

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES

“ARAGON”

FALLA DE ORIGEN

EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO;
UNA OPCION DE FINANCIAMIENTO A
TRAVES DEL MERCADO DE VALORES.
ANALISIS PROFOSITIVO

TESIS PROFESIONAL

Que para obtener el Título de:

LICENCIADO EN ECONOMIA

P r e s e n t a :

SANDRA ELENA CORREDOR CARRILLO



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

Quiero dedicar el presente trabajo a todos los que me han brindado su apoyo, tiempo, dedicación y consejo para mi formación, no solamente como profesionista, sino como persona: mis padres, esposo, hermanas, profesores y amigos.

Mi más sincero agradecimiento.

I N D I C E

	Página
PROLOGO.....	I
CAPITULO I METODO Y MARCO TEORICO.....	1
A. Marco Teórico	1
B. Método	16
C. Problema e Hipótesis	17
D. Objetivos	21
CAPITULO II EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.....	23
A. Antecedentes.....	23
B. El Sistema Financiero Actual.....	37
CAPITULO III EL MERCADO DE VALORES.....	51
A. Antecedentes.....	51
B. Desarrollo.....	58
C. Evolución Reciente.....	66
D. Marco Institucional.....	73
CAPITULO IV EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO: UNA OPCION DE FINANCIAMIENTO A TRAVES DEL MERCADO DE VALORES.....	90
A. Introducción.....	90
B. Evolución Económica.....	94
C. Emisión de Pagares de Mediano Plazo.....	99
1. Definición.....	99
2. Características.....	100
3. Objetivo.....	102
4. Marco Normativo.....	104
5. Procedimiento de emisión.....	105
D. Costos de emisión.....	109
E. Montos Emitidos.....	111

CAPITULO V	REFLEXIONES Y CONCLUSIONES FINALES.....	117
	A. Reflexiones finales.....	117
	B. Política Económica aplicada.....	123
	C. Conclusiones.....	128
	D. Recomendaciones finales.....	129
ANEXO 1	Formato de solicitud para la inscripción en el registro nacional de valores e intermediarios y de autorización de oferta pública de los pagarés de mediano plazo.....	134
ANEXO 2	Formato de aviso de oferta pública de suscripción o venta de pagarés a mediano plazo.....	136
ANEXO 3	Avisos de oferta pública de pagarés de mediano plazo de LA SIERRITA SA y ACEROS AM SA.....	138
ANEXO 4	Costos de emisión de pagarés a mediano plazo.	140
BIBLIOGRAFIA.....		143
ANEXO ESTADÍSTICO		

P R O L O G O

Generalmente, el prólogo de cualquier obra o de cualquier trabajo, sea de carácter científico, técnico o literario, es el espacio más buscado por el autor, en la medida que es ahí donde pueden exponerse con mayor libertad ciertas ideas y juicios que escapan del rigor de la formalidad requerido por los procesos de investigación y exposición, más todavía por éste que por el grato placer de la indagación.

Adicionalmente, el prólogo es suficientemente flexible para anticipar los aspectos más sobresalientes y el contenido general del trabajo, de tal forma que funciona también como una conveniente introducción. Así pues, este prólogo es también la introducción o, en sentido inverso, esta introducción es también el prólogo de este trabajo de tesis.

Procedo a exponer algunas de las razones que me condujeron a elegir este tema de investigación. Sea pues.

He tenido la oportunidad de desarrollar una breve pero estimable experiencia en el sector financiero, más estimable en el sentido emotivo que en eso que se denomina con frecuencia: ser un experto. Desde la fecha en que egresé de la universidad entre en contacto casi de manera abrupta con nuevos conceptos, términos y conocimientos de uso común en el mercado de valores: múltiplos, utilidades, índices, precio/valor en libros, oferta pública primaria, valores nominales, valores de descuento, tasas de interés, tasas equivalentes, etc.

El conocimiento de estos nuevos términos y conceptos, por lo demás, desconocidos hasta entonces, toda vez que jamás fueron materia de estudio en la escuela, dieron lugar a un estado casi de fascinación, causado por la gran diversidad de instrumentos de financiamiento e inversión existentes y por la vertiginosa dinámica del mercado de valores.

Este primer acercamiento al medio financiero dejó en mí la impresión de un mercado altamente complejo y tecnificado. Sin embargo, y aún cuando esto es cierto, pronto fue quedando claro que el funcionamiento del mercado financiero se reduce a un hecho simple: el proceso de ahorro e inversión. Por otro lado, la Bolsa de Valores sólo es una parte más del sistema financiero. Naturalmente, la intermediación financiera tiene lugar en el mercado de valores de acuerdo con ciertas particularidades que la hacen diferir esencialmente de la intermediación bancaria. Mientras que la captación de recursos y la colocación de créditos por cuenta de los bancos forma parte de sus operaciones pasivas y activas y entran necesariamente a su balance, las casas de bolsa realizan una función que bien podría denominarse "intermediación financiera pura". Esto es, los intermediarios bursátiles sólo relacionan a emisores de títulos de deuda o capital con el público inversionista razón por la cual ni las deudas ni los capitales ofrecidos son parte de su balance; constituyen, finalmente, carteras de inversión que son administradas por cuentas de terceros.

Igualmente estimulante fue ver como la formación teórica y metodológica recibida en la escuela, fue guiando paulatinamente el pensamiento hasta llegar a percibir en forma más o menos ordenada el alud

de información y conceptos que generan los mercados financieros. El pensamiento se convirtió en un dispositivo ordenador tal como si fuera un mecanismo taxonómico que acomodara las cosas vistas y dispuestas de un modo caótico, en un anaquel clasificado y debidamente ordenado según su especie y según su género.

Durante la vida de estudiante, se vive con una constante desazón que emana de la aparente disociación entre la prolongada formación teórica y metodológica que contienen los planes de estudio y los sectores productivos reales, tangibles, con cambios continuos y con múltiples problemas por resolver.

Una de las preguntas más inquietantes solía ser la siguiente: ¿cómo se va a competir en los mercados de trabajo con un cargamento de teorías y métodos diversos?. Y he aquí que, finalmente, ese no fue un hecho tan desafortunado; pudo percibirse paulatinamente que no hay tal separación entre teoría y realidad, que ambos integran una unidad dialéctica que avanza continuamente hacia formas más acabadas de conocimiento. Vimos que la comprensión de la realidad económica y social, incluido el mítico sector financiero, se despliega en forma idéntica al método aplicable a la economía expuesto por Marx en una de sus obras fundamentales.¹ Ahí, donde antes sólo se observaban información y datos aislados, operaciones financieras envueltas generalmente en un velo misterioso, pudieron verse después conceptos, categorías y fenómenos con una conexión y causalidad fácilmente o por lo menos, más fácilmente comprensibles.

¹ Ver Marx, Karl, EL MÉTODO DE LA ECONOMÍA POLÍTICA.

Esta percepción simple del sector financiero no es una vanalidad; estimamos de todo punto necesario simplificarlo, desfetichizarlo para dejarlo a la vista simplemente como la entidad que relaciona, bajo cualquier modalidad, la oferta y demanda de dinero.

La indagación, la formación de corte teórico que ofrece nuestra universidad hicieron posible, en mi caso particular, comprender gradualmente el sector financiero. Sin embargo, debe hacerse un esfuerzo permanente para presentar un sector, sencillo, eficiente y asequible, en el sentido más amplio, a cualquier usuario. Es deseable también que la formación de los universitarios se vea enriquecida con el acervo técnico y el instrumental operativo que les permita un mejor desempeño profesional y una mayor participación en el logro de los grandes objetivos nacionales, como podría ser democratizar el sector financiero.²

El acceso de las empresas a cualquier modalidad de financiamiento se ha facilitado apreciablemente durante los últimos años. La variedad de instituciones e instrumentos crediticios se han ampliado hasta el punto de ofrecer el producto exactamente requerido por cada tipo de usuario.

Además de la banca, operan numerosas empresas de factoraje, arrendadoras, uniones de crédito, sociedades financieras de objeto limitado, cajas de ahorro, etc. y, por su puesto, las casas de bolsa que ofrecen financiamiento bursátil.

² Hemos tenido conocimiento de un ambicioso programa de reformas al plan de estudios de la carrera de Economía de la ENEP Aragón, que combina satisfactoriamente la formación teórica y técnico-instrumental, sin duda esta medida redundará en la formación de economistas con mejores niveles de preparación, competencia profesional y compromiso social.

Sin embargo, las empresas y, en general, cualquier demandante de crédito, acuden preferentemente a los intermediarios e instituciones tradicionales: los Bancos. La razón estriba en que muchas de las otras opciones de financiamiento no son suficientemente conocidas. El acceso a los mercados de crédito depende en gran medida del conocimiento existente sobre cada uno de los productos. El ingrediente principal de los mercados eficientes es la información, a su vez, la eficiencia del mercado supone el libre y equitativo acceso de todos los participantes a ella.

En este sentido, podríamos decir que los mercados de financiamiento mexicanos no son enteramente eficientes, debido a la desigualdad imperante en los niveles de acceso a la información entre los participantes.

Evidentemente, esta desigualdad proviene de las dimensiones y características de cada empresa. La gran empresa cuenta con elevada dotación de capital, tecnología de punta, acceso a los mercados, organización, cuadros directivos y administrativos calificados y áreas de administración y finanzas debidamente integradas. Una de las tareas de los financieros de ese tipo de organizaciones consiste en la obtención y administración de recursos en la forma más eficiente, procurando su mayor rendimiento con el menor costo posible.

Por el contrario, las empresas pequeñas y medianas carecen frecuentemente de esa infraestructura administrativa. En numerosos casos se trata de empresas familiares que hacen recaer la responsabilidad de la

conducción del negocio en alguno de los socios o en el dueño. La ausencia de un área formal de planeación financiera no sólo hace más compleja la obtención del crédito, además, hace más difícil la elección del instrumento más idóneo de acuerdo con el ramo y el ciclo productivo y financiero de la empresa.

Un buen ejemplo de esta situación es el financiamiento bursátil. Hemos expuesto líneas atrás, que este segmento del mercado ha sido rodeado de una atmósfera de exclusividad y de misterio que es preciso suprimir. La emisión de algún instrumento bursátil es, ciertamente, un proceso complejo pero nada que este fuera del alcance del público. El proceso de emisión implica una vasta lista de actividades que pueden agruparse de manera general como sigue: negociación y cierre de la operación, elaboración de información económica, técnica y financiera, determinación del nivel de riesgo por una empresa calificadora, solicitud de autorización a la Comisión Nacional de Valores (CNV), autorización de la junta de gobierno del CNV y, finalmente, inscripción, oferta pública, depósito de los títulos representativos de la emisión en el INDEVAL y colocación a través de la Bolsa Mexicana de Valores.

Más importante que el proceso de emisión es la formulación de un diagnóstico que defina con precisión las necesidades de financiamiento de la empresa emisora, con arreglo a las características de sus mercados, productos, tecnología, proceso productivo y operativo, aprovisionamiento, ventas, cobranza y, en correspondencia con ello, la elección del tipo de financiamiento más idóneo en términos de monto, plazos, amortizaciones, tasas de interés, pago de intereses, etc.

Ante el escaso conocimiento financiero, las empresas pequeñas y medianas son asesoradas por los ejecutivos de las casas de bolsa; empero, con frecuencia también carecen del conocimiento técnico y de la sistematización de procedimientos necesaria para hacer más sencillo y oportuno el proceso de emisión, lo que conduce algunas veces a la toma de decisiones equivocadas y a un tiempo de respuesta muy prolongado.

Cuando las empresas que presentan este perfil desean acudir al mercado de valores en busca de recursos frescos enfrentan numerosas dificultades que no siempre son resueltas por sus asesores financieros y que las envían de regreso a considerar las opciones tradicionales del mercado.

Este hecho suscitó la inquietud y necesidad de ensayar un ejercicio que tuviera como propósito ilustrar en forma general la mecánica de emisión y oferta pública de un papel bursátil a través del mercado de valores. Para este fin, hemos elegido el pagaré de mediano plazo (PMP) toda vez que se trata de un mecanismo de financiamiento relativamente nuevo, con características financieras innovadoras y con una adecuada aceptación entre las empresas medianas.

El pagaré de mediano plazo surgió en 1991 con el propósito de otorgar apoyo financiero a empresas con necesidades de capital de trabajo permanente derivadas de la prolongada duración de sus ciclos productivos.

Este instrumento fue creado de acuerdo con las disposiciones de carácter general dictadas por la CNV, en su circular 10-143, de fecha 13 de marzo de 1991, en la que se regula la emisión, registro, autorización y oferta pública de los pagarés de mediano plazo.

Numerosas empresas correspondientes a diversos sectores productivos han acudido a la emisión de PMP desde la fecha en que fue autorizado, por lo cual, los montos emitidos han sido de considerable magnitud y han observado un crecimiento alto y sostenido. En cierto modo este hecho ha obedecido a la sustitución progresiva del papel comercial, instrumento a corto plazo, por el pagaré de mediano plazo. A su vez, esta situación es resultado de cambios económicos de significación que han inducido a las empresas a requerir mayores plazos de tenencia de los recursos financieros contratados, aspectos que se tratan con mayor amplitud en el cuerpo del trabajo.

La presente investigación consta de cinco capítulos dispuestos en la siguiente forma: En el capítulo I denominado Método Y Marco Teórico, se abordan los conceptos y categorías de análisis que permiten construir la hipótesis general que orienta el desarrollo del trabajo. En el capítulo II se presenta una reseña histórica del sistema financiero mexicano, haciendo énfasis en los hechos que han dado lugar a la creación de las instituciones sobre las cuales ha evolucionado. En el apartado siguiente se ilustra en forma general el desarrollo del mercado de valores, destacando su importancia como uno de los segmentos del sistema financiero, principalmente durante las últimas dos décadas.

En el capítulo IV se exponen las características financieras y la mecánica de emisión del pagarés de mediano plazo. Adicionalmente, se muestra un análisis numérico relativo a los montos emitidos, los sectores financiados y a las tasas de interés que han sido aplicadas.

Por último, en el capítulo V se ensayan algunas reflexiones que pretenden actualizar algunos de los conceptos vertidos en el curso de la investigación a la luz de los hechos y de la situación económica y social que prevalece en la actualidad. Asimismo, se ofrecen algunas recomendaciones tendientes a facilitar el acceso de las empresas medianas al financiamiento bursátil.

Es preciso insistir en este último punto. Los bancos, las casas de bolsa y otros intermediarios financieros, deben desplegar un importante esfuerzo entre las empresas emisoras o tomadoras de crédito y el público inversionista, para difundir sus productos y servicios de manera sencilla y clara, con la finalidad de hacer más accesible la participación de un mayor número de usuarios en los mercados financieros en general. Contribuir al logro de esos objetivos es uno de los propósitos de este trabajo. Si se cumple tal propósito por lo menos en alguna medida, podremos considerarnos satisfechos.

Finalmente, es menester expresar mi profundo agradecimiento al Lic. Gerardo Hernández Ponce, profesor de la ENEP ARAGON, por su valiosa orientación y sugerencias en el desarrollo de esta investigación. Su disposición constante y su apreciable experiencia académica fueron un

apoyo invaluable, sin el cual este trabajo no hubiera visto su forma final.

CAPITULO I

METODO Y MARCO TEORICO

A. Marco Teórico

El siguiente apartado tiene como objetivo presentar una explicación teórica sobre la vinculación del proceso de ahorro e inversión con el desarrollo económico de acuerdo al pensamiento Keynesiano, con el fin de brindar una aproximación del funcionamiento de nuestro objeto de estudio.

La generación de ahorro es requisito necesario para lograr un sano y sostenido crecimiento de la economía, pero esa relación no es funcional sin la adecuada transferencia de recursos monetarios de las entidades superávitarias a las deficitarias, de ahí la importancia del sistema financiero como CAPTADOR Y MEDIO DE TRANSFERENCIA DE AHORRO.

EL AHORRO.

El empleo total depende de la demanda total y el paro es el resultado de una falta de demanda total. El término de demanda, tal como lo usa Keynes, designa la demanda total del conjunto del

sistema económico. Para medir el volumen total de la producción Keynes utiliza la cantidad de trabajo empleado. El precio de la demanda total, dado cierto nivel de empleo, es la suma total de dinero o ingresos que se espera por la venta del volumen de la producción.

El empleo depende de la demanda total y ésta, a su vez, es igual al ingreso total, así la teoría general del empleo es una teoría del ingreso total.

El empleo da como resultado la elaboración del volumen total de producción y la creación del ingreso. El volumen total de producción tendrá un valor igual al ingreso total. "cuando aumenta la ocupación aumentará también el ingreso global real de la comunidad; la psicología de ésta, es tal que, cuando el ingreso real aumenta, el consumo total crece, pero no tanto como el ingreso"¹, por lo que se genera un excedente adicional monetario que no se consume y que se le denomina ahorro.

El ingreso social (Y) está determinado por los gastos de consumo (C) más el ahorro de la sociedad (S), lo que se expresa como:

$$Y = C + S$$

El ahorro es parte del ingreso que no se consume y que se traducirá posteriormente en inversión (I).

¹ Keynes, J.M. TEORÍA GENERAL DE LA OCUPACION, EL INTERES Y EL DINERO, pág. 35.

$$S = I$$

$$Y = C + I$$

Las modificaciones de los niveles de ahorro dependerán fundamentalmente de las variaciones del nivel de ingreso. Asimismo un alza significativa en la tasa de interés también puede influir en el corto plazo para que el ahorro aumente, aunque en el mediano plazo puede provocar una baja en la inversión por el encarecimiento de los costos financieros y posteriormente una reducción en el nivel de ingreso y como consecuencia, una reducción del monto del ahorro, el consumo y el volumen de ocupación.

Como el gasto de consumo aumenta menos que el ingreso cuando éste se eleva, por tanto, no puede haber aumento en el empleo a menos que haya una elevación de la inversión. Lo que significa que la inversión tiene que aumentar hasta cubrir la diferencia entre el ingreso y el consumo para mantener el nivel de empleo.

El volumen total de la producción está integrado por la producción de bienes de consumo y la de bienes de capital. Todo aumento en el empleo tiene que dividirse entre la producción para el consumo y la de bienes de inversión.

En el caso de México la población que ahorra es solamente la de ingresos medios y altos que no representan a la mayoría de la población. De acuerdo al planteamiento de Keynes tendrían que

aumentarse sustancialmente los niveles de ingreso de la mayoría de la población para incrementar el nivel de ahorro, pues en un entorno de crisis, como el que vivimos actualmente, la población consume la totalidad de sus escasos ingresos.

LA INVERSION

Por inversión productiva se entiende el incremento neto de medios de producción, es decir, el aumento de activos fijos como maquinaria, equipo, instalaciones de trabajo, llamados también medios de producción o de capital.

Los capitalistas que invierten lo hacen en función del rendimiento neto probable que piensan obtener sobre la inversión que realizan durante los años de vida útil de los bienes de capital.

Para determinar si existe incentivo para invertir Keynes compara dos variables:

a) El costo o precio de una unidad adicional de un bien de producción, o sea, el costo de reponer esa unidad de activos fijos (C_r), el cual nos permite obtener una tasa (r) llamada eficacia marginal de capital o tasa de rendimiento probable sobre la inversión a partir de los rendimientos absolutos anuales esperados (R).

$$Cr = \frac{R1}{(1+r)} + \frac{R2}{(1+r)^2} + \frac{R3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Rn}{(1+r)^N}$$

La tasa de rendimiento probable sobre la inversión siempre es calculada por el capitalista en su proyecto de inversión, debido a la necesidad de conocer una estimación de que tasa ganaría en caso de involucrarse en el proyecto productivo, con el fin de compararla con otras opciones que se presentan en los mercados de dinero y de capitales.

b) El otro elemento a comparar es el valor presente (V) de los rendimientos esperados (R) del bien de capital descontado a la tasa de interés (i) que es un dato conocido.

$$V = \frac{R1}{(1+i)} + \frac{R2}{(1+i)^2} + \frac{R3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{Rn}{(1+i)^N}$$

Así, habrá incentivos para invertir en tanto el valor presente del bien del capital adicional sea mayor a su costo de reposición es decir $V > Cr$ o en tanto que $i < r$.

En síntesis, habrá incentivos para la inversión productiva cuando la tasa marginal de capital sea mayor que la tasa de interés del mercado, en tanto que, cuando se presente una relación contraria, los inversionistas no mostrarán interés en producir.

En el planteamiento de Keynes las previsiones en torno a los rendimientos esperados son fundamentales en la decisión de invertir así como el nivel de la tasa de interés.

Para formar previsiones se toman en cuenta los factores macroeconómicos y microeconómicos tales como la demanda específica de la producción; la política económica y comercial, la perspectiva de venta, entre otros, los que en su evaluación de conjunto de ser favorable, produce un estado de confianza que motiva la decisión de invertir.

En el caso de que la evaluación no sea satisfactoria se genera un estado de desconfianza, es decir, temor e inseguridad respecto al futuro de la economía y los negocios, lo que puede ocasionar en los empresarios tomar la decisión de no invertir en actividades productivas y tratar de mantener su dinero en inversiones financieras de corto plazo o cuando es el caso extremo atesorarlo.

La eficacia marginal de capital se caracteriza por la inestabilidad a corto plazo y por una tendencia al descenso en el largo plazo, las fluctuaciones de la eficacia marginal de capital son la causa fundamental del ciclo económico.

Keynes denominó preferencia por la liquidez al fenómeno de que los inversionistas tiendan a mantener saldos líquidos basados en la incertidumbre o expectativas desfavorables respecto al futuro, lo que impide la inversión productiva.

La preferencia por la liquidez es el barómetro del grado de confianza sobre el futuro. La tasa de interés es la medida del grado de desconfianza, al ser ésta el pago por desprenderse de la liquidez.

Estas ideas conexas entran en la teoría de Keynes que puede enunciarse como sigue: "En un mundo en que el futuro económico es sumamente incierto y en que el dinero es una forma importante de acumular riqueza, el nivel general de empleo depende de la relación entre los beneficios esperados de la inversión en bienes de capital y el premio de interés que hay que pagar por inducir a los poseedores de riqueza a transferir el dominio de su dinero. Si hay confianza en el futuro habrá inversión real y el empleo tendrá un nivel elevado. Aunque haya de seguir pagando interés por el no atesoramiento, este premio puede ser pagado y permite también a los empresarios para realizar una inversión real en los términos en que esperan beneficios. Cuando falta la confianza en el futuro y las previsiones en los beneficios son sombrías, el premio necesario para conseguir que los poseedores de riqueza se desprendan de su dinero excederá al tipo esperado de rendimiento. La inversión y el empleo descenderán a un nivel bajo".²

² Dillard, Dudley. LA TEORIA ECONOMICA DE JOHN MAYNARD KEYNES, pág. 14.

