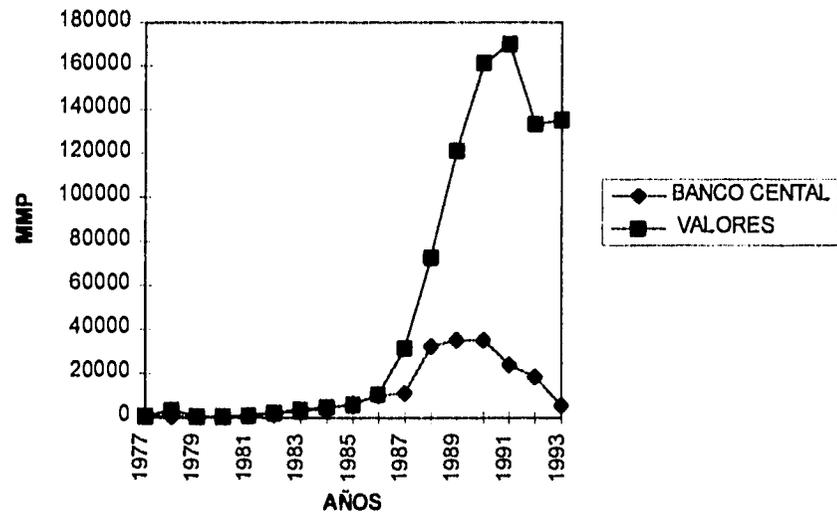
En el cuadro siguiente se puede observar que hasta 1986 las tasas de crecimiento del financiamiento otorgado al gobierno por medio de crédito directo del Banco Central se comportaron de manera similar a las del financiamiento a través de valores de deuda pública, sin embargo a partir de 1986 el primero comienza a disminuir y el segundo a incrementarse significativamente.

**COMPORTAMIENTO DEL FINANCIAMIENTO OTORGADO
AL SECTOR PUBLICO
(Miles de millones de pesos)**

AÑO	CRÉDITO DIRECTO BANCO CENTRAL	TASA DE CRECIMIENTO	FINANCIAMIENTO CON VALORES DE DEUDA PUBLICA	TASA DE CRECIMIENTO
1977	271.7		277.0	
1978	331.6	22.05	3340.4	22.89
1979	432.3	30.37	464.2	36.37
1980	574.1	32.8	618.0	33.13
1981	850.6	48.16	948.3	53.45
1982	2,030.9	139.7	2,452.2	158.59
1983	3,177.9	55.86	3,486.0	42.16
1984	4,121.1	29.68	4,852.6	39.2
1985	6,299.8	52.87	6,046.9	24.61
1986	10,235.1	62.47	10,462.1	73.02
1987	11,216.0	9.58	31,723.2	203.22
1988	32,657.0	191.16	72,971.4	130.03
1989	35,160.0	7.6	121,516.6	66.53
1990	35,227.0	0.2	161,432.8	32.8
1991	24,082.0	-31.63	170,313.8	5.5
1992	18,663.0	-22.5	133,402.8	-21.67
1993	5,546.0	-70.28	135,610.6	1.65

Fuente: Elaborado en base a datos de Macro Asesoría Económica, Realidad Económica de México 1994.

FINANCIAMIENTO AL SECTOR PUBLICO



IV.3 LAS REPERCUSIONES DEL FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE OPERACIONES DEL MERCADO ABIERTO.

La emisión de bonos de deuda pública, es una de las formas de financiamiento de las que dispone el gobierno y que ha sido utilizada con mayor recurrencia a partir de la década de los ochenta, sobre todo los instrumentos de plazos menores a una año.

El financiamiento a través de valores no es considerado inflacionario, sin embargo provoca una serie de repercusiones sobre todo en países como el nuestro, en el que el sistema financiero esta muy centralizado y es limitado en términos de los instrumentos ofrecidos por el sector privado.

La estructura del mercado de dinero en México, en relación a los plazos y rendimientos de los instrumentos, fue diseñado en gran medida, de acuerdo a las necesidades de financiamiento del sector público, de hecho se inició con los Cetes y posteriormente surgieron los instrumentos privados, que también se integraron a éste mercado.

Si el sector público no puede cubrir sus necesidades de financiamiento con los ingresos que tradicionalmente recibe a través de impuestos, dispone de fuentes alternativas como son: los préstamos de la banca comercial o utilizar el mercado de valores por medio de la oferta pública de títulos de deuda, ambas opciones restringirán el ahorro disponible para el sector privado.

Asimismo, la opciones de financiamiento del sector privado pueden ser la banca comercial; la banca de desarrollo, tanto nacional como internacional; o la captación de recursos financieros a través de la colocación de instrumentos de deuda en el mercado de valores.