ELEMENTOS DEL SISTEMA FINANCIERO

Para contribuir a la generación y transferencia de ahorro, el sistema financiero debe proporcionar opciones de inversión y de financiamiento, que faciliten la captación de ahorro y su colocación entre los diversos usuarios del crédito y atender, a su vez, las necesidades, preferencias e intereses de oferentes y demandantes.

El mercado financiero, como cualquier otro mercado que trabaje de forma eficiente, requiere de amplia participación de quienes colocan o reciben capitales, satisfactoria diversificación de instrumentos para llevar a cabo la colocación y recepción de los recursos y agilidad para contactar rápidamente la oferta y demanda de dinero.

La realización de esas actividades también requiere de intermediarios financieros, que en forma masiva, actúan en los correspondientes mercados para satisfacer los múltiples y particulares requerimientos de quienes acuden a ellos, ya sea para obtener un beneficio de sus recursos excedentes o para allegarse fondos aplicables a su actividad económica.

Cuando esas diversas actividades se realizan bajo un orden jurídico que las regula, les da estructura y coherencia para que

contribuyan a realizar fines comunes, se está en presencia de un sistema financiero.

En el sistema financiero los intermediarios captan recursos del público ofreciendo combinaciones de seguridad, liquidez y rendimiento de acuerdo a las necesidades de los inversionistas y colocan los recursos en condiciones que a su vez se adecuan a los requerimientos de los solicitantes de financiamiento.

Los elementos que conforman el sistema financiero están vinculados entre sí y se refieren principalmente a la naturaleza que la ley atribuya a la prestación de servicios financieros, al régimen aplicable a la prestación de esos servicios por el Estado y por los particulares, a las condiciones de la regulación a la que esos servicios estén sujetos, asignación de los diferentes servicios a los diversos tipos de intermediarios, conforme a los criterios de especialización o de generalidad.

En algunos sistemas económicos la actividad bancaria y otras actividades financieras se consideran servicios exclusivos del Estado, es decir, un servicio público, en tanto que, en otros es apreciada como una actividad de interés general.

Dependiendo de la doctrina económica que adopte cada país en su legislación, la actividad bancaria y los servicios financieros pueden considerarse como servicio de interés público ó como servicio de interés general inherente a entidades privadas.

Así, se distinguen dos términos para la actitud que el Estado asume ante los particulares de acuerdo a la naturaleza en que se defina el servicio de banca y crédito: el de concesión y el de autorización.

El primer término está relacionado con el concepto de servicio público de responsabilidad inherente al Estado, sin embargo, esto no implica que aquel sea quien lleve a cabo las actividades correspondientes, pues en ocasiones permite que los particulares accedan a ellas a través de la concesión.

En otros casos la actividad financiera tiene carácter de servicio de interés general, pero no se considera inherente o propia del Estado, en ella pueden participar los particulares, quienes tienen el derecho de efectuarla, aunque por su importancia social ese derecho se encuentra restringido hasta que se da un reconocimiento estatal, el que se materializa en una autorización.

De la naturaleza que otorgue a la prestación de los diversos servicios financieros depende en gran medida que su ejercicio se reserve de manera exclusiva al Estado, a los particulares o se configure un sistema financiero mixto en el que el Estado se reserve la propiedad y el control de algunas instituciones, reconociendo que el resto de ellas se encuentra referido a la esfera de los particulares.

Este último sistema es el más generalizado, siendo característica común en distintos países que el Banco Central y las instituciones de fomento sean controladas por el Estado y la banca comercial propiedad de la iniciativa privada.

Las características del régimen que norme y estructure al sistema financiero, son elementos primordiales del mismo. Cuando los sistemas financieros iniciaron su funcionamiento la regulación no era específica, toda vez que, se utilizaba la legislación correspondiente a las actividades mercantiles o en otros casos la reglamentación era limitada.

El crecimiento económico originó, por regla general, la creación y fortalecimiento de un mercado de dinero para después presentar condiciones propicias para el desarrollo del mercado de capitales; fueron los bancos quienes iniciaron una intermediación financiera especializada con carácter profesional.

La regulación financiera ha avanzado conforme el sistema financiero ha evolucionado; cuando el sistema bancario inició su desarrollo, el régimen legal tuvo como objetivo procurar la sana situación financiera de las instituciones como medida de protección de los intereses del público. Después los objetivos se ampliaron para garantizar la conveniente canalización de los recursos en beneficio de los sectores demandantes.

Las reglas se han modificado paulatinamente con propósito de apoyar la aplicación de políticas regulatorias de la moneda, el crédito y los cambios y para establecer especialización de funciones diferenciando rigurosamente a los diversos tipos de intermediarios financieros.

En épocas recientes los sistemas financieros están sujetos a regulaciones de considerable magnitud, alto grado de especialización y complejidad, sin embargo, también se observa una tendencia a liberalizar los regímenes aplicables al quehacer financiero sobre todo en el sector bancario para hacerlo más eficiente.

La liberalización de las operaciones bancarias consiste en armonizar medidas que procuren el cumplimiento de diversos objetivos, como adecuada solvencia y liquidez, eficacia en la aplicación de políticas regulatorias de la moneda, el crédito y los cambios, protección de los intereses del público y acceso a crecientes niveles de eficiencia en los servicios que realiza la banca.

Cuando se habla de regulación excesiva se entiende aquel régimen que trata de uniformar con rigor las características de las operaciones a realizar por todas y cada una de las instituciones de crédito o que incentive esa uniformidad, provocando como consecuencia una limitada competitividad y eficiencia, así como

pocos beneficios para los usuarios del servicio como para la economía en su conjunto.

Al permitirse una competencia más libre entre las instituciones bancarias por captar y colocar recursos, precisan de reducir sus márgenes de intermediación, haciendo de esta manera más eficientes sus servicios. Con esta medida se propicia que la banca amplie la gama de instrumentos de captación que ofrece al público, adecuándolos a los requerimientos del mercado.

Con la desregulación se permite también a la banca competir más favorablemente con otros intermediarios financieros menos regulados que aquélla e inclusive propicia una creciente penetración en la sociedad reduciendo los mercados informales paralelos al institucional.

La desregulación evita que las medidas de política monetaria y crediticia adoptadas por el Banco Central pierdan gradualmente eficacia al evitar el desplazamiento de algunos servicios financieros hacia mercados informales.

Otro elemento que determina las características fundamentales de cualquier sistema financiero es el que se refiere a la estructura conforme a criterios de especialización o de generalidad en las funciones de los diversos tipos de intermediarios.

Existen básicamente dos tipos de organización de funciones del sistema financiero, uno denominado de banca universal o intermediación universal, el que postula la conveniencia de que un sólo intermediario o un grupo formado con distintos tipos de ellos lleve a cabo la totalidad de los servicios financieros, es decir, que operen en forma amplia tanto en el mercado de dinero como en el mercado de capitales.

La otra modalidad denominada de especialización de funciones considera que la diversidad de operaciones comprendidas en la intermediación financiera y la complejidad que alcanzan algunas de ellas, requiere de un alto grado de especialización entre los intermediarios, la que puede alcanzarse más eficientemente, particularizando la actividad de cada intermediario.

Se ha sostenido que la especialización de intermediarios no impide optimizar los recursos humanos ni el material con que cuentan las actividades, sin embargo, actualmente los sistemas han optado por alcanzar la universalidad a través de unir la actividad de los diversos agentes especializados.

Se mantiene la separación de operaciones correspondientes a cada tipo de intermediario pero se integran estos en grupos financieros, lo cuales pueden a su vez, formarse con vinculaciones patrimoniales y de responsabilidad, directas entre los integrantes de un grupo o a través de la existencia de sociedades controladoras e instituciones financieras de diversos tipos.

El mercado de valores merece una consideración por separado, aún cuando se conviene, sin ninguna duda, en que no sólo es una parte complementaria sino además, un importante componente del sector financiero. La razón de esta consideración por separado estriba en la diferencia diametral existente entre la mecánica de la intermediación bancaria y la bursátil, así como en la gran importancia que ha ganado el mercado de valores como fuente de inversión y financiamiento, para los diversos agentes participantes en la economía.

En el pasado, la bolsa de valores tuvo más bien una participación marginal en materia de inversiones y financiamiento para las empresas, sin embargo, a partir de la modernización de la legislación bursátil, la colaboración en la canalización de recursos financieros hacia la actividad productiva ha crecido en forma acelerada, proceso acompañado de la creación de nuevos instrumentos y en consecuencia, de la gran diversificación de oportunidades de financiamiento para las empresas y de inversión para el público ahorrador. En este contexto se ubica el pagaré de mediano plazo, tema que nos ocupa en este trabajo.

B. El Método

En el presente trabajo nos proponemos analizar las características técnicas, financieras y operativas del pagaré de mediano plazo (PMP), un instrumento de inversión de uso común en el sistema financiero mexicano que, en tanto que, un objeto concreto es la materia de conocimiento de esta investigación.

En el desarrollo de la investigación resultó indispensable conocer la formación y el desarrollo histórico del sistema financiero mexicano, por lo menos en un sentido amplio, con la finalidad de entender su funcionamiento actual y el papel que ha jugado en la economía mexicana. Ello otorgaría mayor capacidad explicativa y permitiría visualizar entre otras cosas, la razón por la que surge el PMP como instrumento de financiamiento.

En una segunda parte se situó el PMP, objeto de conocimiento particular, en el contexto del sistema financiero, objeto de conocimiento general, para identificar su relación e interconexiones básicas.

Asimismo, con la finalidad de aplicar en la investigación el método deductivo para el conocimiento de los pagarés de mediano plazo y su función en el sistema financiero, fue necesario el empleo de las técnicas de investigación documental, bibliográfica y hemerográfica, fundamentalmente, y del bagaje teórico de la ciencia económica, así como de la historia económica de nuestro país.

No es propósito de este trabajo estudiar las leyes económicas y la forma en que se relacionan entre sí, pretendiendo encontrar las asociaciones existentes entre causa y efecto. El objetivo primordial del trabajo es analizar las características de un instrumento financiero y su relación esencial con ese sector.

C. Planteamiento del Problema e Hipótesis.

El Sistema Financiero Mexicano actual juega un papel importante en el impulso del desarrollo económico y social del país, por lo que en los últimos años se ha apoyado su transformación y modernización tanto normativa como operativa en el ámbito nacional y en su relación e interacción con los mercados financieros internacionales.

El proceso de reestructuración de la economía mexicana iniciado desde 1986 incluyó medidas económicas como la inserción al mercado externo, la firma de convenios comerciales con otros países, la desregulación en sectores como el agrícola, industrial y comercial, la reforma fiscal, la venta de empresas paraestatales, la renegociación de la deuda externa y amortización paulatina de la deuda interna³, el saneamiento de las finanzas públicas, y la modernización del sector financiero.

³ Si bien tanto la deuda interna como externa del país no han tenido disminuciones absolutas de consideración en términos de su proporción con el PIB, sí han registrado disminuciones ostensibles incluyéndose además el servicio de la deuda global., por otra parte, es preciso señalar, que el retorno de las

Durante la administración de Carlos Salinas de Gortari se promovieron importantes reformas al marco legal del sistema financiero para adaptarlo a la evolución macroeconómica e interconectarlo con los centros financieros internacionales. El marco regulatorio se actualiza constantemente para promover una mayor apertura y competencia entre los intermediarios, la variedad de instituciones financieras se está incrementando y se amplía la gama de instrumentos y operaciones de financiamiento disponibles.

En 1991 surgieron los Pagares de Mediano Plazo, títulos de deuda para empresas que no necesariamente tienen acciones cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores, cuya finalidad es financiar capital de trabajo permanente a un plazo que oscila entre uno y tres años.

Antes de la creación de este tipo de títulos de deuda sólo existía el papel comercial, instrumento que se establece como una línea de crédito en cuenta corriente a corto plazo con vencimiento de un año y con plazos de emisión que fluctúan entre siete y 182 días, plazo muy pequeño para financiar a cierto tipo de empresas en crecimiento, lo que implicaba la renovación constante de los papeles.

empresas privadas a los mercados internacionales voluntarios de capital, ha dado lugar a un importante crecimiento de la deuda del sector privado, en correspondencia con la disminución de la deuda del sector público.

El sistema financiero y el mercado de valores se encuentran en constante evolución y actualmente se trabaja en el diseño de nuevas opciones de financiamiento e inversión, con la finalidad de ofrecer mejores productos tanto a las empresas que requieren fondos como al público inversionista para enfrentar la competencia extranjera que inició en 1995.

El contexto anterior nos lleva a preguntar ¿cuál ha sido la dinámica del PMP desde su creación y como se integra a las transformaciones que ha sufrido el sistema financiero desde 1988 a la fecha?

En un contexto en el que la economía nacional está inmersa en un proceso de diversificación productiva y competencia comercial con el exterior, las unidades productoras requieren de recursos para invertir en tecnología, terrenos, materias primas, personal y mano de obra calificados, sueldos y, en general, en activos, con objeto de modernizar rápidamente sus instalaciones productivas y operar en forma eficiente y competitiva para mantenerse en el mercado.

Las inversiones productivas tienen un tiempo de maduración mayores a un año, plazo en el cual no hay generación de efectivo suficiente para financiar la operación de las empresas, por lo que de manera ordinaria se recurre al endeudamiento. En esta virtud, los inventarios, producto terminado, materia prima, sueldos,

salarios y las ventas requieren mayores plazos de financiamiento y sus necesidades de capital de trabajo se vuelven permanentes.

Otro factor importante en la dinámica y operación actual de las empresas es el del ciclo económico, toda vez que cuando prevalecen fenómenos de recesión o poca actividad económica el tiempo de producción y de comercialización se amplía por lo que las compañías industriales y comerciales necesitan de constante flujo de recursos para afrontar los gastos de la misma producción ante la disminución de las ventas o la lentitud de las mismas.

Esos factores se han manifestado en la economía mexicana por lo que los pagarés de mediano plazo han sido una respuesta a las necesidades de capital de trabajo permanente para aquellas industrias y negocios comerciales con requerimientos de financiamiento de hasta tres años.

El financiamiento de las empresas que se encuentran en ese caso, cada día en cantidad numerosa, con instrumentos que les permitan un mayor plazo de tenencia de los recursos financieros, les otorga mayor viabilidad bajo condiciones recesivas y de poco dinamismo en las ventas.

En cualquier sector económico, el empleo de instrumentos de corto plazo en condiciones recesivas, presiona excesivamente el flujo de las empresas en la medida en que los pagos y amortizaciones se hacen en plazos demasiado cortos.

Otro hecho que explica la necesidad de instrumentos de financiamiento a plazos mayores, tiene relación con la notable concentración del ingreso que ha inducido un descenso generalizado del consumo y de las ventas, aún en épocas en que el producto ha crecido en forma apreciable, y una importante ampliación del ciclo productivo y financiero de las empresas.

Así pues, el empleo de pagarés de mediano plazo se ha incrementado paulatinamente en el período 1991-1994, como resultado de las importantes transformaciones de la economía mexicana, mismas que han modificado las condiciones de competencia con el exterior y han dado lugar a un menor dinamismo en las ventas y en los niveles de operación de las empresas.

D. Objetivos.

Se han propuesto como objetivos de este trabajo los siguientes:

Objetivo General: Analizar la importancia de los pagarés de mediano plazo como medio de financiamiento, por ser estos títulos una de las opciones recientemente creados para las empresas en crecimiento que requieren recursos frescos para modernizarse y mantenerse en el mercado.

Objetivos particulares:

a) Ordenar y sistematizar la información de carácter normativo, operativo, técnico, económico y financiero en torno a la emisión de Pagarés de Mediano Plazo.

b) Facilitar la comprensión conceptual y la mecánica de emisión y colocación del pagaré de mediano plazo.

c) Distinguir las ventajas que ofrecen los pagarés de mediano plazo como opciones de financiamiento para las empresas.

d) Elaborar una evaluación de los beneficios que ha otorgado este tipo de títulos desde su surgimiento hasta la fecha, destacando cuales han sido los sectores financiados, montos emitidos, tasas de interés negociadas, plazos y el impacto en la actividad económica.

e) Proporcionar información práctica y de consulta acerca de las nuevas opciones de financiamiento a través del mercado de valores.

f) Identificar las perspectivas de este tipo de títulos en el marco de las nuevas opciones de financiamiento.

C A P I T U L O II.
EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Quando se habla de la historia del sistema financiero mexicano (SFM), la bibliografía se refiere comúnmente al desarrollo de la banca en México, pues ésta ha constituido la principal forma de intermediación financiera hasta hoy en día.

La participación de otros mercados financieros como el mercado de valores o los intermediarios no bancarios es muy reciente; la bolsa de valores inició un fuerte desarrollo en la segunda mitad de la década de los 70's, como respuesta a la crisis económica de 1976, en tanto que, otros intermediarios financieros como las arrendadoras y las empresas de factoraje observaron un ostensible desarrollo y crecimiento durante los años ochenta.

Es de destacar que en 1991 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público comenzó la autorización de nuevas figuras de financiamiento no bancarias como las sociedades de ahorro y préstamo y recientemente a las Instituciones Financieras de Objeto Limitado (Non Bank Banks).

A. Antecedentes del Sistema Financiero Mexicano

Durante un poco más de 40 años de vida independiente, México careció de instituciones financieras especializadas, la oferta de crédito provenía de algunos negocios mercantiles, de la iglesia y de personas físicas que otorgaban préstamos generalmente con garantía hipotecaria.

Durante esa época las contiendas internas limitaban la actividad económica y la creación del quehacer financiero. La misma precariedad del crecimiento afectaba la demanda de crédito para actividades económicas, así que los requerimientos de recursos para incrementar la producción fueron escasos.

En 1821 existían en México dos instituciones que otorgaban crédito y que fueron creadas durante el virreinato, éstas eran el Banco de Avíos de Minas que refaccionaba a esa industria y el Monte de Piedad fundado con propósitos de ayuda social, consistente en conceder préstamos con garantía prendaria a bajas tasas de interés a personas físicas necesitadas de recursos.

El primero desapareció en 1826, mientras que el segundo se mantuvo apoyado por el gobierno federal, ampliando gradualmente sus actividades crediticias.

El desarrollo de la banca mexicana estuvo asociado con el desenvolvimiento del sector minero exportador y surgió con capital extranjero: capital inglés, francés y norteamericano, principalmente. La banca tuvo su primer desarrollo formal en la etapa porfirista, ante el auge de la minería explotada por el capital extranjero para la exportación hacia los países industrializados.

Fue hasta 1860 cuando se crean en México los primeros intermediarios financieros que, de manera profesional, inician la captación de recursos

del público y su colocación entre las entidades demandantes de crédito. En 1864 se constituyó el primer banco propiamente dicho, el Único en el país durante el decenio. Esa institución operaba como sucursal de un banco inglés y se le denominaba Banco de Londres, México y Sudamérica.

De 1864 a 1890, el número y la actividad de intermediarios tuvo un importante crecimiento que alcanzó niveles de significación en la banca y en empresas aseguradoras y en menor medida en afianzadoras.

La inversión extranjera prevaleció en las actividades financieras hacia finales del siglo XIX, siendo el régimen que las regulaba muy liberal en la materia. En los bancos dicha inversión tuvo lugar a través de participaciones en el capital social de sociedades mexicanas, también se presentó en establecimientos parabancarios de nacionalidad extranjera o mexicana. En los ramos de seguros y fianzas prevalecieron las empresas correspondientes a personas morales extranjeras, en tanto que, en el mercado de valores la correduría, quedó reservada a mexicanos por nacionalidad o naturalización.

Sin embargo, todas las actividades financieras se llevaban a cabo carentes de un sistema que estructurase de manera uniforme y armónica cada tipo de intermediación. Las empresas bancarias, las aseguradoras y las de fianzas prestaban los correspondientes servicios bajo regímenes que diferían de una a otra institución del mismo género, debido a que en la mayoría de los casos estaban sujetas a los contratos de concesión que negociaban individualmente con el gobierno y a que la legislación

mercantil general aplicable a sus actividades, les permitía muy amplia libertad de estructura y operación.

Es hasta el año de 1892 cuando se expide la primera ley sobre compañías de seguros; en 1895 las primeras disposiciones relativas a compañías de fianzas y en 1897 la primera ley general sobre bancos. En 1900 aparece una ley que norma de manera general a los almacenes de depósito.

Este primer sistema financiero tuvo un considerable desarrollo durante el porfiriato, presentando como características generales un alto grado de especialización impuesta en la ley a los diversos tipos de intermediarios, sujeción de su actividad a un régimen legal que atendiera principalmente a la protección de los intereses del público y la intervención del gobierno en esas actividades limitada a cuidar el estricto cumplimiento de la ley, sin tener facultades para la prestación de servicios financieros.

En 1897 se crea lo que se puede considerar como el primer sistema bancario, que se mantiene vigente hasta 1978. Dicho sistema estuvo formalmente estructurado bajo el criterio de especialización funcional, consistente en la existencia de sociedades financieras, hipotecarias, de depósito y ahorro, que, además de obedecer a su profunda vocación de especialización, observaron también una apreciable vocación regional.

La historia moderna del sistema financiero de México inicia en 1925 con el surgimiento del Banco de México y con el establecimiento de un marco financiero en tres niveles:

En primer lugar se encontraban los bancos comerciales, cuya función principal consistía en captar depósitos a corto plazo, otorgar créditos también a corto plazo y financiar al Estado cuando fuera necesario.

En segundo nivel estaban las instituciones auxiliares del crédito como las aseguradoras, las afianzadoras y compañías almacenadoras, así como instituciones financieras que se dedicaban a captar recursos a largo plazo provenientes a veces de bancos pero sobre todo del público, utilizándolos para promover financiamiento a largo plazo.