Para el sector privado las anteriores alternativas presentan las siguientes limitaciones:

a) El financiamiento por medio de la banca comercial era limitado, por las altas tsas de encaje legal que establecía el gobierno y que hacía que disminuyera el ahorro disponible para otorgar prestamos a los particulares. Por lo que el crédito otorgado por el sistema bancario nacional tuvo el siguiente comportamiento:

En tanto de 1977 a 1982, como de 1983 a 1988, el sector público absorbió el 74.5% y el 74% respectivamente, del total de los recursos destinados a los intermediarios no financieros y para el sector privado sólo fueron los restantes 25.5% y 26% respectivamente.

Sin embargo, los papeles se invierten en el periodo de 1989 a 1993, y el financiamiento otorgado al sector privado asciende al 67% y el del sector público baja al 33%, esto como resultado de la eliminación del encaje legal en 1991 y de las políticas monetaria y fiscal aplicadas a partir de 1989.

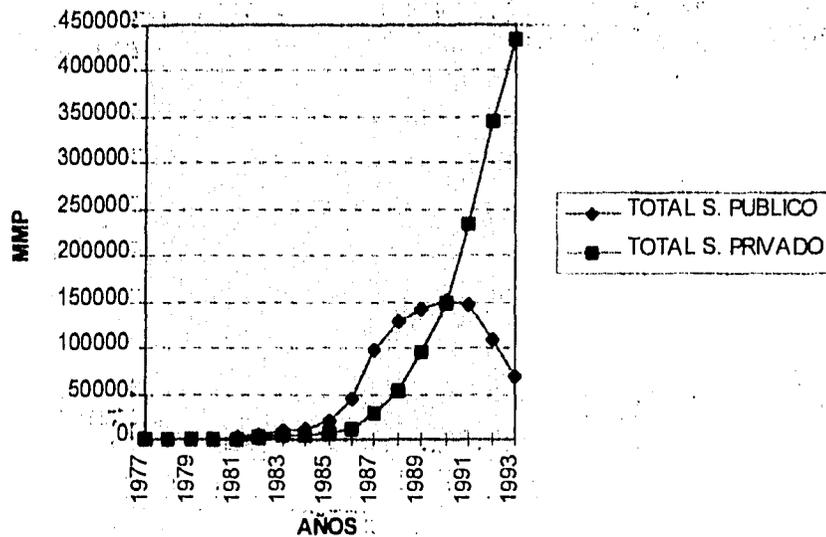
Lo anterior se puede apreciar en el siguiente cuadro, el cual muestra la proporción del financiamiento otorgado para ambos sectores.

**FINANCIAMIENTO OTORGADO POR EL SISTEMA BANCARIO
POR SECTOR Y DESTINO 1977-1990
(Miles de millones de pesos)**

AÑO	MONEDA NACIONAL		MONEDA EXTRANJERA		TOTAL	T.C.	TOTAL	T.C.
	S.Público	S.Privado	S.Público	S.Privad	S. PUBLICO	%	S. PRIVADO	%
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	277	717	184	1,746	65	1,108	35
1982	2,046	396	2603	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	4196	1
1985	9,174	5,709	10,346	931	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	29189	154
1988	66,863	39605	61988	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
1991	88,061	176,350	58,897	57,460	146,958	-3	233,810	56
1992	50,102	277,636	59,786	68,539	109,888	-25	346,175	48
1993	11,498	339,292	58,632	95,700	70,130	-36	434,992	26

Fuente: Elaborado en base a datos de los Indicadores Económicos Banco de México, agosto 1994.

FINANCIAMIENTO BANCARIO



Otro obstáculo era y sigue siendo el costo del capital, sobre todo para las empresas pequeñas y medianas. En el período de estudio, tanto el encaje legal como las tasas activas del sistema bancario fueron muy elevadas.

Para aludir al costo del capital, se tomó el costo porcentual promedio de captación (CPP), por que es una referencia para las tasas activas de interés, ya 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.

Un indicador de las tasas de interés activas y pasivas, se obtiene al hacer la comparación entre la tasa de rendimiento de los Cetes y el CPP.

TASAS DE INTERÉS ACTIVAS Y PASIVAS

AÑO	ACTIVA ₁₎	PASIVA ₂₎
1980	24.25+10	27.94
1981	31.81+10	33.34
1982	46.12+10	57.86
1983	56.44+10	53.95
1984	47.54+10	49.32
1985	65.66+10	74.8
1986	95.33+10	105.4
1987	104.29+10	131.1
1988	45.48+10	51.47
1989	41.11+10	40.19
1990	29.23+10	25.84
1991	20.0+10	17.3
1992	22.8+10	17.5
1993	14.7+10	11.7

Fuente: Indicadores Económicos Banco de México, 1991.

Notas:

1) La tasa activa, es aquella que cobra la banca por el otorgamiento de crédito, en este caso se consideró como tasa activa al CPP más 10 puntos, por ser el promedio de sobretasa que cobra la banca comercial.

2) La tasa pasiva, es la que se paga a los ahorradores, en este caso se tomó la del Cete a 90 días.