En tercer lugar se encontraban los bancos de fomento, cuyos fondos provenían del erario público, bajo la forma de asignaciones presupuestales, recursos que se utilizaban para el financiamiento de pequeñas empresas, agricultores privados y ejidatarios, obras públicas o créditos a largo plazo como los hipotecarios.

De 1932 a 1940 el Estado creó nuevas instituciones financieras propiedad del gobierno, que se destinaron al financiamiento de obras públicas (BANOBRAS 1933), a apoyar cambios en la estructura de tenencia de la tierra y de comercialización agrícola (BANJIDAL 1935, UNPASA 1938, ANDSA 1936), a rescatar actividades de exportación anteriormente

financiadas por el crédito externo (BANCOMEXT 1937) y a apoyar las inversiones privadas en la industria (BANCO OBRERO 1939, NAFINSA 1933).

Los bancos comerciales estaban regulados por la SHCP y por el Banco de México, mediante tres mecanismos: encaje legal, sistema de cajones selectivos y control de tasas activas y pasivas.

El primero implicaba que los bancos comerciales otorgaran créditos obligatorios en favor del sector público sin costo o a tasas de interés bajas, cuando fuera necesario.

El segundo era un sistema por el cual los intermediarios tenían la obligación de mantener una determinada proporción de sus carteras de préstamo asignadas a ciertos sectores como la agricultura o las pequeñas y medianas empresas.

El tercer mecanismo se refiere a que las tasas de interés que se cobraban y pagaban a los distintos clientes estaban determinadas por las autoridades y solían permanecer fijas por períodos largos.

El desarrollo del SFM ha estado asociado estrechamente al desarrollo económico general del país, ha disfrutado de sus beneficios y de sus virtudes y ha padecido también sus defectos y limitaciones. Sería injusto decir que el SFM no ha producido ningún efecto favorable en el fomento de la producción, de la organización y capacidad empresarial, en la creación de empleos y en la elevación de los niveles generales de vida del país. Sin embargo, su funcionamiento y desarrollo ha estado siempre inscrito en

los modelos económicos puestos en práctica por el gobierno y se ha enfrentado inexorablemente también a los mismos resultados: ciclos periódicos de descapitalización, crisis y riesgos elevados de quiebra.

Durante el modelo de sustitución de importaciones (1940-1970), el SFM observó un ritmo de crecimiento alto y sostenido, acorde con los objetivos y resultados del modelo económico en vigor, teniendo como base de funcionamiento el esquema de banca especializada. Sin embargo, la política de sustitución de importaciones consistente en incentivar la inversión privada para consolidar una base industrial con aptitud para generar una amplia y diversa oferta de bienes y servicios susceptible de sustituir gradualmente las importaciones de la economía, no se consolidó totalmente, pues desarrolló escasamente la producción de bienes de capital y la creación y adaptación de tecnológica propia.

El modelo económico implicó un fuerte gasto en importación de bienes de capital que no se compensó con los ingresos por exportación de bienes intermedios y agrícolas, por lo que, la contratación de financiamiento externo fue la medida utilizada para corregir los desajustes financieros de la balanza de pagos.

Asimismo, implicó que el gobierno federal utilizara el gasto público para desarrollar infraestructura básica, la canalización de subsidios para apoyar el proceso de industrialización y una política tributaria regresiva, lo que a su vez ocasionó incremento del déficit fiscal y su financiamiento vía créditos externos, es decir, dependencia del endeudamiento exterior.

Durante esa época el sistema financiero creció de manera importante, ante el desarrollo del sector industrial y la demanda de una variedad de servicios bancarios con mejor oportunidad y eficiencia. Sin embargo, sus límites fueron determinados por la estructura industrial del país: una significativa expansión en la producción de bienes de consumo e intermedios y un escaso desarrollo del sector de bienes de capital, de tal manera que los requerimientos de recursos para financiar la actividad industrial superaron la capacidad del sistema financiero de ese momento lo que fomentó la contratación de financiamiento externo.

Durante la década de los setentas se realizaron distintas reformas con el fin de dar mayor flexibilidad a las tasas de interés, hacer más eficientes las operaciones bancarias, incentivar la captación de ahorro interno y el crecimiento de la economía. Cabe destacar que durante esta época el Banco de México determinaba para cada institución el nivel de las tasas de interés activas y pasivas, lo que implicaba periodos de tiempo largos para el establecimiento de cambios en los niveles de los réditos

En 1974 entró en vigor una ley para incrementar las operaciones que podían realizar los bancos comerciales y nace de esta forma la Banca Múltiple. Así, el marco legal permitió la fusión en una sola institución de crédito de distintos tipos de bancos, aunque, los servicios al público serían prestados por departamentos independientes.

Con la fundación de la banca múltiple se mejoraron los niveles de capitalización de esas instituciones, se diversificaron los riesgos y se inició la desregulación del sistema bancario, pues a partir de tales disposiciones el marco legal se ha diseñado de manera general para la banca múltiple y no por medio de normas específicas para cada tipo de banco especializado; también se ha facilitado la oferta de nuevos productos financieros, de acuerdo a los requerimientos de los inversionistas como de los sectores productivos.

En lo que hace al sector bursátil en 1976 se aprobó la Ley del Mercado de Valores con lo que se creó el marco legal para el desarrollo de este tipo de intermediarios. Con dicha ley se establecieron las bases a partir de las cuales se desarrolló la infraestructura administrativa, operativa y logística del mercado de valores, pues antes de su expedición, la intermediación de valores la llevaban a cabo las personas físicas que prácticamente no estaban sujetas a ninguna regulación formal, ni tampoco estaban bien definidas las obligaciones de las emisoras, lo que ocasionaba incertidumbre en el mercado y eventualmente malos manejos, en perjuicio del público inversionista.

Algunas de las reglas más relevantes de esa legislación fueron, la constitución de los agentes de valores como sociedades mercantiles bajo el nombre de casas de bolsa, la fijación de capitales mínimos para esas instituciones y la regulación formal de sus operaciones con el público.

Se redefinieron las facultades de la Comisión Nacional de Valores de supervisión y vigilancia, dándole un estatuto jurídico más apropiado y

mejorando la protección al público inversionista mediante la adecuada capitalización y supervisión de las casas de bolsa.

Respecto a la innovación financiera, en mayo de 1977, se decidió diversificar los instrumentos de depósito; el cambio más interesante fue el establecimiento de cuentas de depósito con fechas predeterminadas de retiro, (pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento) que pagarían rendimientos más elevados que los instrumentos tradicionales.

Durante el período 1976-1982 el sector público impulsó el crecimiento económico por medio del incremento en el gasto público, destinado en gran medida al desarrollo de infraestructura del sector petrolero. Ante el descubrimiento de importantes yacimientos de petróleo, de una coyuntura de recuperación de la economía mundial, de precios altos para el hidrocarburo, de tasas de interés bajas en los mercados internacionales y de las limitaciones del SFM para generar y captar ahorro interno en forma suficiente, el gobierno y algunas empresas particulares financiaron esa actividad económica con endeudamiento externo.

Durante este período la banca múltiple trató de incentivar la captación de recursos en moneda nacional con el incremento en las tasas de interés, sin embargo, el aumento de los réditos fue lento y no superó a los de la inflación, situación que no incentivó la captación en gran medida, pero afectó la contratación de créditos en moneda nacional por el alza del costo financiero.

El proceso anterior implicó que el gobierno mexicano recurriera en forma constante al crédito externo, sin embargo, éste sobrepasó el crecimiento de las exportaciones, lo que limitó la capacidad de pago por concepto de servicio de la deuda externa.

Con el estallido de la crisis a escala mundial, iniciada durante el segundo semestre de 1981, se afectaron notablemente los mercados de petróleo y de capitales, pues se redujo significativamente el precio del hidrocarburo y se elevaron las tasas de interés externas.

Desde principios de la década de los ochentas, tanto la inflación, como los incrementos del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el creciente déficit público y la permanente expectativa de devaluación indujeron la dolarización de los ahorros en pesos, de tal suerte que los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario llegaron a representar el 33.4% del total de depósitos en agosto de 1982.¹

A esos depósitos se les denominó "mexdólares" que posteriormente las autoridades monetarias pasaron al saldo de moneda nacional, con lo que se inició un proceso de salida de capitales del país, debido principalmente a la existencia de tasas reales de interés negativas.

La deuda externa pública y privada de alrededor de 80,000 millones de dólares en 1982, se convirtió a partir de ese año en una limitación para el desarrollo; en el mes de agosto de ese año el gobierno tuvo que

¹ Ver Nuñez Estrada, Héctor Rogelio, MERCADO DE DÍNERO Y CAPITALES, capítulo II.

solicitar una prórroga de tres meses para el pago del servicio, al final de año se negoció la primera de las reestructuraciones de la deuda pública externa.

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

La especulación con divisas por parte del sistema bancario, el traslado de las mismas en forma intensiva al exterior y la disminución constante de las reservas del Banco de México hasta agotarse, motivó que el gobierno tomará la decisión de la nacionalización de la banca y el establecimiento del control de cambios.

Con el inicio del sexenio de Miguel de la Madrid, se aplicó una reforma financiera que tenía como objetivo la promoción del ahorro a largo plazo, el fomento a la inversión y el crecimiento, de tal manera que, las modificaciones a las instituciones financieras se realizaron en cinco áreas.

a) Liberalización Financiera, consistente en la sustitución de un sistema basado en la combinación de restricciones cuantitativas y tasas de interés reguladas, por otro, en el cual la política monetaria se lleve a cabo, principalmente, por medio de operaciones de mercado abierto y en

el cual se permita a las tasas de interés responder de manera rápida a condiciones internas y externas cambiantes.

En 1988 comenzó el proceso de liberación financiera con la eliminación de los cajones de crédito a sectores de alta prioridad y se prosiguió con la supresión de los requisitos de reserva obligatoria.

La primera medida de liberalización consistió en suprimir las restricciones cuantitativas sobre los recursos captados mediante instrumentos bancarios no tradicionales. Desde octubre de 1988 sólo los saldos bancarios de cuentas de cheques y ahorro se sujetaron al límite relacionado con el porcentaje que debe canalizarse a los sectores "de alta prioridad". El resto de las obligaciones bancarias fue sometido al requisito de liquidez que únicamente estableció la obligación de mantener el 30% de la cartera en bonos del gobierno.

En 1989 se extendió la reforma a los depósitos a plazo y en agosto sucedió lo mismo a las cuentas de cheques.

b) Innovación Financiera, que consistió en la creación de instrumentos que hicieran posible la protección contra la inflación y el tipo de cambio.

Entre 1983 y 1991 se multiplicaron las opciones de ahorro y financiamiento y con ello la gama de operaciones que pueden efectuarse en los mercados de dinero y de capital. El objetivo fue crear nuevos instrumentos financieros para permitir al público la transferencia de

recursos, financiamiento de proyectos de inversión a bajo costo y protección contra diversos riesgos.

Durante la década de los 70's la mayor parte de la intermediación se realizó con instrumentos bancarios "preestablecidos" cuentas de ahorro y cheques; en la actualidad se efectúan una diversidad de operaciones con distintos instrumentos bancarios, valores del gobierno y valores del sector privado.

c) Fortalecimiento de los Intermediarios Financieros, adopción de medidas que permitan a las instituciones financieras captar un mayor número de clientes al menor costo posible.

Para evitar los errores del pasado se crearon reglas que garantizaran el derecho de entrar en el mercado y que al mismo tiempo ofrecieran claridad y confianza a sus participantes. Así, la ley determinó quién puede ser un intermediario y cuál sería su interacción con sus clientes.

e) Financiamiento del Déficit Gubernamental; en lugar de sustituir el financiamiento a través de requisitos de reserva obligatoria por créditos del banco central, el gobierno debería de financiarse con una mayor colocación de instrumentos de deuda no inflacionarios en mercados de crédito.

Con la reforma financiera se cambió la forma de financiamiento del déficit público, con el uso cada vez mayor del mercado de dinero y por tanto con menores presiones inflacionarias.

En consecuencia, el saldo del crédito del banco central al sector público no financiero descendió a una tasa promedio real de 14.1% desde 1982.²

B. El Sistema Financiero Actual.

En el apartado anterior se describió de manera sintética la evolución del sistema financiero desde 1864 hasta 1988, la siguiente sección busca sintetizar la evolución reciente del sistema bancario.

Desde 1989 el gobierno inició una "Reforma del Estado" que incluyó en una de sus partes al sector financiero, en respuesta a la mayor interacción de México con países y agentes económicos internacionales.

En el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 1989-1994 se indicó que el objetivo era perseguir una economía sana, próspera, capaz de garantizar el desarrollo del potencial de los mexicanos.

El PND planteó dos metas: alcanzar una tasa de crecimiento cercana al 6% y consolidar la estabilidad hasta reducir el ritmo anual de aumento de los precios a un nivel comparable con el de los socios comerciales.

² Ver Aspe Armella, Pedro. EL CAMINO MEXICANO DE LA TRANSFORMACIÓN ECONOMICA, capítulo II.

Se definieron tres líneas básicas de acción para crecer:

1. Estabilización continua de la economía
2. Ampliación de la disponibilidad de recursos para la inversión productiva
3. La modernización económica

*"Estas tres líneas constituyen procesos continuos y permanentes. La primera no se refiere a la estabilidad de precios como objetivo acabado y alcanzable de una vez por todas, sino como el constante esfuerzo para fortalecer y mantener la estabilidad. En cuanto a la disponibilidad de recursos, no se pretende simplemente alcanzar cierto monto, sino su ampliación constante para asegurar el crecimiento económico sostenido. Por su parte, la modernización es un proceso, un esfuerzo continuo para adaptar las estructuras a las condiciones específicas por las que atraviesa el país para que contribuyan mejor a la consecución de los objetivos"*³

En tal virtud, la política aplicada en el sistema financiero se relaciona directamente con el punto dos de las tres líneas básicas para crecer.

El PND señalaba que durante la última parte de la década de los ochentas, la insuficiencia de la inversión productiva determinó el estancamiento del PIB, la disminución de los recursos disponibles para su

³ Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994.

uso interno se explicó por una desfavorable evolución del sector externo, una súbita reversión de las transferencias de recursos con el exterior y un deterioro de los términos de intercambio del país.

Se propuso que la inversión aumentara a través del financiamiento vía mayor ahorro interno público y privado, mejora en los términos de intercambio del país y la reducción de las transferencias netas de recursos reales al exterior.

Con la finalidad de fortalecer el ahorro interno se sugirió que el sistema financiero tuviera una mayor participación en la actividad económica o, dicho de otra forma, un mayor grado de profundización financiera, el diseño de nuevos instrumentos que permitieran la diversificación del riesgo y el financiamiento a plazos mayores, así como que, las tasas de interés de los diferentes instrumentos otorgarán rendimientos adecuados y competitivos con el exterior.

Sin embargo, para incrementar el nivel del ahorro interno es indispensable elevar el nivel de ingreso de la población, por medio de la generación de empleo y de la inversión productiva, eventos que dependen a su vez, de un ambiente favorable para la inversión; aunque el funcionamiento del sistema financiero eficiente es necesario captar los recursos y canalizarlos a los demandantes, el ahorro interno depende fundamentalmente del nivel de ingreso y no del funcionamiento de los intermediarios.

El sistema financiero en sus distintas modalidades, instituciones, e instrumentos, asumió la responsabilidad de recuperar, acrecentar la captación del ahorro nacional y canalizar los recursos de manera eficiente hacia el sistema productivo.

Los propósitos de la modernización financiera hicieron énfasis en la necesidad de promover un sector más eficiente y competitivo, con mayor grado de integración entre los participantes y, además, con una función social complementaria a su función primordial.

Entre los objetivos de la modernización financiera se señalaron los siguientes:

- Aumentar la eficiencia operativa y la autonomía de gestión de la banca, ya que la viabilidad y eficiencia de cada institución serían fundamentales para que la banca múltiple se enfrentará con éxito al reto de un entorno financiero crecientemente competitivo cambiante y tecnológicamente avanzado.
- Articular mejor las funciones del sistema bancario con las de los intermediarios financieros no bancarios, dotando, entre otras cosas, a cada uno de ellos de los elementos legales y reglamentos necesarios para su mejor desempeño en el ámbito de su competencia y promoviendo una mayor complementariedad entre los mismos evitando duplicidades.

- Financiar la actividad económica en forma selectiva con recursos de los bancos y fideicomisos de fomento, ante la eliminación de los cajones obligatorios de crédito.

- Incrementar el beneficio social de los recursos de la banca de fomento, aumentando su eficiencia operativa con la reducción de los costos de canalización de crédito y demás gastos corrientes e imprimiendo una mayor selectividad en el otorgamiento de subsidios financieros para concentrarlos en los sectores más necesitados, con objeto de disminuir costos de operación. La mayoría de las instituciones de fomento y desarrollo operarían básicamente como banca de segundo piso.

- Modernizar la regulación de los intermediarios financieros no bancarios, especialmente del mercado de valores, para permitir flexibilidad de adaptación a las condiciones imperantes y evitar prácticas que lesionen los intereses del público.

- Lograr la consolidación de un mercado de capitales que apoye cada vez en mayor medida los requerimientos financieros de la inversión.

- Promover decididamente la actividad aseguradora y de otros intermediarios financieros no bancarios como afianzadoras, almacenadoras, arrendadoras y otros.

El objetivo sustancial para este sector fue incrementar la generación de ahorro nacional, lo que significó ampliar el monto de recursos disponibles en cantidad suficiente y canalizarlos de manera

eficaz y oportuna hacia aquellas actividades productivas más dinámicas para alcanzar los niveles de crecimiento deseados.

Con la finalidad de dar cumplimiento a lo establecido en el programa económico, hacia finales de 1989 Carlos Salinas de Gortari envió al Congreso de la Unión diversas iniciativas para reformar un conjunto de leyes aplicables a la mayoría de los intermediarios financieros; esas reformas que se conocieron como el "paquete financiero" fueron aprobadas en diciembre de 1989.

Los propósitos del "paquete financiero" fueron disminuir la regulación excesiva y mejorar la supervisión del sistema en su conjunto, reconocer y regular sin excesos a los nuevos intermediarios e instrumentos, fomentar la capitalización de los intermediarios, el aprovechamiento de economías de escala, promover una mejor cobertura de mercados y fomentar un sistema financiero más eficiente y moderno.

Con la aprobación del paquete aludido, se modificaron la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, la Ley General de Instituciones de Seguros, La Ley Federal de Instituciones de Fianzas, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, la Ley del Mercado de Valores y la Ley General de Sociedades de Inversión.

Cuando se presentó la iniciativa de reformas a la Ley de Instituciones de Crédito al Congreso de la Unión, aún no se tenía idea de

que unos meses más tarde, en razón de las reformas constitucionales, se daría paso al proceso de desincorporación bancaria.

Una de las medidas de mayor trascendencia para el sistema financiero durante el sexenio de Carlos Salinas de Gortari se realizó el 2 de mayo de 1990, cuando se presentó al Congreso de la Unión la iniciativa de privatizar los bancos comerciales.

Guillermo Ortiz señala en su libro "La reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria" que la reforma se sustentó en tres razones principales: *"La impostergable necesidad de concentrar la atención del Estado en el cumplimiento de sus objetivos básicos, dar respuesta a las necesidades sociales de la población y elevar su bienestar sobre bases productivas y duraderas. El cambio profundo del país, de las realidades sociales, de las estructuras económicas, del papel del Estado y del sistema financiero mismo, habfan modificado de raíz las circunstancias que explicaron en su momento, la estatificación de la banca en 1982. El propósito de ampliar el acceso y mejorar la calidad de los servicios de banca y crédito en beneficio colectivo, evitando subsidios, privilegios y abusos."*⁴

A partir de que se aprobó la iniciativa de privatizar la banca múltiple, el siguiente paso fue reformar la Ley secundaria para que la iniciativa pudiera convertirse en realidad; así, se elaboró una nueva Ley

⁴ Ortiz Martínez, Guillermo. LA REFORMA FINANCIERA Y LA DESINCORPORACION BANCARIA, UNA VISION DE LA MODERNIZACION DE MEXICO, pág. 74.

de Instituciones de Crédito que se publicó en el Diario Oficial de la Federación el 18 de julio de 1990, se expidió la ley para regular las agrupaciones financieras, mismas que tienen por objeto establecer las bases de organización y funcionamiento de los grupos financieros, los términos bajo los cuales habrían de operar así como la protección de los intereses de quienes celebren operaciones con las entidades integrantes de dichos grupos.

Durante junio de 1992 y mayo de 1993, el marco jurídico del sistema financiero continuó observando diversas modificaciones para propiciar su modernización paulatina. Las leyes reformadas fueron la Ley de Instituciones de Crédito, la Ley para regular Agrupaciones Financieras, la Ley del Mercado de Valores, la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito, la Ley General de Seguros y la Ley Federal de Instituciones de Fianzas.

Ese paquete tuvo como propósito fundamental promover la competitividad de los distintos intermediarios financieros, permitirles la realización de nuevas operaciones y desregular algunas de sus actividades.

Otro objetivo fue homologar los regímenes aplicables a diversos intermediarios. Se revisaron las facultades de los órganos de gobierno y de los presidentes de las Comisiones Nacional Bancaria, de Valores y de

Seguros y Fianzas. También se revisaron los montos o porcentajes de las sanciones, se redefinieron infracciones y delitos en algunos casos y se uniformaron los procedimientos administrativos para impugnar los actos de la autoridad.

Dentro de las reformas al sistema financiero que se efectuaron con el fin de lograr su modernización, la apertura del mismo ha sido trascendental; consiste en el incremento en el número de instituciones, la creación de nuevos intermediarios (sociedades de ahorro y préstamo) además de la entrada de filiales de instituciones extranjeras.

A partir de 1993 se autorizó por parte de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público la creación de nuevas instituciones bancarias de capital nacional; hasta diciembre de 1994, tenían permiso de operar en México 18 nuevas instituciones de crédito⁵

Con la firma del Tratado de Libre Comercio entre México, EU y Canadá, se establecieron las reglas de la apertura financiera en cada uno de estos países. Para México se propuso, principalmente, incrementar la competitividad y eficiencia de los intermediarios financieros mexicanos en la captación y asignación de recursos, procurando, en cierto modo, una apertura gradual del sector, a efecto de propiciar su modernización, tecnificación y capitalización progresivas, que le permitieran adaptarse a las nuevas condiciones de competencia.