En el cuadro anterior se consideró un margen de intermediación conservador, ubicado en promedio en 10 puntos entre las tasas activas y las pasivas, sin embargo en la práctica la sobretasa se ubica en un nivel mínimo de $cpp+5$ puntos y un máximo de 20 puntos.

En 1987 la tasa de los Cetes se colocó por encima del CPP, por lo que la banca para el otorgamiento del crédito tomó como base la tasa de interés del Cete, considerando una sobretasa adicional en función de las inversiones que el cliente tuviera con el banco.

b) El financiamiento a través de la colocación de instrumentos de deuda en el mercado de valores, se puede conseguir por medio de la colocación de acciones o de la emisión de instrumentos de deuda. La compra de acciones, le da derecho al inversionista a ser propietario de una parte proporcional del capital de la empresa.

En el mercado accionario sólo se permite el acceso a empresas grandes, en este tipo de mercado se requieren montos mínimos de capital para hacer inversiones elevadas y el riesgo es mayor, por lo mismo el número de inversionistas que pueden participar en él es limitado.

En relación a la emisión de instrumentos de deuda por parte de empresas privadas, esta disponible sólo para empresas grandes, mediante el papel comercial y las obligaciones.

IV.3.1 FINANCIAMIENTO POR MEDIO DE LOS MERCADO DE DINERO Y CAPITALES.

A) Mercado de dinero.

En relación al endeudamiento a través de la oferta pública de los distintos instrumentos de deuda gubernamentales que cotizan en el mercado de valores, se observó que de 1983 a 1993, en promedio más del 90% de los importes operados en el mercado de dinero correspondieron al títulos gubernamentales y sólo el restante 10% a instrumentos privados.

**MERCADO DE DINERO 1983-1993
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LOS MONTOS
EMITIDOS POR INSTRUMENTO**

AÑO	CETES	PAP. COM.	ACEP. BANC.	PRLV	PAGA FE	BON DES	TESO BONO	AJUSTA BONO	BONDIS	TOTAL
1983	96.64	3.36	0	0	0	0	0	0	0	100
1984	91.87	2.11	6.02	0	0	0	0	0	0	100
1985	79.62	0.92	19.46	0	0	0	0	0	0	100
1986	68.44	0.9	30.39	0	0	0	0	0	0	100
1987	87.88	0.7	10.34	0	0	0	0	0	0	100
1988	85.05	0.79	1.09	6.88	2.6	3.58	0	0	0	100
1989	83.26	3.62	2.1	0.31	1.89	8.12	0.1	0.49	0.1	100
1990	80.26	8.12	0.01	0.93	3.89	2.70	3.08	0.9	0.1	100
1991	71.48	14.25	0	0	5.71	2.3	1.44	4.81	0	100
1992	65.56	12.69	0.25	1.58	0	6.14	12.34	1.42	0	100
1993	65.98	11.1	0.25	1.69	0	3.22	16.10	1.65	0	100

Fuente: Anuarios Bursátiles, Bolsa Mexicana de Valores, 1988 a 1993.

El cuadro anterior nos muestra los montos emitidos por instrumento en el mercado de dinero, en él podemos ver que la participación porcentual de los Cetes ha disminuido y que ésta la han suplido instrumentos como los Tesobonos y los Ajustabonos; asimismo se observa una mínima participación de los instrumentos privados como son las aceptaciones y el papel comercial.

También es importante considerar el comportamiento de los rendimientos netos ofrecidos por los distintos instrumentos, en donde se puede observar la notable superioridad de las tasas de rendimiento ofrecidas por los Cetes, en comparación con los instrumentos privados, de los cuales el que ofreció una mejor tasa fue el papel comercial, sin embargo hay que recordar que éste instrumento tiene un riesgo implícito mayor al del Cete, en virtud de que su emisión se basa en la solvencia económica de las empresas emisoras.

TASAS NETAS DE RENDIMIENTO DE DISTINTOS INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN

AÑO	CETES 1	PAPEL COMERCIAL 2	ACEPTACIONE 3	PRLV 4
1984	49.32	46.85	46.7	47.45
1985	74.8	72.09	70.51	71.92
1986	105.98	108.37	96.44	94.3
1987	131.1	125.64	117.5	120.35
1988	51.47	54.74	55.27	31.75
1989	40.19	40.92	40.2	34.79
1990	25.94	30.11	28.5	22.73
1991	17.35	23.45	20.76	14.75
1992	17.38	27.21	25.89	19.2
1993	11.69	17.46	13.8	11.46
1994	18.35	21.11	28.14	15.36

Fuentes: 1984-1989 Macro Asesoría Económica, *Realidad económica de México*, 1994.
1990-1994, Indicadores Económicos, Banco de México..

Notas: 1) Cetes a 3 meses, 2) Papel comercial 28 días, 3) Aceptaciones 28 días y
4)PRLV a un mes.

B) Mercado de capitales.