⁵ Ver anexo estadístico, cuadro I. Elaborado con datos de la SHCP y con publicaciones de los diarios Reforma, El Economista y El Financiero.

El margen de intermediación financiera en México, ha estado por encima de los estándares internacionales y ello implica una clara desventaja competitiva para las empresas establecidas en el país demandantes de crédito. La reestructuración del sistema financiero es una condición necesaria para tener un campo de juego nivelado en el contexto de una economía abierta.

La apertura financiera se concibió como una herramienta complementaria al resto de las reformas que han sido llevadas a la práctica en ese sector, sólo entrando a la competencia externa podrían los intermediarios financieros mexicanos garantizar al sector productivo acceso a recursos financieros costeables a nivel internacional.

Cuando se concibió la idea de la apertura del sistema financiero como herramienta para enfrentar la misma apertura comercial, apenas había terminado la privatización de los bancos comerciales y la formación de grupos financieros por lo que se decidió que aquella fuera gradual con el fin de minimizar los riesgos de experimentar fracasos en los intermediarios nacionales.

De tal forma, se pretendía que la incursión de instituciones financieras del exterior en el mercado mexicano se realizara con apego al

marco legal vigente, es decir, respetando la estructura y las principales reglas de operación que se han aplicado a los intermediarios nacionales; evitando que con la entrada a México de empresas financieras de otros países se de lugar a la importación de estructuras y prácticas ajenas al desarrollo histórico del SFM.

En los términos de los acuerdos que formalizaron la firma del TLC, México permitirá a las empresas financieras organizadas conforme a la ley de otro país signatario del TLC, establecerse en el territorio mexicano, exclusivamente bajo la forma de empresa subsidiaria o filial. Tales filiales estarán sujetas a ciertos límites, medidos con base en su capital durante un período de transición el cual iniciará en 1994 y concluirá seis años después.

Durante esta transición, el límite máximo a la participación agregada de los intermediarios de los otros dos países en el mercado bancario mexicano, se incrementará gradualmente de 8 a 15%, por lo que se refiere a la participación estadounidense y canadiense en las casas de bolsa, el límite máximo se incrementará de 10 a 20%.

En consecuencia desde el cuarto trimestre de 1994 se han dado a conocer los nombres de las instituciones extranjeras que han recibido opinión favorable y autorizaciones definitivas por parte de la SHCP para la operación en México.⁶

⁶ Ver anexo estadístico, cuadro 2. Elaborado con datos de la SHCP y con publicaciones de los diarios Reforma, El Economista y El Financiero

Podemos afirmar que actualmente el SFM se encuentra en un período de transición, preparándose para la competencia con los intermediarios financieros internacionales, mostrando un proceso de continua modernización y mejoramiento de sus servicios tanto para el demandante de crédito como para el ahorrador.

Durante la presente etapa se conforman nuevos Grupos Financieros, se cambian las denominaciones sociales, se realizan alianzas con organismos internacionales, se buscan esquemas para nuevos productos de inversión, medios de pago y surgen constantemente mejoras en la operación de tarjetas de crédito, etc.

En general, estamos hoy ante un sistema financiero que muestra un notable desarrollo, gran diversidad en tipos de instituciones, opciones de financiamiento e inversión, con grandes expectativas de asociaciones y alianzas estratégicas y con un mayor grado de integración al sistema económico y financiero mundial.

Este contexto ofrecerá, sin duda, grandes oportunidades de desarrollo para el país, pero, de igual forma, serán de gran alcance los retos y riesgos que deberán enfrentarse en cualquiera de las posiciones que deban asumirse: como nación, como instituciones, empresas o personas.

Este panorama ofrecerá también amplios espacios para la reflexión, la investigación y la producción de nuevos conocimientos. En este ámbito se inserta nuestro trabajo de tesis.

De lo expuesto anteriormente se pueden obtener las siguientes conclusiones:

En México el sistema bancario es el principal intermediario financiero y en torno a éste gira el desarrollo del sistema financiero nacional.

El sistema bancario se ha desenvuelto en torno a la estructura productiva y evolución económica del país. Ante los altos componentes de importación que implicó el proceso de industrialización, el bajo impulso de la capacidad exportadora de la industria como de la agricultura, la disminución paulatina de la productividad industrial y el desigual desarrollo de las ramas productivas, la capacidad de generación de ahorro interno del país fue escasa, no por la ineficiencia del sistema bancario, sino por la dinámica del desarrollo industrial y económico del país.

El sector financiero refleja así las distorsiones del desarrollo industrial, al necesitarse recursos para proseguir con la actividad económica por medio de la importación de bienes de producción y no

generarse ingresos de divisas en la misma proporción, se recurrió al mercado externo.

Asimismo ante la participación del gobierno en la creación de infraestructura y su política de incentivos fiscales a las empresas, en detrimento de una política de ingresos, el sistema bancario le proporcionó parte del financiamiento para cubrir su déficit, sin embargo, los montos no eran suficientes por lo que el endeudamiento externo fue una fuente de recursos, que al ser excesiva, limitó posteriormente el crecimiento económico.

Actualmente el sistema bancario se encuentra en proceso de transformación y modernización para entrar en competencia por la captación de recursos y su colocación, con los intermediarios extranjeros, sin embargo, el problema fundamental será incrementar el nivel de ahorro interno del país, que para solucionarse debe ir acompañado de una mayor integración de la planta productiva, motivar inversiones competitivas con el exterior que generen ingreso de divisas, incremento en los niveles de empleo, un mayor nivel de ingreso de la población así como una mejor distribución del mismo fundamentalmente.

CAPITULO III

EL MERCADO DE VALORES.

A. Antecedentes

El surgimiento del mercado de valores puede ubicarse en la segunda mitad del siglo XIX, en las décadas tempranas, cuando en México prevaleció el modelo de crecimiento "hacia afuera". Durante ese período la economía mexicana mantuvo una relación estrecha con el exterior a través de la venta directa de productos primarios y el asentamiento de la inversión extranjera en el sector extractivo, agrícola y financiero; la industrialización era incipiente y se orientaba hacia el mercado interno con productos de tipo tradicional como jabón, textiles, cemento, tabaco, calzado, azúcar, etc.

El auge minero y el desarrollo industrial generaron constantes y fuertes operaciones de compra y venta de acciones entre agentes y participantes nacionales y extranjeros; así, el inicio del mercado de valores de ese tiempo se explica, entre otros factores, por la influencia de los residentes franceses, españoles, ingleses, alemanes y norteamericanos cuyo peso social y económico contribuyó a generar una cultura empresarial y despertó el interés de los inversionistas nacionales por la transacción de acciones.

La tradición institucional de la Bolsa Mexicana de Valores establece como fecha de su fundación el 31 de octubre de 1894, oportunidad en que

se registró la escritura pública por medio de la cual se constituyó una sociedad anónima denominada Bolsa Nacional.¹

Esa organización estaba integrada por agentes de valores y hombres de negocios, con el propósito de crear un centro estable de operaciones con títulos públicos y privados y de encauzar la negociación de los mismos de acuerdo con normas que contribuyeran a generar un mercado de valores serio y bien regulado, capaz de fomentar la confianza entre los inversionistas nacionales y extranjeros.

El 14 de junio de 1895, otro grupo de empresarios formó una sociedad con idénticos fines, que se registró bajo el nombre de Bolsa de México. La coincidencia de objetivos y las vinculaciones entre miembros de los dos grupos llevó a buscar la fusión, que se protocolizó el 3 de septiembre de 1895, conservando la denominación de Bolsa de México.

Se conocen antecedentes de negociación de títulos o acciones, sobre todo mineras, desde la época de 1860. Sin embargo, aunque existían algunas bolsas organizadas por empresarios en oficinas, zaguanes y patios del centro de la ciudad de México, éstas ejercían sus transacciones sin ningún orden o reglas de operación, lo que ocasionaba proliferación de intermediarios improvisados denominados "coyotes".

Existían algunas bolsas o grupos de agentes de negocios que tendían a ser cerrados por lo que la admisión de nuevos corredores se restringía

¹ Datos tomados del libro de Riveroll González, Ernesto. CIEN AÑOS DE LA BOLSA DE VALORES DE MEXICO, 1894-1994.

celosamente, a menos que los aspirantes tuvieran nexos familiares con algún operador, recomendación de personas de prestigio, o acumularan largos años de aprendizaje con algún corredor titular.

Antes de 1894 existían diversas bolsas de valores entre las que destacaron, la Agencia Mercantil establecida en 1888 y la Bolsa Mercantil de México fundada en 1886, estas operaban y se organizaban sin más regulación que la que dictaba la honorabilidad y buena fe de los participantes.

La Bolsa de México desde su formación tuvo un enfoque normativo y sólo comenzó a operar hasta que sus miembros estuvieron de acuerdo con los estatutos y procedimientos que debían regir las negociaciones. Para algunos agentes resultó demasiado rígida la organización y métodos del remate, en contraste con la plena libertad de que gozaban en sus anteriores negocios "callejeros".

La Bolsa de México suspendió operaciones el 26 de abril de 1896 debido a varios problemas, entre los que se encontraron, el disgusto de algunos operadores por las cuotas que tenían que pagar sobre sus transacciones, la reducción del número de títulos operados ante el pago de tarifas de inscripción por las empresas emisoras, el receso de la economía, el retraso de los socios en cubrir el pago de acciones suscritas y la baja de emisores y de agentes.

Después de este hecho continuó la transacción de títulos sin normas definidas en la negociación, prevaleciendo dos grupos, los que apoyaban a los agentes libres y los partidarios del "Institucionalismo".

En enero de 1907 nació la Bolsa Privada que retomó y perfeccionó muchos de los principios normativos de 1895. La denominación de privada hacia énfasis en la facultad de los socios para restringir el acceso exclusivamente a los corredores que aceptaran el pleno cumplimiento de las bases estatutarias.

En 1910, ante el buen dinamismo de ese centro bursátil se necesitó abrir el salón de remates a un mayor número de corredores, se modificaron los estatutos y se cambió el nombre a Bolsa de Valores de México. Fue en 1911 cuando esta organización inició la formación de una biblioteca especializada y se creó un fondo de previsión.

Durante el período revolucionario, la Bolsa de Valores de México siguió funcionando con altibajos, sorteando sus propias limitaciones económicas y se mantuvo como una opción válida de inversión y financiamiento, hasta que la paz hizo posible reconstruir la economía del país.

Al terminar el conflicto armado un gran número de bancos sufrieron quebrantos en virtud de los trastornos resentidos por los acreedores, este hecho afectó negativamente la situación del público ahorrador de tal suerte que prevaleció una extrema escasez de recursos y un restringido uso del crédito bancario, agudizado además por la falta de instituciones

que movilizaran los limitados capitales disponibles. En este contexto nació el Banco de México, que tenía como objetivo, "en primer lugar, la emisión de billetes y correlativamente regular la circulación monetaria, los cambios sobre el exterior y la tasa de interés, redescantar documentos de carácter genuinamente mercantil, encargarse del servicio de tesorería del gobierno federal, y se le autorizó también efectuar las operaciones bancarias propias de los bancos de depósito y descuento"²

Con ello se pretendió generar confianza en el público, pues frente a la escasez de recursos de los bancos privados, urgía combatir el atesoramiento y el agio, regular el crédito y promover las operaciones bancarias en general.

El mercado de valores, por su parte, fue motivo de reconocimiento por las autoridades en 1928 en el marco de la Primera Convención Nacional de Banqueros, a la que asistieron representantes del sector bursátil y en la que se propuso impulsar el mercado de valores para abrir cauces al ahorro nacional. Las autoridades manifestaron su coincidencia y propusieron crear un instituto idóneo para investigar la formación y funcionamiento de empresas emisoras.

El 27 de julio de 1928 la Bolsa quedó bajo la vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria como primer intento de reconocer su carácter de actividad pública dentro del sistema financiero.

² Banco de México. RODRIGO GÓMEZ VIDA Y OBRA, México, pág. 237-238

Con la crisis internacional de 1929 la economía mexicana sufrió las limitaciones del modelo primario exportador o de crecimiento hacia afuera, pues la recesión trajo como consecuencia una baja en las exportaciones y un deterioro en los términos de intercambio, generándose dos problemas en forma simultánea, el desequilibrio externo en balanza de pagos y el desequilibrio interno de estancamiento económico y desempleo.

El rompimiento con este modelo de desarrollo comenzó en 1929-1933, pero se consolidó durante el gobierno de Cárdenas 1934-1940, al efectuarse reformas que tenían como objetivo impulsar el desarrollo económico y político de México con autonomía del exterior.

Durante esa época, el plan sexenal enfatizó la necesidad de disminuir la dependencia del país de los mercados extranjeros con la promoción de industrias pequeñas o medianas de capital nacional y el desarrollo del sector agrícola. En este período, el Estado comenzó a participar en forma directa en el desarrollo económico por medio de asignaciones del gasto público al área económico y social.

En este contexto se promulgó la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares (1932), la que clasificó a las instituciones de crédito en función de sus operaciones de banca especializada e introdujo la figura de sociedad financiera, autorizada para emitir obligaciones con prenda de su cartera de valores. Esta nueva ley distinguió las organizaciones auxiliares de crédito entre las cuales por primera vez se incluyó a las bolsas de valores.

Si bien la legislación bursátil no era excesiva y no formulaba penas para las transgresiones, otorgó carácter público a la operación de las bolsas de valores y las incorporó al sistema financiero. Entre los primeros preceptos establecidos destacó la autorización de una sola bolsa de valores en cada ciudad además de que los corredores debían ser titulados, con la exigencia de depositar una fianza. En cuanto a las empresas emisoras inscritas en la bolsa se les requirió informar semestralmente acerca de sus estados financieros.

En el aspecto regulatorio, la Bolsa siguió bajo la vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria, la cual decidía respecto a la inscripción de títulos privados, previa aceptación por voto mayoritario del Consejo de Administración de la Bolsa. La inscripción de títulos públicos era automática. Durante esa época se designó órgano oficial de difusión al Boletín Financiero y Minero.

Como un factor de promoción del mercado de valores y de encauzamiento del ahorro nacional hacia los proyectos industriales prioritarios se creó Nacional Financiera en 1933, institución bancaria de desarrollo destinada a canalizar créditos de fomento, emitir títulos de crédito a largo plazo y certificados de participación, además de actuar como guardian del propio mercado de valores, a fin de contribuir a su ordenado desenvolvimiento y ampliación.

Los valores emitidos por Nacional Financiera tuvieron gran aceptación entre los inversionistas. En cumplimiento a sus objetivos, Nacional Financiera participó en la organización, transformación y

administración de empresas y actuó como agente financiero del Gobierno Federal, así como de los gobiernos de los Estados y de los municipios.

El crédito público tuvo una decisiva influencia en el mercado de valores. Los bonos de caminos, emitidos en 1934, ganaron la confianza de los ahorradores; así también, los certificados de participación y los bonos hipotecarios incrementaron notablemente el volumen de operaciones de la Bolsa.

B. Desarrollo.

La primera etapa del proceso de sustitución de importaciones se configuró de 1939 a 1958. Durante ese período la economía creció al 5.8% promedio anual, acompañada de un proceso inflacionario de 10.6% promedio anual y de un creciente desequilibrio externo; el déficit de la balanza de pagos creció al 14.2% promedio anual, utilizándose el mecanismo de la devaluación como medida de ajuste en 1948-1949 y 1954³.

El motor del crecimiento fue el sector industrial que registró una tasa de incremento promedio anual de 6.4%, en este período prácticamente culminó la sustitución de bienes de consumo y se avanzó con menor medida en la de bienes intermedios y de capital.

³ Ver Villarreal, René. INDUSTRIALIZACIÓN DEUDA Y DESEQUILIBRIO EXTERNO EN MEXICO, UN ENFOQUE NEOESTRUCTURALISTA 1929- 1988, pag 75-81

El proteccionismo, la inversión pública y los estímulos fiscales fueron las principales medidas utilizadas para apoyar a la naciente industria.⁴

La Comisión Nacional de Valores (CNV) se creó en febrero de 1946, con lo cual se sentaron las bases firmes e institucionales para el fortalecimiento del mercado de valores. Sus actividades iniciales consistieron en concentrar algunas de las funciones regulatorias que venían desempeñando la Comisión Nacional Bancaria y Nacional Financiera.

La CNV se estableció por iniciativa de la SHCP, como organismo autónomo para proteger los intereses de los inversionistas y cubrió la necesidad de apoyo regulatorio específico a la promoción, ampliación y robustecimiento de la actividad bursátil nacional.

En 1948 la nueva institución reguladora del mercado de valores comenzó a requerir documentación de las emisoras e inició las consultas para formular una ley sobre el mercado de valores para lo que solicitó la participación de la Bolsa de Valores de México.

⁴ Durante este periodo se utilizó una política comercial proteccionista para fomentar el desarrollo de la naciente industria; se aplicaron incrementos en los impuestos de importación a 5,000 fracciones en 1947, se introdujeron las tarifas ad valorem, también se utilizó el control cuantitativo de importaciones o el permiso previo.

En cuanto a la política industrial, cabe indicar que, la Ley de Industrias Nuevas y Necesarias (1945) y la regla XIV de la tarifa general de importación, apoyaron el proceso de sustitución de importaciones. Bajo la primera se podían disfrutar de amplias exenciones fiscales (impuestos a la importación, renta, utilidades, timbre) y de contribuciones federales por concepto de gravámenes locales por 10, 7 ó 5 años según fueran las industrias clasificadas como "fundamentales" de "importancia económica" y "otras" respectivamente. La regla XIV eliminaba total o parcialmente los impuestos a la importación para maquinaria y equipo que tendieran a fomentar el desarrollo industrial de México.

El Estado jugó un papel como inversionista en obra de infraestructura y de sectores estratégicos, con el 40% de la inversión total anual de ese periodo, la inversión en fomento industrial (electricidad, petróleo, gas y otras industrias) de representar 12% del total de la inversión pública en 1939, se elevó al 30 y al 40% para 1950 y 1958, respectivamente. Villarreal, René. op. cit. pág 69-81.

El proteccionismo, la inversión pública y los estímulos fiscales fueron las principales medidas utilizadas para apoyar a la naciente industria.⁴

La Comisión Nacional de Valores (CNV) se creó en febrero de 1946, con lo cual se sentaron las bases firmes e institucionales para el fortalecimiento del mercado de valores. Sus actividades iniciales consistieron en concentrar algunas de las funciones regulatorias que venían desempeñando la Comisión Nacional Bancaria y Nacional Financiera.

La CNV se estableció por iniciativa de la SHCP, como organismo autónomo para proteger los intereses de los inversionistas y cubrió la necesidad de apoyo regulatorio específico a la promoción, ampliación y robustecimiento de la actividad bursátil nacional.

En 1948 la nueva institución reguladora del mercado de valores comenzó a requerir documentación de las emisoras e inició las consultas para formular una ley sobre el mercado de valores para lo que solicitó la participación de la Bolsa de Valores de México.

⁴ Durante este periodo se utilizó una política comercial proteccionista para fomentar el desarrollo de la naciente industria; se aplicaron incrementos en los impuestos de importación a 5,000 fracciones en 1947, se introdujeron las tarifas ad valorem, también se utilizó el control cuantitativo de importaciones o el permiso previo.

En cuanto a la política industrial, cabe indicar que, la Ley de Industrias Nuevas y Necesarias (1945) y la regla XIV de la tarifa general de importación, apoyaron el proceso de sustitución de importaciones. Bajo la primera se podían disfrutar de amplias exenciones fiscales (impuestos a la importación, renta, utilidades, timbre) y de contribuciones federales por concepto de gravámenes locales por 10, 7 ó 5 años según fueran las industrias clasificadas como "fundamentales" de "importancia económica" y "otras" respectivamente. La regla XIV eliminaba total o parcialmente los impuestos a la importación para maquinaria y equipo que tendieran a fomentar el desarrollo industrial de México.

El Estado jugó un papel como inversionista en obra de infraestructura y de sectores estratégicos, con el 40% de la inversión total anual de ese periodo, la inversión en fomento industrial (electricidad, petróleo, gas y otras industrias) de representar 12% del total de la inversión pública en 1939, se elevó al 30 y al 40% para 1950 y 1958, respectivamente. Villarreal, René. op. cit. pág 69-81.

El importante desarrollo industrial de Monterrey hasta 1950 así como la acumulación de capitales y el constante surgimiento de empresas, derivó en la constitución de la Bolsa de Monterrey en enero de ese año, con el apoyo de la Bolsa de Valores de México. Asimismo, en 1960 entró en funcionamiento en Guadalajara la Bolsa de Occidente que había iniciado su organización desde 1956.

En 1948 la Comisión Nacional Valores convocó a un proceso de consultas para formular un nuevo cuerpo legal, adaptado a las necesidades de financiamiento del desarrollo industrial, pues la legislación de 1932 restringía las vías para la innovación de operaciones o instrumentos de inversión y financiamiento.

El Consejo de la Bolsa retomó esta iniciativa y designó una comisión para presentar un proyecto de ley, sin embargo, en 1959 hubo que nombrar otra comisión para acelerar la tramitación del proyecto presentado. Al año siguiente la Asociación de Banqueros intervino en ese estudio proponiendo algunos cambios de forma y para 1963 continuaban las consultas entre los distintos sectores involucrados.

Los avances logrados en la actividad bursátil así como el surgimiento de nuevos instrumentos, métodos operativos y perspectivas de expansión, crearon nuevas formas de transacción de los títulos y procesos operativos no considerados por los autores de los anteriores proyectos legislativos, por lo cual, el Consejo de la Bolsa estableció un programa de trabajo, en abril de 1967, para analizar a fondo las características

de los mercados de valores mundiales y fijar las bases para la formulación de un cuerpo amplio y acorde con las necesidades y las perspectivas del sistema financiero mexicano.

A fines de 1969, la Bolsa hizo circular el texto del anteproyecto de Ley de Bolsas y Mercado de Valores y durante 1970 continuaron las gestiones ante la SHCP y la CNV.

La legislación del mercado de valores se fue desarrollando en un contexto económico que ya manifestaba su debilidad. El modelo de sustitución de importaciones generó la industrialización y el crecimiento económico durante el período 1939-1970, pero al final de la década de los sesentas se presentaron características de desempleo, concentración del ingreso y dependencia del capital extranjero.

De 1959 a 1970 se registró un crecimiento económico alto y sostenido con estabilidad de precios⁵, pero con un constante desequilibrio externo que fue financiado con endeudamiento externo. Se fomentó el ahorro interno privado a costa de no aumentar los impuestos y de mantener tarifas bajas de bienes y servicios públicos, lo que originó, por otra parte, que la deuda pública representara más de una quinta parte del PIB.⁶

Es en este contexto que al comienzo del sexenio de Luis Echeverría, el proyecto de legislación del mercado de valores quedó postergado por

⁵ Ver anexo estadístico cuadro 3 Evolución de indicadores económicos de México.

⁶ Ver Villarreal, René. op. cit., pág. 209.

otras prioridades concernientes a la reorientación de la economía, sin embargo, pronto se advirtió que el mercado de valores podría operar como una eficiente alternativa de financiamiento.

La escasez de crédito interno y externo así como las presiones inflacionarias y la excesiva concentración de la banca privada, permitieron visualizar como un objetivo estratégico el contar con un mercado de valores capaz de diversificar las opciones de captación del ahorro y de financiamiento a los proyectos productivos.

El modelo de sustitución de importaciones se mantuvo hasta 1976 cuando la crisis del mismo se hizo inminente. Las políticas para impulsar la industrialización generaron déficit en la cuenta corriente que a mediados de 1976 alcanzó la suma de 4,500 millones de dólares y una deuda externa de 20,000 millones de dólares, lo que llevó a que el 31 de agosto de 1976 se anunciara la flotación del peso y el cambio de paridad, terminando con 22 años de tasa de cambio fija, al devaluar el peso de 12.50 a 19.70 pesos por dólar.

La Ley del Mercado de Valores se publicó en el diario oficial el 2 de enero de 1975 y estableció un sólido marco institucional para consolidar y propiciar el desarrollo del mercado, ofreciendo seguridad y nuevos instrumentos a los inversionistas y emisores de valores; sin embargo, era imprescindible complementar la infraestructura del mercado mediante la creación de nuevos organismos y el establecimiento de sistemas modernos que agilizaran su funcionamiento y expansión.

Entre otras innovaciones , la Ley definió:

1) La aceptación como socios de la Bolsa a personas morales organizadas como sociedades anónimas, inscritas en el registro Nacional de Valores e Intermediarios, bajo la denominación de Casas de Bolsa, sujetas a las disposiciones que dicte la CNV.

2) La CNV quedó dotada de amplias y bien determinadas facultades para regular el mercado, las emisoras, títulos, intermediarios y bolsas de valores. Además de sus funciones de vigilancia asumió la responsabilidad de encauzamiento y promoción del mercado en todos sus aspectos.

3) Todos los valores susceptibles de ser operados por las casas de bolsa, debían inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y operarse a través del mercado organizado, sin que los intermediarios bursátiles pudieran operar entre sí al margen de la Bolsa.

Después de esa época y hasta la década de los 90's, el mercado de valores incorporó en sus operaciones distintos y nuevos tipos de instrumentos que fueron fortaleciendo y dinamizando el mercado, entre los que se pueden mencionar:

CETES	1977
PETROBONOS	1977
PAPEL COMERCIAL	1980
OBLIGACIONES QUIROGRAFARIAS, HIPOTECARIAS	1980
(Innovación y adecuaciones al entorno económico y financiero)	
SOCIEDADES DE INVERSION	1980
BONOS BANCARIOS DE DESARROLLO	1985
CERTIFICADOS DE APORTACION PATRIMONIAL	1987
OBLIGACIONES SUBORDINADAS CONVERTIBLES	1987
CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN INMOBILIARIA	1987
BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL	1987
CERTIFICADOS DE PLATA	1987
CERTIFICADOS DE PARTICIPACION ORDINARIA	
AMORTIZABLES	1990
PAPEL COMERCIAL INDIZADO	1990
BONOS BANCARIOS DE INFRAESTRUCTURA	1990
PAGARES DE MEDIANO PLAZO	1991
WARRANTS	1993
MERCADO INTERMEDIO ACCIONES	1994

El marco jurídico definido por la Ley del Mercado de Valores y sus reformas permitió la transformación cuantitativa del sistema bursátil y abrió cauce para constituir nuevos organismos, institucionalizar los existentes y ampliar el ámbito de cobertura en la negociación de valores. Si bien el texto de 1975 no eliminaba la figura de agentes de bolsa personas físicas, era inminente el impulso a la formación de

intermediarios organizados en sociedades anónimas, bajo condiciones que permitirían mayor solvencia, mejor organización y un amplio potencial de especialización.

En 1978 se creó el Instituto para el Depósito de Valores, como órgano descentralizado del Gobierno Federal, con la función de custodiar y registrar las transacciones de documentos respecto a los cuales se realice una oferta pública.

La capacidad de negociación y desarrollo del gremio bursátil se vio fortalecida vigorosamente con la formación de la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa (AMCB) en mayo de 1980, denominada hoy Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles.

A diferencia de los organismos precedentes como el Club Bursátil, la AMCB se integró exclusivamente por representantes de cada casa de bolsa, ya que anteriormente tenían cabida inversionistas institucionales, funcionarios de bancos, empresarios y otros amigos del mercado de valores.

Con la promulgación y entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores, la Bolsa de Valores de México sufrió una profunda transformación organizacional y estatutaria, contando además con mayor cobertura regional. De esta transformación surgió lo que conocemos en la actualidad como Bolsa Mexicana de Valores, SA de CV.

Las Bolsas de Valores de Guadalajara y Monterrey tuvieron que ser liquidadas por no cumplir con el requisito de contar con, por lo menos, 20 socios, condición que estableció la Ley del Mercado de Valores de 1976.

C. Evolución Reciente

La década de los ochentas es caracterizada por una aguda crisis de la economía; bajo crecimiento del PIB, inflación, déficit comercial, desempleo y pauperización de la población.

En 1982 las tasas de interés internacionales se elevaron súbitamente y la liquidez hacia el país se redujo, asimismo México vio limitada su capacidad de pago de la deuda externa, por el incremento en el monto de los intereses y la baja en el precio de petróleo.

Es durante este período que se intenta la aplicación de un modelo de desarrollo neoliberal a corde a las políticas del FMI, basado en un proyecto exportador y de integración a la economía mundial.

Ante la imposibilidad de cumplir con los compromisos del pago de la deuda externa, se decidió renegociar con los acreedores foráneos las condiciones de plazo y tasa. La banca internacional condicionó su apoyo a la suscripción de una acuerdo entre México y el FMI para estabilizar la economía.

En noviembre de 1982 se firmó la carta de intención con el FMI en el que se señalaban las siguientes medidas.

- Reducir el déficit financiero del sector público.
- Revisar los precios y tarifas del sector público
- Revisar el gasto corriente y los subsidios
- Abatir la evasión fiscal para fortalecer las finanzas públicas
- HACER ATRACTIVOS LOS INSTRUMENTOS DE AHORRO Y FOMENTAR EL MERCADO DE VALORES.
- Libertad de precios para no desalentar la producción y el empleo. desmantelamiento del control de precios.
- Una política económica que permitiera la apertura al exterior.

La puesta en marcha de esas medidas "neoliberales" llevaron a cambiar la orientación del Estado y devolvieron al mercado el papel de regulador de los procesos económicos, asimismo se dio inicio a la apertura comercial de la economía nacional, hecho casi consumado en nuestros días.

Aunque desde esa época se propuso la modernización del sector financiero, es prácticamente durante el período 1988 -1994 cuando esas medidas se concretaron y se les da un impulso total,⁷ durante la década de los ochenta las medidas neoliberales no corrigieron los desequilibrios

⁷ Al inicio de la década de los noventa la economía mundial sufre transformaciones económicas y políticas muy importantes, pues en ese período se transforman los sistemas económicos y políticas de Europa del Este y se derriban dictaduras militares de algunos países de latinoamérica, se derumba el socialismo en la Unión Soviética, se realizan acuerdos de globalización comercial en Europa a lo que en América se responde con el TLC, hecho que en México implicó poner en marcha una política de modernización de todos los sectores incluyendo el financiero.

de la economía nacional, por lo que la atención se centró constantemente en la disminución del déficit fiscal, descenso del gasto público, racionalización de la política de subsidios y elevación de las tarifas de los servicios del sector público, la cuenta corriente, establecimiento de topes al endeudamiento externo, evolución de la inflación, topes salariales, etc.

Recientemente (1989 - 1994) se puso en marcha una estrategia de internacionalización del mercado de valores, en congruencia con la política económica de la administración salinista, una de cuyas líneas rectoras fue la modernización y la apertura hacia al exterior. La internacionalización ha buscado vincular al mercado de valores con los movimientos de globalización e interrelación de los centros financieros mundiales.

Esta iniciativa resulta indispensable para mantener los flujos de capitales externos, destinados a atender de manera complementaria los requerimientos de inversión productiva al ritmo de la transformación de la economía nacional.

En el proceso de internacionalización del mercado mexicano de valores pueden distinguirse dos etapas importantes, la primera que se inició en 1989 como parte central de los esfuerzos de modernización y desarrollo del mercado y la segunda que comenzó con la vigencia de las reformas realizadas en julio de 1993 a la Ley del Mercado de Valores.⁸

⁸ Ver, Moreno Gómez, Luis Miguel. "LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO" en Mercado de Valores, diciembre 1993, pág. 24-27.

La primera etapa comprendió tres políticas principales: la apertura a la inversión extranjera de portafolio, el apoyo a la concurrencia de empresas, valores e intermediarios mexicanos en mercados internacionales y el establecimiento de relaciones institucionales con autoridades, bolsas y organismos multilaterales de cooperación.

Estas políticas han permitido al mercado obtener y canalizar un importante flujo de capitales extranjeros que han servido para complementar los recursos del ahorro interno.

Entre las propuestas emprendidas destacan:

a) La definición del mecanismo de inversión neutra, mediante el cual se permite al capital extranjero la adquisición de acciones de la serie "A", tradicionalmente reservado al inversionista nacional, separando los derechos patrimoniales de los corporativos.

Una de las disposiciones que contribuyeron en el incremento del flujo de capitales foráneos fue la autorización para que las empresas emitieran acciones serie L, con derechos corporativos limitados y susceptibles de ser adquiridas por extranjeros.

b) La eliminación de restricciones para que los extranjeros puedan comprar títulos de deuda gubernamental.

c) La participación de inversionistas extranjeros en el capital de casas de bolsa, bancos y empresas aseguradoras.

e) La concesión de facilidades para la repatriación de capitales, que consiste en la aplicación de una tasa impositiva accesible y única a los recursos que reingresen al país por medio de las casas de bolsa ó bancos.

f) El establecimiento de oficinas subsidiarias de casas de bolsa fuera del país.

g) La instalación de oficinas extranjeras de análisis del mercado mexicano.

h) El diseño de un marco normativo para la realización de ofertas internacionales simultáneas.

i) La definición de un régimen para la realización de operaciones de arbitraje internacional.

j) La intermediación en México de títulos emitidos para empresas nacionales en el exterior.

La segunda etapa del proceso de internacionalización se identifica con las reformas efectuadas en el mes de julio de 1993 a la Ley del Mercado de Valores. En las nuevas disposiciones se advierte, entre otros, el propósito de intensificar la interconexión del sistema bursátil con el exterior por medio de la autorización para la participación de emisores y valores extranjeros en el mercado local, se abre así la posibilidad de que el mercado mexicano se convierta en un centro financiero regional.

Las regulaciones relativas a las operaciones internacionales establecen un marco para efectuar la intermediación y otra para la negociación por oferta pública.

Para la intermediación de valores extranjeros que no han sido objeto de oferta pública en el país se crea un nuevo mecanismo en bolsa denominado Sistema Internacional de Cotizaciones, estas operaciones se sujetan al cumplimiento de requisitos particulares de autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores, que se refieren a reconocimientos explícitos de emisores, mercados de origen y valores, así como, a compromisos de divulgación oportuna de la información.

Para la oferta pública de valores extranjeros en territorio nacional, las reformas promulgadas establecen los mismos requisitos de inscripción y autorización que se señalan para los títulos mexicanos, otorgando un tratamiento de igualdad a todo emisor de valores en México.

Entre los cambios más importantes para los propósitos de supervisión y vigilancia están la facultad que se concede a las autoridades bursátiles para establecer convenios para el intercambio de información con organismos regulatorios externos bajo principios de reciprocidad y el fomento al establecimiento de relaciones institucionales con autoridades bursátiles y organismos multilaterales de cooperación, para instituir redes que contribuyan a la recepción de inversión extranjera en el mercado local.

En respuesta a los lineamientos de modernización e incremento de la capacidad competitiva internacional de los intermediarios financieros mexicanos, se ha fomentado la integración de grupos financieros que incluyan bancos, casas de bolsa, otros organismos auxiliares de crédito y empresas de servicios conexos, así se promulgó la Ley de Grupos Financieros el 18 de julio de 1990 y el reglamento para su constitución y funcionamiento el 23 de enero de 1991.

En el aspecto de la tecnología se ha logrado un importante avance para enfrentar el proceso de globalización del mercado de valores, entre lo que destaca, la automatización de procesos e incorporación de tecnologías avanzadas en cuanto a generación y difusión de datos, así como, el perfeccionamiento de mecanismos autoreguladores para hacer más transparente y confiable el mercado y compatibilizarlo con los estándares internacionales en materia de métodos operativos, instrumentos, información de emisoras y sistemas de difusión.

En 1991 se estableció un mecanismo de control y seguimiento de proyectos y se iniciaron estudios tales como el desarrollo de un mercado de productos derivados como warrants, opciones, futuros y la creación de un mercado intermedio automatizado, para la negociación de acciones de empresas medianas.

Las transformaciones mencionadas han modificado radicalmente el perfil del mercado de valores mexicano y han propiciado avances sustanciales en su regulación, desarrollo e internacionalización; los adelantos logrados en este tiempo tienen características de permanencia,

que requieren todavía de importantes esfuerzos de consolidación ante los retos que plantea el futuro.

D. Marco Institucional.

El mercado de valores presenta en la actualidad una gran diversidad de instituciones participantes. Involucra prácticamente a todos los actores de la actividad financiera del país, a saber: gobierno federal, en su doble carácter de entidad emisora y reguladora, bancos comerciales y de desarrollo, gobiernos estatales y municipales, intermediarios financieros no bancarios y, naturalmente, a las instituciones que forman parte en estricto sentido de este mercado, casas de bolsa, empresas emisoras y público inversionista.

En tal virtud, hablar del mercado de valores, hace necesario presentar por lo menos una referencia general del sistema financiero, en el entendido, de que ambas temáticas son, de facto, lo mismo, aún cuando formalmente tienen una división precisa en términos taxonómicos, jurídicos y regulatorios.

Actualmente dentro del sistema financiero existen diversos tipos de intermediarios por medio de los cuales se puede obtener financiamiento de acuerdo a las necesidades de cada empresario, de tal forma, que podemos distinguir en primer lugar a las instituciones de banca múltiple.

1. Intermediación bancaria.

La característica fundamental de las operaciones activas de los bancos consiste en que sus créditos son otorgados por cuenta propia. Aunque los recursos provienen del público inversionista, el crédito se contrata con la propia institución bancaria.

En la actualidad, los bancos, para el otorgamiento de sus financiamientos, deben estimar la viabilidad económica de los proyectos de inversión respectivos, los plazos de recuperación de éstos, la situación económica de los acreditados y la calificación administrativa y moral de estos últimos.

2. Intermediación Bursátil

A diferencia de la intermediación bancaria, en la que la captación y colocación de recursos se hace por cuenta propia, la bursátil consiste en la realización de operaciones de correduría o comisión tendientes a poner en contacto la oferta y demanda de valores, pero por cuenta de terceros. Las casas de bolsa actúan adquiriendo o vendiendo, por disposición de su clientela, los diversos valores que se cotizan en el mercado. Sin embargo, sólo en algunos casos especiales que autorice la Comisión Nacional de Valores se permite la operación de títulos por cuenta propia.

Por mercado de valores se entiende al integrado por el conjunto de intermediarios bursátiles, empresas e inversionistas que participan en las operaciones de compra-venta de valores; su principal función

económica consiste en ser fuente de financiamiento e inversión alternativa al sistema bancario.

Los valores que se negocian en dicho mercado son por regla general títulos de deuda o representativos de capital, emitidos en serie o en masa, susceptibles de ser negociados entre el gran público inversionista. Para obtener tal carácter requieren ser inscritos en Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional de Valores.

3. Intermediación Financiera no Bancaria.

Existen otras opciones de financiamiento diferentes al bancario y al bursátil, entre las que destacan las arrendadoras, el factoraje, las uniones de crédito y las sociedades financieras de objeto limitado, a las que nos referiremos de manera breve en este apartado.⁹

Las arrendadoras financieras son otra opción de financiamiento y es de destacar que, de 1988 a 1994 se han autorizado el 80% de las existentes.¹⁰

Las arrendadoras financieras destinan recursos a la adquisición de bienes para darlos en arrendamiento financiero a las empresas, dentro de las condiciones y características pactadas. Esta opción de financiamiento tiene la ventaja de no implicar una inversión inicial por parte del usuario de la misma.

El nacimiento y evolución del arrendamiento financiero responde a los requerimientos del proceso industrial, ante la dificultad de contar con suficiente y adecuado capital de trabajo, además de la rapidez con que los avances tecnológicos suelen tornar obsoletas máquinas y equipos.

⁹ Ver, Nafin, IMEF, FUENTES DE FINANCIAMIENTO. MANUAL DE CONSULTA.

¹⁰ La información y datos empleados en la elaboración de este apartado fueron tomados de diversas revistas especializadas entre las que se pueden citar, Mercado de Valores publicada por Nacional Financiera, Capital Mercados Financieros, y libros y periodicos especializados en finanzas.

Esta opción da la posibilidad de sustituir la utilización de los propios recursos para adquisición de maquinaria y equipo, liberándolos para contar de esta manera con capital de trabajo necesario para el desarrollo de la empresa y ajustarse a un proceso permanente de renovación de su maquinaria y equipo.

Se entiende por arrendamiento financiero el contrato bilateral por virtud del cual la arrendadora financiera se obliga a conceder el uso y goce de un bien de consumo duradero, previamente establecido, por un tiempo determinado y forzoso, al arrendatario financiero o usuario del bien, el cual a su vez se obliga a pagar como contraprestación periódicamente, una cantidad de dinero determinada o determinable, que cubra el valor de adquisición del bien y demás accesorios más un beneficio o utilidad (renta) y adoptar al vencimiento del contrato, alguna opción respecto al bien, que puede consistir en la compra del mismo, la prórroga del contrato o la participación en la venta del bien a un tercero.

Este tipo de intermediarios pueden allegarse recursos por medio de la concertación de créditos con bancos, préstamos del exterior, emisión de obligaciones y/o pagarés financieros a través del mercado de valores.

Las empresas de factoraje financiero surgieron al inicio de los años setentas, paralelamente a la creación de las arrendadoras financieras, ambos tipos de intermediarios se desarrollaron con el auspicio y control del sistema bancario.

La empresa de factoraje financiero conviene con el cliente, a través de un contrato, en adquirir derechos de cobro que el cliente acreditado tenga a su favor, pactando un precio determinado o determinable en moneda nacional o extranjera, independientemente de la fecha y la forma en que se pacte, siendo posible pagar de cualquiera de las modalidades siguientes:

1. Que el cliente no quede obligado a responder por el pago de los derechos de crédito transmitidos a la empresa de factoraje financiero (factoraje puro)
2. Que el cliente quede obligado solidariamente con el deudor a responder por el pago puntual y oportuno de los derechos de crédito transmitidos a la empresa de factoraje financiero (factoraje con recurso)

El desarrollo de estos intermediarios responde al importante número de empresas que no cuentan en su tesorería con respaldos de liquidez significativos, ni reúnen los requisitos necesarios para ser por sí mismas sujetos de crédito bancario, razón por la cual frecuentemente acuden a estos especialistas en búsqueda de fondeo.

Tanto las empresas de factoraje como las arrendadoras pueden a partir de 1990, captar recursos del público mediante la emisión y colocación de títulos de deuda a través del mercado de valores.

Las uniones de crédito son otra opción de financiamiento especialmente para pequeñas y medianas empresas. Estos intermediarios

surgieron formalmente como organizaciones auxiliares de crédito el 15 de julio de 1992, al publicarse su normatividad.

Las sociedades de ahorro y préstamo deben contar con un mínimo de 500 socios y el monto de activos totales que señale la SHCP. Pueden participar como socios personas físicas y personas morales consideradas como micro y pequeña empresa.¹¹

Los grupos de personas que deseen conformar una sociedad de ahorro y préstamo de acuerdo a los requisitos establecidos, deberán solicitar a la SHCP la autorización para operar una institución con tal objeto social. De 1988 a 1994 las uniones de crédito han pasado de 140 a 400.

Las sociedades de ahorro y préstamo están facultadas para recibir depósitos de dinero de sus socios así como para otorgar préstamos a los propios socios y créditos de carácter laboral a sus trabajadores.

Para la realización de sus operaciones o para cubrir necesidades temporales de liquidez pueden contratar créditos de instituciones bancarias. También están autorizadas para constituir depósitos a la vista en instituciones de crédito y adquirir acciones de sociedades de inversión de renta fija.

Las uniones de crédito atienden a las micro y pequeñas empresas que están en proceso de nacimiento, crecimiento o estabilización, al

¹¹ Aspe Armella, Pedro "PARTICIPACIÓN EN LA REUNIÓN DE LAS UNIONES DE CRÉDITO" en Mercado de Valores, junio de 1994, pág 15-17

otorgarles crédito en condiciones competitivas y permitirles el acceso a programas de la banca de desarrollo. Una vez que las uniones de crédito trabajan en materia financiera, pueden extender sus operaciones al apoyo de la producción y de la comercialización de productos con compras en común, complementando a su vez la función de las empresas integradoras.

Las sociedades financieras de objeto limitado surgen como consecuencia de la puesta en marcha del Tratado de Libre Comercio así como de la modernización del sector financiero. Estas instituciones con facultades limitadas se refieren a las personas morales autorizadas por la SHCP que captan recursos provenientes de la colocación de instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y otorgan créditos para determinada actividad o sector.