En el mercado de capitales cotizan algunos instrumentos de renta fija del gobierno, como son: los bonos de renovación urbana, los bonos de indemnización bancaria y algunas obligaciones de empresas públicas, sin embargo, este mercado esta orientado en su mayoría, al financiamiento de las empresas privadas por medio de la colocación de acciones. Pero hay que recordar que los requisitos de inscripción y emisión de acciones a través de la oferta pública, sólo le da oportunidad a las grandes empresas.

CONCLUSIONES

El objetivo principal que se planteó en este estudio, fue el de analizar las repercusiones que puede tener en la economía mexicana, el financiamiento del déficit público.

En este sentido, la economía mexicana presentó el siguiente comportamiento:

- Durante el período que va de 1971 a 1976, el Estado llevó a cabo una política activa, vía incremento del déficit fiscal financiado fundamentalmente con créditos externos. Dicha política trajo consigo, en promedio anual, un crecimiento del 6% y una inflación del 15% respectivamente. Para 1977 se trató de reducir la inflación con un programa de estabilización acordado con el Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, el descubrimiento de yacimientos petroleros y el acceso fácil a créditos externos, causó el abandono de la política estabilizadora, para dar un mayor énfasis a la participación del Estado en la actividad económica, lo que trajo consigo elevados niveles de crecimiento e inflación, en toda la década de los setentas y hasta principios de los ochentas.
- Ante la crisis de deuda iniciada en 1982, y con la ausencia de recursos externos que financiaran el déficit, se observa un cambio en la posición deudora del gobierno, y la deuda interna empieza a cobrar importancia como fuente de financiamiento del déficit. Asimismo, a partir de ese año, se inicia un ataque frontal al problema inflacionario y un cambio radical de la concepción de la participación del Estado en la actividad económica, cuyos propósitos principales fueron: la aplicación de una estricta disciplina del gasto público, una disminución del déficit y el adelgazamiento del sector paraestatal.
- Se aplicó una política monetaria que privilegio el alza en las tasas de interés, la cual se instrumentó con el propósito de incrementar el ahorro interno y de disminuir las presiones sobre la oferta monetaria para financiar el déficit público, sin embargo, el impacto que tuvo sobre los costos financieros derivados del servicio de la deuda interna presionó sobre el déficit público,

FALTA PAGINA

101

No.....a la.....

ocasionando alarmantes déficit comerciales y con ello la vulnerabilidad del sector externo.

- Desde de 1992, las autoridades monetarias aurgumentaban que el déficit de la Cuenta Corriente, que sobrepasaba los 20 mil millones de dólares, se equilibraba con el de la Cuenta de Capital, sin embargo no tomaron en cuenta el carácter altamente especulativo de los capitales internacionales, que en cualquier momento y con el menor síntoma de inestabilidad, ya sea económica o política, pueden salir del país, dejar al Banco Central sin reservas y con ello provocar grandes desequilibrios en la economía nacional.

- Por otro lado, la mayor emisión de bonos gubernamentales y las altas tasas de encaje legal, ambos utilizados la mayor parte de la década de los ochentas para el financiamiento del sector público, dieron como resultado que el financiamiento dirigido al sector privado se contrajera.

- Asimismo, los instrumentos de corto plazo, hicieron que la inversión se canalizara hacia las actividades especulativas, quedando postergado el crecimiento de los sectores productivos. Esto es porque el aumento de las ganancias especulativas incentiva tanto a quienes son excluidos del aparato productivo como a quienes buscan ganancias altas de corto plazo.

APÉNDICE

A) LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS DEL SEXENIO 1988-1994.

En los primeros años de esta administración, el PIB mostró una tendencia creciente y llegó a ubicarse en 4.4% en 1990. Sin embargo a partir de 1991 se presentó un cambio en esta tendencia, que culminó con un virtual estancamiento del 0.4% en 1993 y una recuperación en 1994 al alcanzar el 2.5%. Como resultado el crecimiento promedio del sexenio fue del 2.9%.

Para 1992 ya se había avanzado en la estabilización de la economía, se tenía una inflación del 11.9% y se había logrado el equilibrio en las finanzas públicas, pero se registraba un déficit en la cuenta corriente de 23 mil millones de dólares (6.9% del PIB), financiado principalmente con capital de corto plazo. Sin embargo, se consideró que dicho déficit, más que se compensaba con el saldo de 26 mil millones de dólares de la balanza de capital, permitiendo incluso la acumulación de reservas internacionales.

En esas circunstancias se privilegió el objetivo de alcanzar una inflación similar a la internacional, lo que exigió seguir manejando el tipo de cambio como el “ancla” fundamental de los precios y a las tasas de interés como el instrumento principal para atraer capital del exterior y compensar el saldo negativo de la cuenta corriente. El tipo de cambio respondió al equilibrio global en la oferta y demanda de divisas y no a los diferenciales de la inflación interna.⁶¹

Es por ello que desde 1992 había razones técnicas para devaluar o aumentar el desliz cambiario, pero no se hizo y con ello se acumuló un diferencial inflacionario que abarató el dólar.

⁶¹ René Villarreal, “Emergencia: déficit externo y sobrevaluación”, Periódico Reforma, 7 de enero de 1995, p. 5A

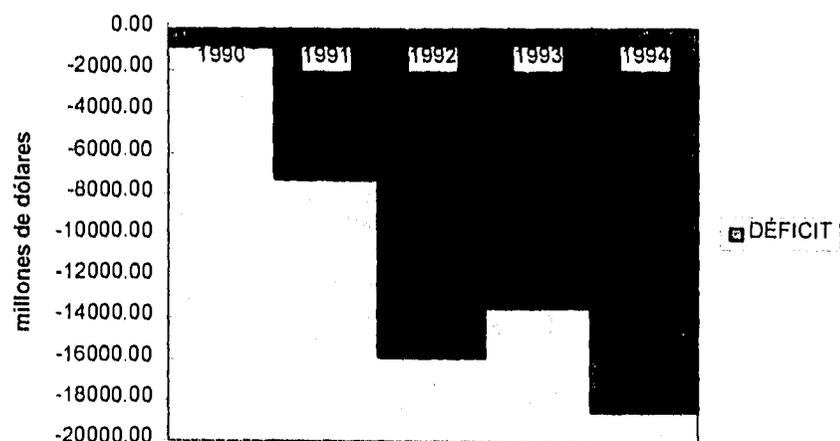
LA SOBREVALUACIÓN DEL PESO

AÑO	PRECIO DE MERCADO	MARGEN DE SOBREVALUACIÓN
1988	2,250.30	-12.3
1989	2,453.20	-3.2
1990	2,810.20	-2.9
1991	3,012.90	6.4
1992	3,094.10	12.2
1993	3,121.60	15.9
1994	3,453.10	9.2
1995	5,400.00	-39.9

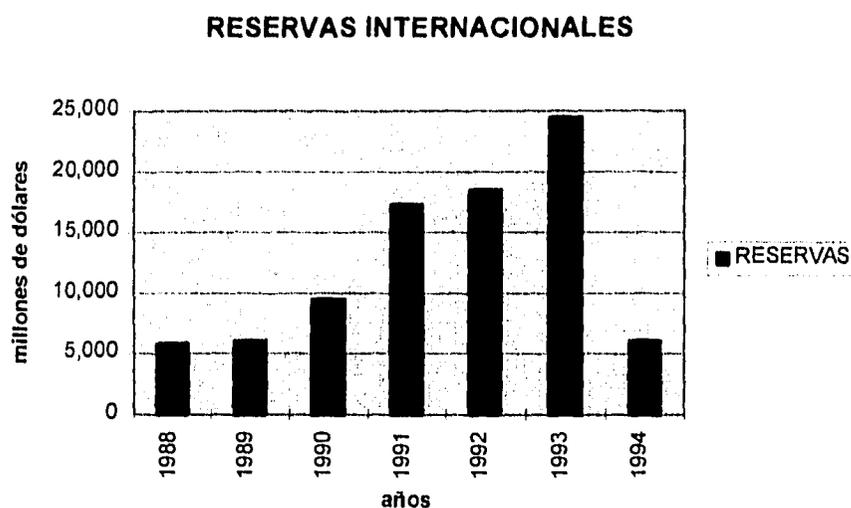
Fuente: Carlos Ramírez, Periódico *El Financiero*, 15 de enero de 1995. p. 22

Como se puede observar, en 1989 y 1990, el margen de subvaluación del peso fue casi nulo, pero a partir de 1991 el peso inicia su sobrevaluación respecto al dólar. Como consecuencia de esto, el considerable déficit de la cuenta corriente, propiciado por la sobrevaluación del tipo de cambio (estimada en 30 por ciento en 1994), significó un subsidio al precio del dólar, esto es un subsidio implícito a las importaciones y un impuesto a las exportaciones del mismo monto.

BALANZA COMERCIAL ACUMULADA



Para compensar el déficit de la balanza en cuenta corriente, se utilizó el mecanismo de la atracción de capitales. Es así que las reservas internacionales pasaron de 5 mil 885 millones de dólares en 1988, a 29 mil millones de dólares en febrero de 1994. Sin embargo este indicador cayó al orden de los 6 mil 148 millones de dólares en diciembre de 1994.



A pesar de que las reservas internacionales tuvieron incrementos substanciales a partir de 1990, se sabe que la gran mayoría de los capitales extranjeros se orientaron a inversiones para capturar beneficios derivados de las tasas de interés y de los cambios en los precios en las acciones, es decir, la lógica del capital financiero es obtener tasas de ganancia atractivas. El destino de estos flujos de capital fue el siguiente:

En financiamiento al gobierno, su aportación fue de 23.5 mil millones de dólares a través de instrumentos del mercado de dinero, como los Tesobonos, Cetes, Ajustabonos y Bondes, de los cuales los dos primeros, que son los de más corto plazo, concentraron el 93%.