El marco regulatorio de esas instituciones se publicó el 14 de junio de 1993 en el Diario Oficial de la Federación estableciéndose que estas sociedades podrán captar recursos del público exclusivamente de la colocación de valores inscritos en el RIVI, es decir, no están autorizados para recibir depósitos del público; sin embargo, les está permitido contratar créditos de entidades financieras y asignar recursos a la actividad o sector que se señale en la autorización correspondiente.¹

El surgimiento de esta nueva figura da paso a una mayor especialización de nuestro sistema financiero. Asimismo incrementa el

¹ Ver anexo estadístico cuadro 5. Elaborado con base en los datos de la Asociación Nacional de Sociedades Financieras de Objeto Limitado.

nivel de competencia entre otros intermediarios como los bancos, las arrendadoras financieras y empresas de factoraje, entre otros.

4. Entidades Reguladoras

El sistema financiero mexicano cuenta con distintos organismos destinados a la supervisión y vigilancia de los diversos tipos de intermediarios. Si tratáramos de ubicar a los integrantes del sistema financiero en un esquema y al mismo tiempo identificar la posición del mercado de valores, éste se mostraría como se ilustra en el cuadro 4 del anexo estadístico.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público es el órgano rector del sistema financiero, le corresponde definir la política financiera del país, elaborar el marco normativo que rige el funcionamiento y operación tanto del sistema bancario como del bursátil.

Entre sus funciones podemos mencionar el establecimiento de las características a las que deberá sujetarse la operación con valores, definidos éstos como las acciones, obligaciones y demás títulos de deuda que se emitan en serie o en masa; expide disposiciones para proteger los intereses de los inversionistas, así como aprueba o cancela autorizaciones de operación a los bancos, casas de bolsa, uniones de crédito y non bank banks.

El Banco de México es otro órgano muy importante en la regulación del sistema financiero. El instituto central trabaja de manera autónoma

del gobierno desde abril de 1994 y su principal objetivo es procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

También es finalidad de esa institución promover el sano desarrollo del sistema financiero y propiciar el buen funcionamiento de los sistemas de pagos.

El Banco Central regula la emisión y circulación de la moneda, los cambios, la intermediación y los servicios financieros, así como los sistemas de pagos. Es función de este organismo operar con las instituciones de crédito como banco de reserva y acreditante en última instancia; presta servicios de tesorería al Gobierno Federal y actúa como su agente financiero.

Otra función muy importante es la de fungir como asesor del Gobierno Federal en materia económica y particularmente financiera; así, participa activamente con la SHCP y con el ejecutivo en la determinación de la política cambiaria del país.

El Banco de México puede expedir normas sólo cuando tengan por propósito la regulación monetaria y cambiaria, el sano desarrollo del sistema financiero y el buen funcionamiento del sistema de pagos, o bien, la protección de los intereses del público, compartiendo responsabilidad con otras autoridades.

La Comisión Nacional Bancaria es un organismo desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público a la que están confinadas la

inspección y vigilancia de los bancos comerciales y de desarrollo, así como, el cumplimiento de las disposiciones de la Ley de Instituciones de Crédito.

La Comisión Nacional de Valores (CNV), por su parte, es el organismo encargado de inspeccionar y vigilar el cumplimiento de la Ley del Mercado de Valores, regula la emisión de títulos de deuda y capital privados; asimismo, vigila que los intermediarios bursátiles, la Bolsa Mexicana de Valores y el Indeval cumplan su función con transparencia.¹

Investiga actos que hagan suponer la ejecución de operaciones violatorias de la Ley del Mercado de Valores y dicta medidas de carácter general a las que deberán sujetarse los participantes del mercado así como los requisitos y disposiciones relativas a la inscripción de valores. Además es conciliador de conflictos entre las casas de bolsa y sus clientes.

La CHV puede ordenar la suspensión de cotizaciones de valores cuando en el mercado existan condiciones desordenadas o se efectúen operaciones no conformes a sanos usos y prácticas. Puede intervenir administrativamente a las casas de bolsa, especialistas bursátiles y a la Bolsa Mexicana de Valores, con objeto de normalizar o resolver

¹ En el marco de la puesta en marcha del Programa de Acción para Reforzar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE), el ejecutivo federal envió a la Cámara de Diputados una propuesta para fusionar en una sola institución de vigilancia, la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores, denominada Comisión Nacional Bancaria y de Valores, con la finalidad de que se concentren en una sola entidad la inspección de las instituciones bursátiles y bancarias, sin que ello implique una simplificación de sus anteriores funciones, sino al contrario un esfuerzo conjunto para procurar la solvencia y liquidez de los intermediarios y salvaguardar los intereses del público inversionista.

las operaciones que pongan en peligro su solvencia, estabilidad o liquidez o aquellas violatorias de la Ley del Mercado de Valores.

A la CNV le corresponde adicionalmente la inspección y vigilancia del funcionamiento de las instituciones para el depósito de valores, así como autorizar y vigilar sistemas de compensación, de información centralizada, calificación de valores y otros mecanismos tendientes a facilitar las operaciones o a perfeccionar el mercado de valores.

La CNV se encarga de imponer sanciones monetarias a los intermediarios y emisores, que incurren en infracciones a la Ley del Mercado de Valores, haciéndose efectivas con cargos del importe en las cuentas que lleva el Banco de México a dichas sociedades o por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público cuando las multas son impuestas a particulares.

El Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI) está a cargo de la Comisión Nacional de Valores y está formado de tres secciones: la de valores, la de intermediarios y la sección especial.

Solo pueden ser materia de intermediación en el mercado de valores los documentos inscritos en la sección de valores o especial del RNVI. Asimismo la intermediación en el mercado de valores, únicamente puede realizarse por sociedades inscritas en la sección de intermediarios.

La sección especial registra los títulos de aquellos emisores mexicanos que ofreceran ofertas públicas en el extranjero, acciones, bonos, papel comercial.

Para inscribir valores en la sección de valores del RNVI se tienen que cubrir algunos trámites administrativos como llenar una solicitud, que la emisión de valores sea significativa para el mercado, que la empresa sea solvente y tenga liquidez, entre los más importantes.

La Bolsa Mexicana de Valores, por su parte, es una institución privada cuyos accionistas son exclusivamente las casas de bolsa y tiene por objeto facilitar las transacciones con valores y procurar el desarrollo del mercado. Entre sus funciones más importantes están la de proporcionar el lugar físico, las instalaciones y mecanismos necesarios para la realización habitual de la compra y venta de valores.

Proporcionar información y realizar publicaciones sobre los valores inscritos en la bolsa, sus emisores y las operaciones que en ella se realizan, certificar las cotizaciones a la que se negocian los distintos valores y velar por el estricto apego de las actividades de sus socios a las disposiciones que les sean aplicables para la operación.

Las casas de bolsa actúan como intermediarios financieros al registrar, colocar y negociar los instrumentos del mercado de valores, brindan asesoría financiera y bursátil a emisores e inversionistas.

Estos intermediarios están facultados para recibir fondos por concepto de operaciones con valores que les encomienden sus clientes, cuando existe algún impedimento para aplicar los recursos al fin correspondiente y persiste la imposibilidad, deberán depositar los fondos en una institución de crédito a más tardar el día hábil siguiente a la fecha en que recibió los recursos, o bien adquirir acciones representativas del capital de alguna sociedad de inversión de renta fija, depositándolas en la cuenta del cliente respectivo.

Pueden realizar operaciones por cuenta propia que faciliten la colocación de valores o que contribuyan a dar mayor estabilidad a los precios de los mismos y a reducir los márgenes entre cotizaciones de compra o de venta de los títulos aprobados por la Comisión Nacional de Valores.

Están facultadas para administrar las reservas para fondos de pensiones o jubilaciones de personal, complementarias a las que establece la Ley del Seguro Social y de primas de antigüedad.

El Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL) cumple la función de guardar, administrar, compensar, transferir y liquidar los valores negociados en la Bolsa Mexicana de Valores. El Estado ha considerado que este servicio es de interés público, por lo que lo lleva a cabo una empresa que goza de la concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

El Instituto para el Depósito de Valores tiene por objeto el servicio de depósito de valores, títulos y documentos a ellos asimilables que reciban casas de bolsa, especialistas bursátiles, bolsas de valores, instituciones de crédito, de seguros, de fianzas, de sociedades operadoras de fondos de inversión, y de entidades financieras del exterior, así como servicio de administración y transferencia. El INDEVAL está sujeto a la inspección y vigilancia de la CNV.

El depósito de títulos se constituye mediante la entrega de valores a la institución que abrirá cuentas a favor de los depositantes. Constituido el depósito, la transferencia de los valores depositados se realiza por el procedimiento de giro o transferencia de cuenta a cuenta, mediante asientos en los registros del INDEVAL, sin que sea necesaria la entrega material de los documentos, ni su anotación en los títulos, o en su caso en el registro de emisores.

El INDEVAL es el responsable de la guarda y conservación de los valores, está facultada para mantenerlos en sus instalaciones o en cualquier institución de crédito o en el Banco de México.

En cuanto a la administración de valores, el INDEVAL puede ejercerlo, a solicitud del depositante, en cuyo caso solo puede hacer efectivos los derechos patrimoniales que deriven de esos valores, es decir, puede llevar a cabo el cobro de amortizaciones, dividendos en efectivo o en acciones, intereses y otros.

En el sistema financiero también existen diversas asociaciones de intermediarios que son organizaciones que agrupan a cada tipo de institución con la finalidad de proporcionarse apoyo y asesoría entre si, así como, la realización de estudios de cada uno de los sectores que atienden y de sus propias condiciones de operación con el fin de proponer a las autoridades modificaciones regulatorias cuando sean requeridas o soluciones a los problemas del público inversionista.

Del presente capítulo se desprenden las siguientes conclusiones:

El mercado de valores tiene antecedentes desde finales del siglo XVII de manera muy incipiente y rudimentaria el intercambio físico de títulos correspondientes a empresas mineras. Aunque el mercado de valores obtuvo el reconocimiento como una institución para canalizar el ahorro nacional alrededor de 1920, es hasta 1976 cuando se crea un marco legal específico para regular su operación y desarrollo.

Recientemente el mercado de valores ha mostrado una intensificación en cuanto a la diversidad de instrumentos, operaciones y reglas de operación, se intenta adaptarlo y modernizarlo a la altura de los mercados internacionales con la finalidad de integrarlo a los mismos y de canalizar recursos a las empresas que lo soliciten ya sea por la vía del mercado nacional o extranjero.

El principal reto del mercado de valores es su transformación en un medio eficiente para la obtención de recursos financieros para aquellas empresas nacionales que requieran modernizarse, invertir y ser

generadoras de empleo y divisas. En el caso de las medianas empresas el mercado de valores ha iniciado una política de apoyo a las mismas por medio del funcionamiento del mercado intermedio y de la emisión de títulos de deuda como los pagarés de mediano plazo, sin embargo, se debe intensificar esa política si quiere convertirse verdaderamente en un promotor del desarrollo económico del país y contribuir de manera más eficiente al crecimiento de la economía.

C A P I T U L O I V

EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO: UNA OPCION DE FINANCIAMIENTO A TRAVÉS DEL MERCADO DE VALORES

A. Introducción.

El Sistema Financiero Mexicano actual juega un papel importante en el impulso del desarrollo económico y social del país, por lo que en los últimos años se ha promovido su transformación y modernización tanto normativa como operativa en el ámbito nacional y en su relación e interacción con los mercados financieros internacionales.

El proceso de reestructuración de la economía mexicana iniciado desde 1986 incluyó medidas económicas como la inserción al mercado externo, la firma de convenios comerciales con otros países, la desregulación en sectores como el agrícola, industrial y comercial, la reforma fiscal, la venta de empresas paraestatales, la renegociación de la deuda externa y amortización paulatina de la deuda interna¹, el saneamiento de las finanzas públicas y la modernización del sector financiero.

¹ Si bien tanto la deuda interna como externa del país no han tenido disminuciones absolutas de consideración en términos de su proporción con el PIB, si han registrado disminuciones ostensibles incluyéndose además el servicio de la deuda global, por otra parte, es preciso señalar, que el retorno de las empresas privadas a los mercados internacionales voluntarios de capital, ha dado lugar a un importante crecimiento de la deuda del sector privado, en correspondencia con la disminución de la deuda del sector público

Durante la administración de Carlos Salinas de Gortari se efectuaron importantes reformas al marco legal del sistema financiero para superar imperfecciones de tipo práctico, para adaptarlo a la evolución macroeconómica e interconectarlo con los centros financieros internacionales. El marco regulatorio se actualiza constantemente para propiciar una mayor apertura y competencia entre los intermediarios, la variedad de instituciones financieras se está incrementando y se amplía la gama de instrumentos y operaciones de financiamiento disponibles.

Durante el ejercicio que concluyó en diciembre de 1994, culminó la privatización de los 18 bancos comerciales en los que el gobierno mantenía tenencia accionaria y se autorizó la creación de nuevas instituciones de crédito tanto de cobertura nacional como regional. De acuerdo con cifras de la Secretaría de Hacienda, en 1988 había un total de 18 bancos comerciales; después del proceso de privatización, el número de instituciones bancarias llegaba a 10 entre las que fueron privatizadas y las de reciente autorización. Hasta el mes de octubre de 1994 sumaban 55 las instituciones bancarias autorizadas tomando en cuenta las existentes antes del proceso de venta y las autorizadas con posterioridad a este hecho.

También el número de uniones de crédito se ha más que duplicado y se han autorizado más de 300 instituciones financieras de otro tipo como casas de bolsa, aseguradoras, arrendadoras, casas de cambio, sociedades de inversión y sociedades financieras de objeto limitado, entre otras.

En el marco de la regulación nacional y acuerdos internacionales, en 1994 se dio una opinión favorable para la operación de filiales de bancos, casas de bolsa, aseguradoras, casas de cambio, non bank banks extranjeros en México y es probable que para 1995 los representantes de esas instituciones estén operando en nuestro país.²

Durante la presente década han surgido diversas opciones de financiamiento e inversión para todo tipo de empresas. En 1992 se crearon títulos opcionales denominados Warrants, que se definen como documentos que dan a su tenedor el derecho más no la obligación de comprar (warrant de compra o call) o de vender (warrant de venta o put) al emisor un cierto número de acciones o canasta de ellas a un precio determinado durante un período o fecha establecida, o bien pueden dar a su tenedor el derecho de recibir del emisor una determinada suma de dinero, resultante del cambio de un índice de precios, una acción o una canasta de acciones.

Los warrants pueden ser emitidos por sociedades anónimas que tengan acciones cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores, las casas de bolsa y las instituciones de crédito. Las empresas sólo pueden emitir warrants referidos a sus propias acciones, mientras que los intermediarios financieros además pueden emitir títulos

² A la fecha de preparación de la edición de este trabajo, mayo de 1995, algunas instituciones bancarias extranjeras habían iniciado ya operaciones y otras se encontraban próximas a hacerlo.

sobre valores de terceros ya sea acciones individuales, canastas o índices accionarios.

En 1993, se puso en marcha el Mercado Intermedio de acciones que busca incorporar a las empresas medianas que tengan altos niveles de solvencia, crecimiento potencial y que atraviesen por una fase de transición a la madurez, al mercado de valores.

En 1991 surgieron los Pagarés de Mediano Plazo, títulos de deuda para empresas que no necesariamente tienen acciones cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores, cuya finalidad es financiar capital de trabajo permanente a un plazo que oscila entre uno y tres años.

Antes de la creación de este tipo de títulos de deuda sólo existía el papel comercial, en la categoría de instrumentos de corto y mediano plazo, el que se establece como una línea de crédito en cuenta corriente a corto plazo con vencimiento de un año y con plazos de emisión que fluctúan entre siete y 182 días, plazo muy pequeño para financiar a cierto tipo de empresas en crecimiento, lo que implicaba la renovación constante de los papeles.

Los anteriores son algunos ejemplos de la variedad de títulos recientemente creados; sin embargo, el sistema financiero y el mercado de valores se encuentran en constante evolución y actualmente se trabaja en el diseño de nuevas opciones de

financiamiento e inversión, con la finalidad de ofrecer mejores productos tanto a las empresas que requieren fondos como al público inversionista.

B. Evolución Económica 1988-1994.

Durante 1989-1994 el producto interno bruto mostró un crecimiento promedio anual de 3.10%, sin embargo, este incremento no fue homogéneo para todas las ramas económicas e inclusive algunas registraron retroceso.

De acuerdo con cifras del sistema de cuentas nacionales de INEGI, el sector de mayor dinamismo fue el industrial con un avance promedio anual de 3.65%, le siguió el sector servicios con incrementos promedio de 3.14% y el agropecuario con 1.37%.

En el sector industrial la rama de productos metálicos, maquinaria y equipo creció a una tasa promedio anual de 8.10%, la más alta de todas las actividades industriales, asimismo el sector de la construcción creció a tasas promedio de 4.76% y la electricidad, gas y agua, registraron aumentos anuales de 4.68%.

La rama manufacturera, por su parte, aumentó a tasas de 4.27% anual favorecida por el crecimiento de minerales no metálicos excepto petróleo con incrementos promedio anuales de 4.18%, químicos derivados del petróleo aumentaron anualmente a tasas de 3.73% y la producción de

financiamiento e inversión, con la finalidad de ofrecer mejores productos tanto a las empresas que requieren fondos como al público inversionista.

B. Evolución Económica 1988-1994.

Durante 1989-1994 el producto interno bruto mostró un crecimiento promedio anual de 3.10%, sin embargo, este incremento no fue homogéneo para todas las ramas económicas e inclusive algunas registraron retroceso.

De acuerdo con cifras del sistema de cuentas nacionales de INEGI, el sector de mayor dinamismo fue el industrial con un avance promedio anual de 3.65%, le siguió el sector servicios con incrementos promedio de 3.14% y el agropecuario con 1.37%.

En el sector industrial la rama de productos metálicos, maquinaria y equipo creció a una tasa promedio anual de 8.10%, la más alta de todas las actividades industriales, asimismo el sector de la construcción creció a tasas promedio de 4.76% y la electricidad, gas y agua, registraron aumentos anuales de 4.68%.

La rama manufacturera, por su parte, aumentó a tasas de 4.27% anual favorecida por el crecimiento de minerales no metálicos excepto petróleo con incrementos promedio anuales de 4.18%, químicos derivados del petróleo aumentaron anualmente a tasas de 3.73% y la producción de

alimentos, bebidas y tabaco registró ascensos por año de 3.41%; las Industrias metálicas básicas se elevaron en promedio durante el sexenio a tasas de 3.38%.³

Una de las ramas menos favorecidas fue imprenta y editoriales con un crecimiento promedio de 1.12%; de hecho, aunque durante 1989 esta actividad presentó un crecimiento de 7.01%, de 1993 a 1994 acumuló una baja de 6.00%.

Algunas de las actividades que registraron bajas continuas fueron textiles, vestido y cuero así como madera y sus productos, toda vez que registraron tendencias descendentes desde 1989 al promediar una baja anual de 1.23 y 0.70%, respectivamente.

Durante los primeros tres años de la administración salinista, las medidas de política económica puestas en práctica tuvieron como finalidad estimular la economía mediante inversiones en activos brutos fijos, tanto de origen nacional como extranjeros con la finalidad de renovar la planta productiva y, en algunos casos, ampliarla o complementarla.

Así, la formación bruta de capital fijo registró incrementos desde 1989 hasta 1992 a tasas que oscilaban entre el 6.4% y 10.8%; durante 1993 la inversión en bienes de capital, ante la incertidumbre de algunos inversionistas generadas por las discusiones en torno a la negociación de un Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, se contrajeron

³ Ver anexo estadístico cuadro 6.Producto Interno Bruto 1988 -1994 y cuadro 7 Tasas porcentuales de Crecimiento PIB 1989-1994

significativamente, sin embargo, durante 1994 la inversión en este tipo de bienes se reactivó y alcanzó un crecimiento de 6% respecto al año anterior.

MEXICO: FORMACION BRUTA DE CAPITAL FIJO⁴

CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL

1989	6.4%
1990	13.1%
1991	8.3%
1992	10.8%
1993	-1.4%
1994/2	6.9%

De acuerdo con el Banco de México en sus informes anuales sobre la actividad económica, durante los primeros tres años del período de referencia, la economía registró mayores tasas de crecimiento, debido principalmente a que las medidas de cambio estructural efectuadas favorecieron las expectativas de los inversionistas y dieron lugar a un importante flujo de recursos financieros destinados a la formación de capital y a la inversión de cartera, principalmente, que permitieron observar estabilidad en los mercados de dinero y de divisas.

⁴ DESIGUALES RESULTADOS ECONOMICOS, REFORMA. Nov 1, 1994, pág. 26 A

Entre las principales medidas que impulsaron y mejoraron las expectativas de los empresarios están la baja paulatina de la inflación, la reestructuración y disminución de la deuda interna, descenso en el déficit del gobierno, venta de empresas paraestatales, negociación del Tratado de Libre Comercio e inicio de acuerdos comerciales con países sudamericanos.

Los hechos anteriores provocaron demanda de recursos para la inversión de tal manera que durante este período el crédito otorgado por la banca comercial se elevó a tasas de 19.9% en 1989, 55% en 1990, 50% en 1991, y 41% en 1992.⁵

La banca de desarrollo también vio favorecida la demanda de créditos al incrementarse la asignación de los mismos en 48% en 1989, 23% en 1991, 36% en 1992 y 1993.

En cuanto a la asignación de los recursos para la inversión, estos se destinaron a la compra de activos fijos brutos, para la renovación o ampliación de la planta productiva.

Si bien varias empresas se modernizaron, existieron algunas ramas dentro del sector industrial que no pudieron efectuar cambios en sus instalaciones, por lo que salieron del mercado afectando la producción y el nivel de empleo, hechos que se reflejaron en la disminución del ritmo de crecimiento del PIB en 1993 y 1994.

⁵ Banco de México, SA. ver informes anuales 1988-1993.

El haber destinado grandes cantidades de recursos a la inversión de activos, durante 1989-1992, provocó que después de esa fecha el ritmo de inversión disminuyera afectando el ritmo de producción en 1993 y 1994 "...en los últimos años el sector privado había venido realizando cuantiosas inversiones, además de adquirir empresas y otros activos que el gobierno federal puso a la venta. También en ese lapso hubo muchas fusiones de empresas con otras nacionales y extranjeras. Con estos fines, los particulares contrataron montos muy importantes de deuda, que se reflejaron en el rápido aumento del crédito otorgado por la banca mexicana, colocaron deuda de distinto tipo en el mercado interno de capitales; e incurrieron en un significativo aumento de sus pasivos con el exterior.