Para el caso de las empresas, los datos son más elocuentes: mientras que las nuevas colocaciones de papel accionario en el extranjero representaron 10 mil 731 millones de dólares de 1990 a 1994, las inversiones en los distintos instrumentos de renta variable ascendieron a poco más de 50 mil millones de

dólares. Como se sabe esto le permite a las emisoras financiar parte de sus procesos productivos. Sin embargo, este tipo de operaciones únicamente participó de la sexta parte de los recursos y la mayor parte se destinó a la compra de títulos de renta variable con el propósito de obtener algún beneficio derivado de las variaciones de los precios de las acciones mexicanas, lo que revela la tendencia de tipo especulativo en la gran mayoría de los inversionistas extranjeros.⁶²

Por otro lado, de acuerdo a los informes de la Secretaría de Hacienda, el balance del Sector Público en 1994 registró un déficit de 3 mil 683 millones de nuevos pesos, lo que representó 0.3% del PIB.

El pago de intereses sobre la deuda pública ascendió a 32 mil 787 millones de nuevos pesos y al finalizar el año el saldo de la deuda total externa e interna consolidada con el Banco de México “se estima” en 37.2 % del PIB.

Asimismo, la deuda interna del gobierno federal pasó de 121 mil 840 millones de nuevos pesos en septiembre de 1994 a 164 mil 653 millones de nuevos pesos en diciembre del mismo año, este incremento se explica por el ajuste cambiario que impactó la valuación de la deuda en Tesobonos y por la disminución de las disponibilidades de la Tesorería de la Federación. Por último, al cuatro trimestre de 1994 el saldo de la deuda externa bruta se situó en 86 mil 435.8 millones de dólares.⁶³

⁶² Francisco Abarca E. “Inversión extranjera, altamente especulativa”, Periódico El Financiero, 2 de febrero de 1995, p. 6

⁶³ Periódico Reforma, 16 de febrero de 1995, p. 16A.

B) LOS FOCOS DE ALARMA DEL 1994.

La sobrevaluación del peso iniciada desde la segunda mitad de 1990 y que para 1994 alcanzó una magnitud preocupante, propició y alentó grandes volúmenes de importación, lo cual repercutió en incrementos substanciales del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El superávit de la cuenta de capital estaba conformado, sobre todo, de capital norteamericano altamente especulativo, que no llegó nunca con la intención de arraigarse, y se sabía que estaría aquí sólo mientras la tasa de interés permaneciera alta. Este capital recibió rendimientos muy atractivos de Tesobonos y de la Bolsa de Valores, substancialmente superiores a los que les hubieran dado los bonos del tesoro del gobierno norteamericano.

Sin embargo, a partir de marzo de 1994 las cosas empezaron a cambiar y el gobierno norteamericano decidió poner en marcha una política de aumento en las tasas de interés: los bonos gubernamentales de corto plazo (3 meses) empezaron a subir desde 1993 y los de largo plazo (30 años) a partir del primer trimestre de 1994, por lo cual, en el mes de julio para los inversionistas extranjeros el tener sus dólares en papel mexicano ya no era tan atractivo.

Asimismo, desde agosto el ritmo de crecimiento de las importaciones mexicanas se había ido hacia arriba, mientras que el de las exportaciones se había mantenido casi constante: en octubre y en relación al mes anterior, las exportaciones mexicanas crecieron el 13 % pero las importaciones lo hicieron al doble, es decir, el déficit provocado por el dólar barato tendía a aumentar.

Por otro lado, las reservas del Banco de México que en febrero de 1994 eran del orden de los 29 mil millones de dólares, en noviembre del mismo año habían caído a 17 mil 242 millones de dólares.

Al concluir 1994, el total de Tesobonos en circulación alcanzó 48 mil 889 millones de dólares a valor nominal. De ese monto, 16 mil 491 millones de dólares los concentraban inversionistas extranjeros.

Todo lo anterior nos indica que, la salida de capital en una situación de desequilibrio comercial creciente, propiciado principalmente por un tipo de cambio sobrevaluado, se transformaría en detonador de la crisis.⁶⁴

⁶⁴ Lorenzo Meyer, "Ética y discurso presidencial", Periódico Reforma, 2 de febrero de 1995. p. 7A.

C) CONSEJO MONETARIO.

A raíz de los efectos de la devaluación del 20 de diciembre de 1994, que provocó la grave crisis que padece el país y de la errónea actuación del Banco de México, se planteó la conveniencia de instaurar un consejo monetario que supla las funciones del banco central.

El consejo monetario establece un objetivo para la moneda y enfoca la política monetaria sobre la cual apoyarlo, sus condiciones son las siguientes:

- a) crear dinero sólo en respuesta al crecimiento de las reservas de divisas extranjeras;
- b) su única misión es garantizar el valor de la moneda;
- c) está totalmente libre de interferencia política;
- d) y no puede tener un objetivo inflacionario independiente del país, cuyo tipo de cambio tiene en la mira.