En las circunstancias descritas, los inversionistas consideraron prudente posponer durante el año 1993 gastos adicionales de capital. De no haberse procedido así, todo ello hubiera implicado la toma de riesgos excesivos ante la eventualidad de un rechazo del TLC, lo cual podría haber provocado un encarecimiento de crédito y una contracción de los mercados además de efectos negativos sobre la rentabilidad de la inversión"⁶

Otro de los factores que influyó significativamente en la reducción del nivel del producto fue la expectativa incierta de los inversionistas, entorno a la aprobación del TLC, este panorama con tendencias francamente recesivas, prevaleció durante todo el año de 1993 circunstancia que se acentuó por la sucesión presidencial y por los asesinatos de orden político acaecidos durante ese 1994.

⁶ Ver Informe Anual del Banco de México 1993, pág. 9

C. Emisión de Pagarés de Mediano Plazo.

1. Definición

El pagaré de mediano plazo es un instrumento de financiamiento e inversión, suscrito por las empresas establecidas en México, denominado en moneda nacional y colocado entre el público inversionista a través del mercado de valores. Se documenta como un pagaré en los términos establecidos por la Comisión Nacional de Valores, mismo que debe depositarse en el INDEVAL.

Los plazos de emisión son de uno a tres años, pudiendo amortizarse en forma anticipada.

2. Características

Las características generales del pagaré de mediano plazo son las siguientes:

TIPO DE DOCUMENTO: Pagaré de Mediano Plazo

MONTO AUTORIZADO PARA CIRCULAR: El monto máximo a emitir estará en relación a la capacidad de generación de efectivo de la emisora, al destino de los fondos y a las garantías establecidas.

PLAZO: Uno a tres años

TASA DE INTERES: Se pacta de acuerdo con las condiciones del mercado, estableciéndose una sobretasa sobre los instrumentos e indicadores líderes del mercado de dinero, a saber: CETES, BONDES, TIIP

La sobretasa puede establecerse como puntos adicionales o como porcentaje, lo que sea mayor, sobre la tasa que resulte mayor de comparar las tasas e indicadores tomados como base de comparación.

REVISION DE TASA DE INTERES: Mensual

PAGO DE INTERESES: Mensual o trimestral

AMORTIZACION: En una sola disposición al vencimiento del instrumento

GARANTIA: Quirografaria, Aval Bancario, Hipotecaria Fiduciaria.

DESTINO DE LOS FONDOS: El pagaré de mediano plazo es un instrumento diseñado para las sociedades mercantiles que requieren recursos para financiar las necesidades de capital de trabajo con carácter de permanente de las empresas emisoras. Asimismo para financiar proyectos con períodos de recuperación de uno a tres años o reestructurar pasivos.

CLAVE DE PIZARRA: La clave de identificación de las emisiones estará integrada por la clave de pizarra que asigne a la emisora la Bolsa Mexicana de Valores y por los dígitos que identifique el año y el número de la emisión, información útil en el caso de que la emisora efectúe emisiones posteriores durante el mismo año

POSIBLES INVERSIONISTAS. Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera, instituciones de seguros o fianzas, hasta el 5% de la emisión; almacenes generales de depósito; sociedades de inversión, arrendadoras financieras y uniones de crédito.

3. Objetivo

La emisión de pagarés de mediano plazo tiene como objetivo satisfacer las necesidades de capital de trabajo de carácter permanente de las empresas emisoras.

El capital de trabajo permanente tiene relación con sectores, ramas y actividades productivas cuyos ciclos financieros son de prolongada duración, ejemplos de ello son la industria de la construcción, la siderurgia, la producción de partes y contrapartes para la industria eléctrica, como generadores, estaciones y subestaciones eléctricas y, en general, el desarrollo de infraestructura productiva, de transportes y de beneficio social.

Es de destacar que durante 1988 - 1994, los sectores que acudieron al mercado de valores y en especial al PMP, fueron los que mostraron un crecimiento constante durante el periodo: construcción, productos minerales metálicos y siderurgia, entre otros.

Las necesidades de capital de trabajo de carácter permanente se generalizan cuando existen circunstancias recesivas en la economía y, por tanto, de escaso dinamismo en las ventas de las empresas. En tal situación el ciclo productivo y financiero de los negocios, aún los que se ubican en el ámbito del consumo, se vuelve más prolongado, hecho que hace necesario contar con mayores plazos de financiamientos y tenencia de fondos externos adicionales a los generados por la operación de las empresas.

El ciclo productivo y financiero de la empresa, expuesto de manera sucinta, consiste en el suministro y aprovisionamiento de materias primas y auxiliares, tecnología, equipos, maquinaria, instalaciones, mano de obra etc., para su transformación en productos aptos para satisfacer necesidades de consumo final o intermedio, es decir, el abastecimiento de materiales que participen como componentes en otros procesos productivos y finalmente la venta de dichos productos.

Bajo los términos en que se ha expuesto, el capital de trabajo permanente, tiene como finalidad financiar la formación de aprovisionamiento, el inventario de productos terminados y de materia prima y, en su fase final, de las ventas, hasta la conversión de las mercancías en dinero, con lo cual se estaría en condición de pagar los pasivos de mediano plazo contratados para este fin.

4. Marco Normativo.

El marco normativo que regula la emisión, registro y autorización de oferta pública de los pagarés de mediano plazo, se encuentra contenido de manera particular, en la circular 10-143 expedida por la Comisión Nacional de Valores con fecha 13 de marzo de 1991. En dicha circular se hace constar que en la junta de gobierno de esa Comisión, celebrada el día 12 del mismo mes y año, resolvió autorizar la creación del marco regulatorio y, por tanto, este mismo instrumento de financiamiento e inversión.

El marco regulatorio general está determinado por la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito y por la Ley del Mercado de Valores.

Esto es así toda vez que el PMP es, ante todo, un título de crédito, sujeto a dicha legislación y además, un instrumento de inversión y financiamiento emitido y colocado a través del mercado de valores mediante oferta pública.

*"Los pagarés (de mediano plazo) deberán cumplir con los requisitos de lateralidad que establece el artículo 17 de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito y el 74, segundo párrafo, de la Ley del Mercado de Valores en la inteligencia de que todas los títulos que integren la emisión deberán tener un valor nominal de 100 nuevos pesos y sus múltiplos y la misma fecha de vencimiento."*⁷

⁷ Leyes y Códigos de México. LEGISLACION BANCARIA, pág. 647.

Los aspectos normativos más sobresalientes se refieren al procedimiento de emisión, a los términos bajo los cuales la Comisión Nacional de Valores, autorizaría en su caso, la inscripción de los títulos denominados pagarés de mediano plazo, en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y a las obligaciones que deban cumplir las empresas emisoras relativas a la entrega de información legal, económica y financiera trimestral y anual.

5. Procedimiento de Emisión.

La inscripción de los pagarés de mediano plazo en el RNVI, así como la autorización para su oferta pública, están sujetos al siguiente proceso administrativo que se desahoga en conjunto y con asesoría de la casa de bolsa elegida.

a) La emisora deberá firmar la solicitud para inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y de autorización de oferta pública de los pagarés a mediano plazo. *

b) La solicitud deberá acompañarse de una copia del dictamen de una institución calificadoradora de valores autorizada por la CNV, en la que conste su opinión favorable en cuanto a la existencia legal y a la calidad crediticia de la emisora.

* Ver anexo I FORMATO DE SOLICITUD PARA LA INSCRIPCIÓN EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS Y DE AUTORIZACIÓN DE OFERTA PÚBLICA DE LOS PAGARES A MEDIANO PLAZO.

Si en opinión de la institución calificadora no es previsible que la emisora tenga un grado adecuado de solvencia y liquidez, así deberá de hacerlo constar en su dictamen y la emisión no será inscrita en el RNVI.

c) Deberá presentarse formato de aviso de oferta pública de suscripción o de venta de pagarés a mediano plazo ⁹.

Para iniciar el proceso de registro en la Bolsa Mexicana de Valores el procedimiento es el siguiente:

- a) Entregar copia de solicitud a la Comisión Nacional de Valores
- b) Entregar oficio de autorización de la CNV
- c) Entregar copia del dictamen de la institución calificadora.
- d) Solicitar clave de la emisora
- e) Entregar carta de características de la emisora.

En el Instituto Nacional para el Depósito de Valores se tiene que realizar el trámite correspondiente:

- a) Entregar oficio de autorización de emisión de la CNV.
- b) Celebrar contrato de administración y custodia entre el INDEVAL y la emisora.
- c) Entregar copia certificada de la escritura constitutiva y reformas de la empresa emisora.

⁹ Ver anexo 2 FORMATO DE AVISO DE OFERTA PUBLICA DE SUSCRIPCION O VENTA DE PAGARES A MEDIANO PLAZO, y anexo 3 AVISOS DE OFERTA PUBLICA DE LA SIERRITA SA de CV y ACEROS AM, SA.

d) En caso de que los títulos sean avalados, se requiere carta de conocimiento de firma del representante legal de la institución de crédito.

Para solicitar la calificación de la empresa emisora, los documentos que requieren las instituciones calificadoras de riesgos, son los siguientes:

a) Copias de escritura constitutiva y reformas certificadas

b) Relación de datos de los accionistas

Nombre

Número de acciones

Porcentaje del capital social

Antigüedad de cada accionista

c) Datos sobre los integrantes del Consejo de Administración.

d) Acta del consejo que aprueba la descripción del destino de los fondos que se captaran por la emisión de los pagarés de mediano plazo.

e) Información sobre las características de los productos y/o servicios de la empresa

f) Información sobre las características del mercado:

Participación

Análisis de competencia

Análisis de clientes

Análisis del mercado potencial.

g) Estados financieros auditados de los tres últimos ejercicios

h) Estados de costo de producción y de costo de ventas

- i) Estados financieros más reciente y proforma
- f) Relación analítica de las principales cuentas y de seguro y fianzas.
- g) Relación de los 10 principales clientes de la empresa
- h) Relación de los principales proveedores.
- i) Contrato de arrendamiento en caso que las instalaciones sean rentadas.
- j) Detalle del personal que labora en la empresa clasificando por separado, funcionarios, empleados y obreros.

Aunque la lista de requerimientos parece larga se resuelve con la activa asesoría de la casa de bolsa colocadora, la cual vuelve ágil y rápido el proceso de emisión y colocación de los títulos.

Entre las ventajas que ofrece emitir este tipo de valores se encuentran:

- Agil instrumentación y un procedimiento de bajo costo, similar al que existe para el papel comercial.
- El costo de financiamiento se determina de acuerdo a las condiciones vigentes en el mercado y no implica costos de reciprocidad, como ocurre con algunos financiamientos bancarios.
- Permite la planeación financiera de mayor plazo, ya que a diferencia de financiamientos bancarios y bursátiles de corto plazo no tiene la contingencia de vencimientos recurrentes y la eventual imposibilidad de lograr revolvencia en dichas líneas.
- Ofrece la oportunidad y rapidez necesaria en la obtención de recursos para planes de expansión, renovación de la planta productiva así como para otros requerimientos de capital de trabajo.

D. Costos de emisión.

Los principales costos en que deben incurrir las empresas emisoras de PMP, se relacionan con el pago de la cuotas por estudio, trámite, calificación, e inscripción, ante las entidades e instituciones encargados de dictaminar el nivel de riesgo de cada uno de los papeles y de otorgar, en su caso, la autorización de la emisión y de la oferta pública. Las entidades participantes en el proceso de emisión autorizadas y, por tanto, con facultades para requerir el cobro de una cuota o comisión son las siguientes:

- Comisión Nacional de Valores
- Bolsa Mexicana de Valores, SA de CV
- Instituto para el Depósito de Valores, SD Indeval, SA de CV.
- Calificadora de Valores autorizada por la CNV
- Casa de Bolsa colocadora
- Casa de Bolsa que actúe como representante común de los tenedores del papel.

Se deben cubrir también los costos por concepto de publicación de los anuncios de oferta pública en uno o dos de los diarios de mayor circulación en el país y cuando la emisión se sitúe en una plaza diferente al distrito federal, en uno de circulación local.

Los costos de emisión expresados como porcentaje, se comportan en forma decreciente, en la medida en que el monto emitido es mayor, en general, los costos de emisión se ubican en un rango del 3 al 4%, hecho

que parece conveniente si se atiende a las ventajas que ofrece en comparación con los costos de tramitación y el tiempos de respuesta de un crédito bancario.

Debe señalarse que este porcentaje de costos no incluye la carga financiera la cual se ajusta de acuerdo con las condiciones del mercado, que por lo demás frecuentemente son más competitivos que las tasas de interés bancarias. En el anexo estadístico se muestra un ejercicio de costos por una emisión por 10 y 200 millones de nuevos pesos, respectivamente.

Es de destacar que el costo financiero para este tipo de instrumentos, actualmente, es menor que el de los productos bancarios, de acuerdo a un ejercicio efectuado para el mes de noviembre de 1994, la tasa promedio ponderada para créditos bancarios de 5 a 20 millones de pesos fue de 24.5% es decir 8.2 puntos por arriba del costo porcentual promedio de captación (CPP), en tanto que, para los pagarés de mediano plazo emitidos durante ese mismo período, la tasa de interés que pagaron se ubicó en 19.4%, lo que equivale a 3.1 puntos sobre el CPP. De lo anterior se concluye que las sobretasas del crédito bancario es 38% más cara que la del financiamiento por medio de los PMP.¹⁰

¹⁰ Ver anexo estadístico cuadro 21. COMPARACION DEL COSTO DEL FINANCIAMIENTO BANCARIO vs. PMP, noviembre 1994.

E. Montos Emitidos.

La emisión de pagarés a mediano plazo mostró una dinámica acelerada durante 1991 y 1992, posteriormente el ritmo de emisión disminuyó como respuesta del comportamiento de la economía que durante 1993 y primer trimestre de 1994 mostró desaceleración económica.

Desde su surgimiento hasta 1994, el PMP ha ganado terreno en cuanto a su participación en el monto de financiamiento bursátil de largo plazo.¹¹ En 1992 el PMP tuvo una participación de 4.7% en el total del financiamiento bursátil de largo plazo (incluye BONDES, AJUSTABONOS, bonos bancarios, obligaciones, certificados de participación inmobiliaria y pagarés financieros), en tanto que, en 1994 esta contribución alcanzó 8.16%, monto muy significativo y comparable con el financiamiento obtenido por el gobierno federal por medio de BONDES ese mismo año.

El monto emitido de pagarés a mediano plazo creció 53% en 1992 respecto a 1991, en tanto que, en 1993 el financiamiento por medio de este tipo de valores no alcanzó los niveles del año anterior e inclusive decreció 42%, en 1994 las empresas privadas obtuvieron recursos a través del mercado en 74% más que en el año previo.¹²

Si se analiza el tipo de papel emitido se observa que los títulos quirográficos representan más del 50% del total en circulación durante

¹¹ Ver anexo estadístico cuadros 19 PARTICIPACION PORCENTUAL DEL PMP EN EL FINANCIAMIENTO BURSÁTIL DE LARGO PLAZO.

¹² Ver anexo estadístico cuadro 9 RESUMEN DE LA COLOCACION PRIMARIA DE PAGARES A MEDIANO PLAZO y cuadro 10 CRECIMIENTO PORCENTUAL MONTO EMITIDO PMP.

los cuatro años de referencia, así en 1991 los valores a tres años sin garantía específica significaban 83% del total vigente, en 1992 y 1993, la cifra disminuye a 54% y 60%, respectivamente, en 1994 por su parte este tipo de valores alcanzaron 61%.¹³

El pagaré a mediano plazo indizado ocupa el segundo lugar en cuanto al interés por parte de los emisores, este tipo de títulos representó el 16.75% del monto en circulación durante 1991, pero durante los años siguiente ganó terreno al ocupar en 1992 y 1993, 42 y 32% respectivamente, en 1994 este tipo de valores significó 24%.

El pagaré fiduciario se emite en menor intensidad, al ocupar el 3.7% en 1992 del total en circulación, en 1993 y 1994 alcanzó un porcentaje de 8.12% y 14.53% del total de títulos vigentes.¹⁴

En cuanto a los sectores financiados desde 1991 a 1994, se distingue que el sector industrial ha recibido el 87% del total de recursos obtenidos con este tipo de títulos, el sector servicios por su parte obtuvo el 13.24% y el sector agrícola no ha acudido a este mercado.

De acuerdo con una muestra de las empresas emisoras de pagarés a mediano plazo, entre las ramas de actividad económica que se han financiado con éste tipo de títulos, destaca en primer lugar la construcción con el 30% del total de recursos obtenidos, seguida por productos minerales no metálicos con 10% y la industria del cemento

¹³ Ver anexo estadístico cuadro 11 COMPOSICION PORCENTUAL POR TIPO DE PMP

¹⁴ Ver anexo estadístico cuadro 10. CRECIMIENTO PORCENTUAL DEL MONTO EMITIDO DE PMP.

obtuvo 8.14%, esta situación coincide con el crecimiento del sector construcción y su dinámica durante el sexenio 1988 - 1994, durante ese período la concesión y modernización de las carreteras generó gran dinámica de la industria de la construcción y el cemento, las empresas emisoras de pagarés a mediano plazo de este sector se observa que son compañías relacionadas con la construcción de infraestructura nacional.¹⁵

Los servicios (como restaurantes, panteones, empresas de asesoría financiera, entre otras) lograron obtener recursos equivalentes al 8% del total financiado por este medio, asimismo la actividad comercial también demandó 8% del total.¹⁶

Otras ramas beneficiadas con la emisión de pagarés a tres años fue la de alimentos con 7%, siderúrgica con 6.51% y metálica de 3.47% turismo 2.85% y autopartes con 2.65%.

De acuerdo a una muestra de los 125 emisiones de pagarés a mediano plazo puestos en circulación desde el 14 de agosto de 1992 hasta el 13 de octubre de 1994, las sobretasas de rendimiento que se pagaron al público oscilaron entre 25% ó 5.75 puntos y 10% ó 4.75 puntos sobre la mayor de las tasas siguientes CETES, pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento o certificados de depósito a 28 días.

¹⁵ Ver anexo estadístico cuadro 12. RELACION DE EMISORES DE PAGARES A MEDIANO PLAZO 1991 -1994

¹⁶ Ver anexo estadístico cuadro 13. SECTORES FINANCIADOS POR MEDIOS DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO.

El rango en el que variaron las sobretasas porcentuales de la muestra es de más de diez puntos, evento que se explica por la situación del mercado en los diferentes fechas de cada emisión y las características de cada emisor.¹⁷

Existe flexibilidad en cuanto a la elección de una segunda tasa de referencia para pagar rendimientos al inversionista, la tasa de BONDES ó la tasa de interés interbancaria promedio TIIP son las que se utilizan para estimar el máximo nivel de rendimiento, hasta antes de 1993 cuando todavía no se cotizaba la TIIP, la segunda referencia se efectuaba en relación al BONDE.

En relación al BONDE de 364 días, las sobretasas llegaron a oscilar entre 1.5 puntos y 3.5 puntos.

A partir de 1993 se empieza a considerar a las tasa de interés interbancaria promedio (TIIP) como una segunda opción para el pago de rendimiento a los inversionistas, las sobretasas han oscilado entre 0.25 hasta 3.5 puntos porcentuales más que el nivel de aquella.

No todas las emisiones observaron dos opciones para el pago de intereses, existen algunas que sólo consideraron una de las dos opciones, sin embargo, puede resultar atractivo para el público inversionista contar con dos alternativas de las cuales se escogería la más alta.¹⁸

¹⁷ Ver anexo estadístico cuadro 12. RELACION DE EMISORES DE PAGARES A MEDIANO PLAZO 1911-1994.

¹⁸ Ver anexo estadístico cuadro 14. EVOLUCION DE TASAS DE REFERENCIA DE PMP.

El PMP mostró una importante operatividad en la BMV y se convirtió rápidamente en un instrumento de financiamiento sumamente aceptado por las empresas, dadas sus características financieras. Desde su aparición en 1991, los montos emitidos mostraron en general, una tendencia creciente, acorde con el comportamiento observado por la economía hasta 1994. Durante la segunda mitad de ese año y la primera de 1995, las emisiones de papel experimentaron un acompasamiento sensible. Sin embargo, estimamos que el pagaré de mediano plazo, de manera particular, cuenta todavía con un importante potencial de crecimiento, hecho que beneficiará en gran medida la actividad financiera y productiva del país.

Como conclusiones del presente apartado podemos anotar las siguientes:

Ante la expectativa favorable de crecimiento, apertura comercial, modernización de infraestructura, baja de inflación, estabilidad cambiaria, tasas de interés a la baja, etc.: durante el periodo 1988-1994; los empresarios nacionales demandaron recursos para la compra de activos brutos para la ampliación de la planta productiva a las instituciones bancarias lo que impactó el nivel del crédito otorgado.

El pagaré de mediano plazo surge ante la necesidad de modernización de algunas empresas que trataron de responder a la dinámica del país de ese periodo, compañías dedicadas principalmente a la construcción y actividades del sector siderúrgico y comercial. Puede afirmarse que este instrumento participó en el financiamiento de los sectores que mostraron mayor dinamismo en el crecimiento de la economía de ese período.

Aunque el pagaré de mediano plazo es un instrumento del mercado de valores que surgió hace cuatro años, la literatura acerca de su funcionamiento es escasa, es necesario una mayor difusión por parte de los promotores de este mercado con la finalidad de que las empresas interesadas en emitir obtengan los beneficios de costos menores a los tradicionales, asimismo, la captación del ahorro puede verse favorecida ante los mayores rendimientos ofrecidos por este tipo de títulos que superan desde tres a cinco puntos los de las tasas líderes como CETES o pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento.

Actualmente este instrumento ha ganado terreno en el financiamiento bursátil de largo plazo y pensamos que tiene mayor potencial de desarrollo debido a que sus costos son muy competitivos en comparación a las opciones que ofrecen las instituciones bancarias, sin embargo, para poder funcionar de forma eficiente es necesario que se cree un ambiente que incentive la actividad productiva y el nivel de empleo del país.