El consejo monetario le proporciona a todo mundo un valor garantizado para el tipo de cambio frente a una moneda de soporte, pero los demás precios tienen que ajustarse a ese objetivo.

Si la economía del país está en auge, su tasa inflacionaria podría exceder a la del país de soporte; pero si la economía del país está en depresión, el consejo monetario podría alentar una deflación.⁶⁵

La primera condición se refiere a que cualquier pretensión de los poseedores de activos financieros en el sentido de convertir sus pesos a dólares no se enfrentarían con ninguna dificultad.

La segunda condición implica, que el banco central abandone sus responsabilidades en el otorgamiento de crédito, tanto al sector público, como a los intermediarios financieros.

⁶⁵ David Hale, "Proponen sustituir al banco central", Periódico Reforma, enero 24, 1995. p. 11A.

Estas dos condiciones supeditarían el comportamiento de la base monetaria y de la economía a la tendencia que observen los activos internacionales en el país.

Asimismo, el que no se otorgue crédito a la banca de desarrollo, condenaría a la desaparición de buena parte de las empresas del país, principalmente las micro, pequeñas y medianas, que viven apoyadas por este tipo de créditos y que son importantes fuentes generadoras de empleo.

Para la banca comercial el no obtener financiamiento en estos momentos, representaría la quiebra inmediata de buena parte de ellas.

En síntesis, la propuesta tiene como propósito aparente el lograr que exista un libre convertibilidad del peso respecto al dólar, para evitar sobresaltos como los que han ocasionado las devaluaciones.

Sin embargo, un somero análisis del mecanismo puede revelar que en el fondo de la propuesta subyace la idea de subordinar el destino de México a las medidas de política económica puestas en práctica fuera de las fronteras nacionales (concretamente en Estados Unidos), además de que sentaría las bases para el desmantelamiento de buena parte del aparato productivo y del sistema financiero nacional.⁶⁶

⁶⁶ Francisco Abarca E., "Consejo Monetario, propuesta intervencionista", Periódico El Financiero, enero 26, 1995. p. 6.

D) ALGUNAS PROPUESTAS PARA UN NUEVO MODELO DE DESARROLLO.

Se debe incorporar y desarrollar tecnología que configure niveles de especialización y competitividad para avanzar en un desarrollo menos vulnerable en relación con el exterior. Esto por medio de políticas de promoción industrial destinadas a fortalecer sectores exportadores estratégicos que sean los encargados de financiar el crecimiento; lograr el encadenamiento de los anteriores sectores con las micro, pequeñas y medianas industrias, para asegurar que la inversión tenga un efecto multiplicador dentro del país y se generen empleos.

Generar políticas fiscales de estímulos a la reinversión, agilizar subsidios a los sectores productivos menos favorecidos.

Una política de financiamiento a la inversión, es decir, una política monetaria que asegure bajas tasas de interés y que promueva el ahorro de largo plazo. Con ello se debe lograr una estabilidad monetaria que elimine expectativas devaluatorias e inflacionarias, que genere un proceso de monetización, depósitos y colocaciones de largo plazo.

Por último, se deberían unificar criterios entre la banca de desarrollo y la comercial para el otorgamiento de créditos a la inversión productiva de largo plazo.

BIBLIOGRAFÍA

1. ACADEMIA MEXICANA DE DERECHO BURSÁTIL, A.C. Instrumentos del mercado de dinero, NAFINSA, México 1992.
2. ACEITUNO, Gerardo y Ruprah, Inder. “Déficit público e inflación” en Economía Mexicana, No. 4, CIDE, México, 1987.
3. AGUILERA, Gómez Manuel. “La deuda interna de México” en Momento económico, oct-nov 1985.
4. ALATORRE F., Manuel. “El círculo vicioso de la deuda interna de México” en Cotidiano, Vol.4, No.18, julio-agosto 1987.
5. AVILÉS J., Fortino R., Deuda interna, déficit público e inflación en México, 1977-1990. Un modelo econométrico. Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM, 1992.
6. BANAMEX. Instrumentos del mercado de dinero, Banamex-Banca de Inversión, México 1991.
7. BLEJER, Mario y Adrienne Cheasty, “Medición de los déficit fiscales: cuestiones analíticas y metodológicas”, Boletín del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), México, sept-oct 1992.
8. BOLSA MEXICANA DE VALORES. How to invest in Mexico, B.M.V., México 1991.
9. BRAILOSKY, Vladimiro, Clarke Roland y Warman Natán. “La política económica del desperdicio, México en el período 1982-1988” en Economía de los 80, Facultad de Economía, UNAM, México 1989.
10. BRANSON, William H. Teoría y política macroeconómica. FCE, 1992.
11. BUITER, Willem H. “Crowding Out and the effectiveness of fiscal policy” en Journal of Public Economics, North Holland Publishing Company, 1977.

12. CÁRDENAS, Enrique y Carlos Mannz. "Inflación y estabilización monetaria en México durante la Revolución", en El trimestre económico, Vol. LVI, No. 221, enero- marzo 1989, FCE, México 1989. pp. 57-79
13. CÁRDENAS, Enrique. La hacienda pública y la política económica 1929-1958, FCE, México 1994.
14. CEPAL-PNUD. Deuda interna y estabilidad financiera, Vol. I y II, Grupo Editorial Latinoamericano, Buenos Aires, Argentina 1988.
15. CHAVARRIA, Fernando y Castillo, Juan. Financiamiento del déficit público y sus implicaciones macroeconómicas 1983-1987. Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM, 1990.
16. DORNBUSCH, Rudiger y Fisher, Stanley. Macroeconomía, Ed. McGraw-Hill, México 1989.
17. FAYA V., Jacinto. Finanzas públicas. Ed. Porrúa, México 1981.
18. FRIEDMAN, Benjamin M. "Crowding out or crowding in? economic consequences of financing government deficits" en Brooking papers of economic activity, Harvard University, 1978.
19. FRY, Maxwell. "Manejo del financiamiento del déficit" en Monetaria, CEMLA, Vol. IV, No.1, ene-mar 1991.
20. IZE, Alain y Vera, Gabriel (compiladores). La inflación en México, Ensayos, EL Colegio de México, México 1984.
21. GRACIA Alba, Pascual y Serra Puche, Jaime. "Causas y efectos de la crisis económica de México" en Jornadas, No. 104, El Colegio de México, 1984.
22. GIRÓN G., Alicia. "Deuda interna y mercado de valores" en Problemas del desarrollo, Vol.22, No.86, jul-sep 1991.
23. HEYMAN, Timothy. Inversión contra inflación. Análisis y administración de inversiones en México. Ed. Milenio, México 1992.

24. HUERTA, Arturo. La economía mexicana más allá del milagro. Ediciones de Cultura Popular, IIE, UNAM, México 1985.
25. HUERTA, Arturo. Liberalización e inestabilidad económica en México. Ed. Diana, México 1992.
26. KEYNES, John M. Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. FCE, México 1984.
27. LASA, Alcides José. "Una nota sobre el concepto de déficit real del Sector Público: El caso de México" en Investigación Económica, No. 178, octubre-diciembre 1986.
28. LASA, Alcides José. "Deuda pública interna y estabilidad en México, 1983-1988" en Comercio Exterior, Vol.41, núm.6, México, junio de 1991.
29. MARTÍNEZ, Víctor M. Notas sobre el curso del mercado de dinero, UAM-A, México 1992.
30. NUÑEZ Estrada, Héctor R. Mercado de dinero y capitales. Ed. PAC, S.A. de C.V., México 1992.
31. PETRICIOLI, Gustavo. "Políticas e instrumentos de orientación selectiva del crédito en México" en Fernández Hurtado Cincuenta años de Banca Central en México, Lecturas No. 17, FCE, México 1976.
32. PODER EJECUTIVO FEDERAL. Plan Nacional de Desarrollo 1983-1988, México 1983.
33. PODER EJECUTIVO FEDERAL. Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, México 1989.
34. RETCHKIMAN, Benjamín. Introducción al estudio de la economía pública. UNAM, México 1977.
35. REYES HEROLEZ, Jesús. "Estabilización y crecimiento en México: gestión de la deuda pública interna" en El trimestre económico, oct-dic 1989.

36. RUIZ Sacristán, Carlos. "Aspectos generales de la deuda pública interna" en Ejecutivos de finanzas, Vol. 19, No.7, diciembre de 1990.

37. SECRETARÍA DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO. La Hacienda Pública de México a través de los informes presidenciales, Publicaciones históricas, México 1951.

FUENTES ESTADÍSTICAS:

1. BANCO DE MÉXICO. Indicadores Económicos, Dirección de Investigación Económica, México, varios años.

2. BANCO DE MÉXICO. Informe Anual, Dirección de Investigación Económica, México, varios años.

3. BOLSA MEXICANA DE VALORES. Anuario bursátil, B.M.V., México 1988 y 1991.

4. MACRO ASESORÍA ECONÓMICA, S.C. Realidad económica de México. Compendio estadístico, Ed. Iberoamericana, México 1991 y 1994.

FUENTES HEMEROGRÁFICAS:

1. ABARCA E., Francisco. "Inversión extranjera, altamente especulativa", Periódico El Financiero, 2 de febrero de 1995. P. 6.

2. HALE, David. "Proponen sustituir al banco central", Periódico Reforma, 24 de enero de 1995. P. 11A.

3. MEYER, Lorenzo. "Ética y discursos presidencial", Periódico Reforma, 2 de febrero de 1995. P. 7A.

4. Periódico Reforma, 16 de febrero de 1995. P. 16A.
5. RAMÍREZ, Carlos. “La sobrevaluación un error”, Periódico El Financiero, 15 de enero de 1995. P. 22.
6. VILLARREAL, René. “Emergencia: déficit externo y sobrevaluación”, Periódico Reforma, 7 de enero de 1995. P. 5A.