CAPITULO V
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A. Reflexiones Finales (Del error de diciembre a la ruina de siempre)

El presente trabajo fue concebido y diseñado, casi en su totalidad, en una época distinta por entero a la que vivimos actualmente. La visión y el horizonte que se tenía del país durante la administración salinista, alentaban prometedoras expectativas de crecimiento y desarrollo. El profundo proceso de reformas económicas impulsado desde la misma sede del poder presidencial que, dicho sea de paso, alcanzó niveles sin precedente en el México postrevolucionario durante el sexenio pasado, comprendió entre otros aspectos de gran importancia la desincorporación de numerosas empresas públicas, la modernización y construcción de la infraestructura de comunicaciones y transportes, la venta de las instituciones bancarias administradas por el gobierno y la apertura y vinculación de la economía con el exterior. La modernización del sector financiero era un tema frecuente, indiscutiblemente en la agenda presidencial y el gabinete económico.

El desarrollo de nuevas figuras, de nuevos instrumentos de financiamiento, la modernización y adecuación de la legislación financiera al nuevo escenario de la economía mexicana, fueron actividades que demandaron mucho tiempo de parte de las instituciones y autoridades financieras.

En ese contexto surgió el Pagaré de Mediano Plazo. Era, hasta cierto punto natural que suscitará nuestro interés como tema de investigación. Sin embargo, hoy es indispensable también reflexionar sobre la evolución económica reciente del país.

El modelo económico promovido por la administración Salinas encontró un terreno franco y fértil para su instauración, pocas veces lo criticaban con seriedad y rigor y, en consecuencia, casi nadie advirtió los riesgos que entrañaba tal política económica, aún a pesar de los acontecimientos políticos del último año, que presagiaban la turbulencia por venir.

La recesión actual, el cierre y la quiebra masiva de empresas medianas y pequeñas, el desempleo y sus despiadados efectos sociales y hasta psicológicos, conducen indiscutiblemente a realizar una evaluación de la política económica implementada durante el gobierno salinista.

Los objetivos iniciales de la administración salinista fueron lograr la estabilización económica del país en un plazo relativamente corto. El Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico produjo resultados espectaculares en materia de control de precios. La inflación se redujo consistentemente durante el sexenio y alcanzó niveles de un dígito hasta el final de ese período. Este aspecto fue una de las piedras angulares sobre las cuales se desarrolló el resto de la estrategia económica.

La reducción de la inflación indujo también el nivel de las tasas de interés activas a la baja, hecho que alentó significativamente la actividad productiva. Las tasas de interés pasivas, tanto en términos nominales como reales, continuaron siendo significativamente atractivas para el ahorrador interno y externo. Este hecho dio lugar a un importante flujo de capitales extranjeros que se canalizaron hacia las inversiones productivas preferentemente en sectores ligados con los mercados externos.

El control de la inflación era visto como un requisito indispensable para poder participar exitosamente en los mercados internacionales. Lograr tasas de inflación similares a las de los principales socios comerciales de México, fue el objetivo hacia el cual se encauzaron todas sus gestiones y capacidades del sector productivo laboral y gubernamental. El congelamiento de precios, salarios y la disciplina presupuestal y fiscal hicieron posible el cumplimiento de esa estrategia parcial de estabilización económica.

La apertura comercial y financiera integraban la otra parte de la estrategia: el crecimiento económico.

La firma del TLC, la desgravación progresiva de las importaciones y el trato flexible al capital financiero internacional, aspiraban a ser las fuerzas motrices de la economía mexicana, partiendo del supuesto de que las nuevas condiciones de competencia impulsarían a nuestras empresas a modernizarse aceleradamente y de que la amplia disponibilidad de capitales apoyarían decidida e ilimitadamente el financiamiento de la planta productiva nacional.

Los resultados fueron más o menos espectaculares, o por lo menos, así lo hicieron sentir los voceros del salinismo. Sin embargo, el modelo llevaba en sus propia entrañas, al mismo tiempo, la semilla del fracaso. Las consecuencias de la política económica puesta en práctica durante el sexenio anterior, pueden exponerse de manera breve, en los siguientes términos:

El abatimiento de la inflación puso énfasis sólo en uno de los elementos necesario para el cumplimiento de ese objetivo: la concertación. Con ese mecanismo pudo ponerse freno al afán de obtención de ganancias extraordinarias que ha alentado siempre a nuestra clase empresarial, aún cuando también significó un fuerte castigo para los trabajadores, quienes soportaron en buena parte el costo de la estabilización. Empero, la concertación no es un mecanismo que pueda sostener indefinidamente la reducción de precios. El elemento más importante es, sin lugar a dudas, la modernización de la planta productiva, objetivo difícil de lograr cuando simultáneamente se enfrenta un proceso de apertura comercial indiscriminada. El súbito enfrentamiento de las empresas mexicanas, principalmente las medianas y pequeñas, con la competencia externa, no sólo no les permitió modernizar sus establecimientos, los obligó en muy numerosos casos a cerrarlos y, en la mejor de las situaciones, a convertirse de productores a comercializadores de artículos importados. Ese fue el caso de numerosas ramas productivas, como la textil, la confección, el cuero, el calzado, el diseño y fabricación de muebles.

Las consecuencias de tales medidas fueron evidentes. Por un lado, la concertación redujó aún más las tasas de ganancia a las que estaban

acostumbrados los empresarios mexicanos durante el prolongado período proteccionista del modelo de industrialización por sustitución de importaciones. Las tasas de ganancia se acercaron más a los estándares internacionales y se ubicaron en niveles de entre 7 y 8%, medido como la relación existente entre las utilidades y las ventas netas. La disminución en la actividad de las empresas, en parte ocasionada por la disminución de los márgenes de ganancia, condujo a una descapitalización progresiva de los negocios que dio lugar al cierre masivo. Estos hechos pusieron en evidencia la debilidad de la estrategia de estabilización de precios. Al suprimirse la concertación, al quitarle las amarras a la economía, el ajuste en el rezago de precios impulsaría nuevamente la inflación, el repunte de las tasas de interés y el regreso a la inestabilidad económica.

La apertura más o menos repentina de la cuenta corriente dio lugar a un déficit de proporciones descomunales cercano a los 30,000 millones de dólares, que fue financiado por el superávit logrado en la cuenta de capitales. Sin embargo, este hecho puso también en evidencia la alta dependencia de la economía mexicana del capital y del ahorro externo y, por tanto, la excesiva vulnerabilidad a la dirección que sigan los flujos de capitales especulativos.

Aunque se procuró la diversificación de las exportaciones, las importaciones siempre superaron el nivel de aquellas, ante la demanda de maquinaria y equipo extranjero para algunas empresas asimismo de artículos de consumo inmediato e intermedio.

En los últimos años se importaron bienes y servicios del extranjero en mayor proporción a los productos que se exportaron, provocando un constante desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos¹. *"Hay dos factores tras este crecimiento del déficit de cuenta corriente que merecen mencionarse: primero una tasa de deslizamiento del peso que fracasó al no seguir el mismo paso de la inflación doméstica (en el contexto de una banda cambiaria móvil) que condujo a una sobrevaluación de la tasa de cambio, segundo, un rápido crecimiento del gasto del sector privado, disparado por un peso sobrevaluado y un excesivo crecimiento en la cartera del crédito de la banca de desarrollo que llevó a una escasez en el ahorro interno"*².

El déficit de la cuenta corriente, los diferenciales existentes entre el índice de inflación doméstica y el de los principales socios comerciales de México, la erosión de la confianza causada por los acontecimientos políticos de 1994 y los "errores de diciembre" ocasionaron un retiro masivo de capitales que mermaron significativamente el nivel de las reservas del Banco de México y pusieron en una situación de insolvencia e incapacidad de pago generalizada. Los compromisos adquiridos con la comunidad financiera internacional por el gobierno y la iniciativa privada mexicanos, derivadas de los vencimientos de emisiones de deuda, sólo pudieron ser cumplidos con la ayuda del paquete financiero puestos a disposición de México por virtud de los gestiones del Gobierno estadounidense. Pese a ello, no pudo evitarse la macrodevaluación del

¹ Ver anexo estadístico cuadro 15, MEXICO: EVOLUCION SALDO CUENTA CORRIENTE, PIB, INFLACION 1988 - 1994.

² Ver Ortiz Martínez, Guillermo. COMO ESTAMOS MANEJANDO LA CRISIS DEL PESO, en revista Mercado de Valores, febrero de 1995 pp 3.

peso, factor detonante de la profunda crisis económica en que se debate hoy el país.

El modelo económico puesto en marcha durante la administración del presidente Salinas mostraba, en lo general, congruencia macroeconómica. Sin embargo, éste requería, de 10 a 15 años para su cabal consolidación. El afán por corregir el rezago causado por la prolongada época proteccionista, condujo a la apertura, que produjo un estrangulamiento tan súbito como la apertura.

B. Política Económica Aplicada

A partir de enero de 1995 el gobierno implemento diversas medidas económicas para solucionar el déficit de la cuenta corriente y el desequilibrio macroeconómico que éste conlleva.

En un contexto de fuertes presiones especulativas contra el peso, disminución de las reservas internacionales y nulo flujo de recursos externos, las autoridades de país decidieron devaluar la moneda en diciembre de 1994.³ y aplicar el Acuerdo de Unidad para Superar la Emergencia Económica (AUSEE) cuyo objetivo primordial es reducir el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos hasta un nivel acorde con la disponibilidad de financiamiento externo y limitar el impacto inflacionario de la devaluación.

³ Ver anexo estadístico cuadro 16. MEXICO, EVOLUCION TASAS DE INTERES, TIPO DE CAMBIO, IPC 1988-1995

Las medidas propuestas fueron:

a) En el ámbito financiero se constituyó un Fondo de Estabilización de la Paridad a través de la suscripción de acuerdos con autoridades financieras del exterior y con organismos multilaterales de los cuales México es miembro. Entre los que destaca: Acuerdo de crédito contingente con el FMI por hasta 17,800 millones de dólares, acuerdo con el Banco Internacional de Pagos por 10,000 millones de dólares, acuerdo con el gobierno de Estados Unidos por hasta 20,000 millones de dólares.

b) En relación al sistema bancario se tomaron medidas para salvaguardar el patrimonio de los ahorradores y fortalecer a los intermediarios. A través del Fondo de Protección al Ahorro (FOBAPROA) se sugirió apoyar la capitalización de la banca y aumentar las reservas preventivas para pérdidas derivadas de créditos otorgados. Se promovió la reestructuración de créditos entre las instituciones bancarias y los clientes con atraso en los pagos de los mismos. Asimismo se apoyó la utilización de Unidades de Inversión para mitigar el efecto de la inflación a los deudores e inversionistas.

c) En cuanto a medidas fiscales se propuso el recorte del gasto público por el equivalente del 1.3% del PIB

d) Se aplicaron reformas al artículo 28 constitucional para permitir la participación del capital privado en el desarrollo de los ferrocarriles y las comunicaciones vía satélite.

Sin embargo, la puesta en marcha de esas medidas no mitigaron el clima de incertidumbre e inestabilidad en los mercados financieros y cambiario, por lo que se decidió fortalecer el AUSEE, para asegurar el cumplimiento de los objetivos iniciales.

Así se cambió la meta de abatir el déficit de la cuenta corriente por debajo de lo que sería posible financiar a mediano plazo por una cuenta corriente cercana al equilibrio. "Para reducir la dependencia del ahorro externo, es necesario fortalecer el ahorro interno y en particular, el ahorro público. Por ello, la meta original del AUSEE en materia de superávit primario tendrá que ser ajustada, de 3.4 a 4.4% del PIB, durante 1995 las finanzas públicas se verán afectadas por el menor dinamismo de la actividad económica y las pérdidas sufridas por muchas empresas a raíz de la devaluación, lo que repercute en ingresos tributarios menores, en particular, los referidos a la tributación directa, asimismo el alza de las tasas de interés y el tipo de cambio incrementan el servicio de la deuda pública. Para compensar estos efectos deberán fortalecerse las fuentes de ingresos tributarios indirectos, incrementarse los precios y tarifas del sector público y reducirse adicionalmente el gasto"⁴

Las medidas complementarias fueron:

a) Política fiscal. Obtener un superávit primario de 4.4% del PIB, reducción del gasto programable en 9.8% en términos reales respecto a 1994, para lograrlo se reduciría el gasto corriente.

⁴ Ver SHCP, PROGRAMA PARA REFORZAR EL ACUERDO DE UNIDAD PARA SUPERAR LA EMERGENCIA ECONOMICA, en revista Mercado de Valores, abril de 1995, pp 10

Se elevó la tasa general del IVA del 10 al 15% a partir del 10 de abril con excepción de zonas libres y franjas fronterizas donde se aplicaría la tasa vigente.

En particular se decidió reducir los cuadros administrativos del gobierno eliminando programas no prioritarios y duplicidad de funciones y se congelaron las plazas vacantes en gobierno federal y sus oficinas de administración pública.

- Reducción de los programas de adquisiciones y supervisión de los esquemas de subsidios.

- Incremento de los precios tarifas del sector público y modificación del impuesto del valor agregado. La gasolina y diesel aumentaron 35%, el gas LP y las tarifas eléctricas para el uso residencial se incrementaron 20% a partir del 10 de abril; en ambos casos se mantendría un desliz de 0.8% mensual.

- Aeropuertos y Servicios Auxiliares, Caminos y Puentes Federales y Ferrocarriles Nacionales aumentaron sus tarifas en 2.5% al mes.

b) Estabilización de los mercados, política cambiaria y monetaria.
Integración de un paquete de apoyos financiero de organismos multilaterales, como FMI, BM, BID.

- Conservación de esquema de flotación del tipo de cambio adoptado el 22 de diciembre de 1995.

- Se propuso abrir un mercado de futuros y opciones de divisas en México y remover obstáculos para la realización de operaciones de futuros con el peso mexicano en los Estados Unidos.

- Aplicación de política restrictiva, (altas tasas de interés) para estabilizar el tipo de cambio.

c) Apoyos a empresas pequeñas y medianas y al sistema bancario. Ante la devaluación y el alza de las tasas de interés se afectaron fuertemente los gastos de operación y financieros de las empresas. Con el fin de resolver este problema, que de no hacerse podría comprometer la planta productiva del país y el nivel de empleo, las autoridades financieras en coordinación con la Asociación de Banqueros de México, acordaron poner en marcha un programa de reestructuración a largo plazo de los créditos de empresas viables, dando prioridad a las pequeñas y medianas.

Durante 1995 el objetivo de las medidas económicas aplicadas es la reducción del déficit en la cuenta corriente en el corto plazo, lo que conllevará conjuntamente la contracción de la actividad económica, por lo que la meta oficial para fin de año es de una caída del PIB de 2%. Asimismo, la devaluación de la moneda y el ajuste de los precios del sector público y privado generarían una inflación anual aproximada de 42%.

C. Conclusiones

Del desarrollo del presente trabajo de investigación pueden desprenderse las siguientes conclusiones finales:

a) El principal intermediario financiero en la historia de país ha sido la banca, aunque el sistema bancario ha sido motivo de distintas reformas en su funcionamiento a través de su desarrollo, el problema principal al que se ha enfrentado ha sido la insuficiente capacidad de ahorro interno de la economía.

b) Actualmente el sistema bancario se encuentra en un proceso de modernización acelerada para enfrentar la competencia externa por la captación de recursos y su colocación, acorde con la política de apertura comercial de México.

c) En cuanto al mercado de valores, éste tuvo una participación incipiente como intermediario desde su aparición hasta 1976, cuando se puso en marcha un marco legislativo específico para regularlo y promoverlo.

d) Durante el período de 1988 a 1994 el mercado de valores es reconocido como un importante intermediario, por medio del cual se pueden atraer recursos para impulsar el crecimiento nacional. Es en este período que se promueven toda una serie de reformas para iniciar su internacionalización, asimismo se apoyan opciones de financiamiento para

para empresas medianas como en mercado intermedio y la emisión de pagares de mediano plazo.

e) El pagaré de Mediano Plazo ha sido un instrumento de financiamiento bursátil que ha ganado terreno de manera rápida y significativa de 1991 a 1994, ante el contexto de crecimiento económico que se tenía en ese periodo.

f) Actualmente el PMP ofrece la posibilidad de financiamiento a costos competitivos en relación a los créditos bancarios.

g) Sin embargo, para incrementar su utilización es necesario que la economía muestre signos de reactivación y que se creen las condiciones favorables para el crecimiento, se hace indispensable que se aliente la inversión productiva para que este instrumento y en general todo el sistema financiero despliegue los beneficios de ser opciones de captación de recursos y ahorro interno así como de financiamiento a los sectores que lo requieran.

D. Recomendaciones finales.

Los avances logrados en materia del desarrollo y modernización del sector financiero fueron particularmente notables durante el sexenio de 1988 - 1994, éste es uno de los aspectos que podrían ser rescatables de la administración salinista.

La apertura indiscriminada del sector financiero, al mismo tiempo que ha vinculado estrechamente a la economía mexicana con el sector financiero internacional, la ha vuelto sumamente dependiente y vulnerable a la dirección que siguen los apetitos de los capitales especulativos. Este hecho ha puesto de manifiesto también la precariedad del ahorro interno y la ausencia de una cultura de ahorro interno e inversión de largo plazo en México, que suscite el desarrollo de un mercado de capitales vigoroso y apto para financiar los grandes proyectos de la nación. Evidentemente, fomentar una cultura de ahorro supone previamente crear la materia, darle al público la capacidad de ahorrar. Este es un problema relacionado con la distribución del ingreso, que requiere a su vez, una solución simultánea, a través del incremento sostenido de los salarios reales, de la reactivación de la producción y el empleo y del fomento de una clase de pequeños microempresarios. Algunas medidas que pueden ponerse en práctica para reducir la vulnerabilidad de la economía con respecto al capital financiero especulativo internacional, sin renunciar a los avances logrados son los siguientes:

- Promover el ahorro popular.
- Promover el ahorro de largo plazo a través de los mecanismos de previsión social y de los fondos de pensiones y jubilaciones, administrados por instituciones privadas especializadas.
- Fortalecer la legislación aplicable a la inversión extranjera de cartera y alentar mayores plazos de inversión.
- Diseñar un tratamiento fiscal y preferencial a los inversionistas extranjeros con arraigo en los mercados nacionales que desaliente y castigue a los capitales con vocación de corto plazo.

- Fomentar y premlar con mecanismos fiscales y crediticios a la inversión extranjera directa.
- Promover la cultura del cambio de riesgo crediticio al riesgo asociado a nuevos proyectos, con base en el fomento de sociedades de inversión de capitales.
- Continuar promoviendo la diversificación de instituciones, instrumentos y participantes en los mercados financieros teniendo como base reglas que permitan un control de operación claro y eficiente.
- Facilitar el acceso de las empresas pequeñas y medianas al financiamiento bancario y bursátil como es el caso del pagaré de Mediano Plazo.

El pagaré a mediano plazo es un instrumento de financiamiento que por sus características permite a las empresas medianas obtener recursos a tres años a costos menores a los de las instituciones tradicionales: los bancos.

Las empresas nacionales necesitan en la actualidad recursos para financiar la actividad productiva, generar empleos y contribuir al crecimiento del país, hay que recordar que aunque la expectativa de crecimiento para este año es negativa, se espera que el país recupere los niveles de producción durante el sexenio.

Sin embargo, la decisión de las empresas de obtener financiamiento depende de diversos factores: el contexto económico, el nivel de las tasas de interés, la perspectiva de crecimiento nacional, las políticas fiscales, los planes de expansión de la empresa, los beneficios que

otorguen cada una de las opciones de financiamiento, etc. Por los mismo este trabajo intenta proporcionar información sencilla y completa de una de las alternativas de financiamiento a través del mercado de valores.

Aunque el sistema financiero se está modernizando y crea nuevas opciones de financiamiento e inversión constantemente, es necesario una difusión intensiva de los beneficios y costos que ofrece cada una de ellas, pues cada una está diseñada para necesidades específicas. La decisión de obtener y otorgar financiamiento debe responder a las características y requerimientos de la empresa con la finalidad de evitar problemas de pago.

De acuerdo a un estudio de Asociación de Banqueros de México, actualmente es necesario que las instituciones financieras incrementen su integración con la sociedad, mejoren su imagen y atención a las demandas de los clientes e incorporen a otros segmentos de la población en su cartera; porque la evaluación con distintos segmentos de la población indica que los productos ofrecidos son ineficientes y no conocidos en su totalidad.³

La utilización del pagaré de mediano plazo depende de las necesidades de la empresa y de la promoción que se haga del mismo cada una de las instituciones correspondientes. Asimismo su demanda está estrechamente relacionada con el contexto económico, es decir, en un ambiente recesivo, con inestabilidad de precios, fuertes variaciones

³ Jorge Parámo, columna HOMBRES DE NOMBRE, EL ECONOMISTA, martes 25 de julio de 1995, pág. 6.

cambiarías, desempleo, bajo poder adquisitivo, altas tasas de interés, etc. es difícil que las empresas puedan efectuar planes de inversión a corto y largo plazo; el buen resultado de cualquier instrumento de financiamiento, incluido el PMP, es un contexto económico que favorezca la producción, el consumo, el ahorro interno, el empleo así como la capacidad adquisitiva.

El crecimiento del país es un factor de suma importancia en el éxito de los distintos planes de financiamiento existentes, por lo que se hace necesario que el gobierno aplique medidas que favorezcan la actividad productiva, el empleo, el ahorro, el consumo y que se mejore el nivel del poder adquisitivo, asimismo, que exista control de la inflación y una disminución de las tasas de interés.

El pagaré de mediano plazo es un instrumento que participa en las dos partes como captador de ahorro y como canalizador del mismo, el PMP es una opción de inversión atractiva para el público, asimismo a las empresas les permite adquirir los recursos para financiar sus actividades productivas, de ahí la importancia de su aplicación y difusión, pues puede ser una herramienta para incrementar y fortalecer el ahorro interno del país.

cambiarías, desempleo, bajo poder adquisitivo, altas tasas de interés, etc, es difícil que las empresas puedan efectuar planes de inversión a corto y largo plazo; el buen resultado de cualquier instrumento de financiamiento, incluido el PMP, es un contexto económico que favorezca la producción, el consumo, el ahorro interno, el empleo así como la capacidad adquisitiva.

El crecimiento del país es un factor de suma importancia en el éxito de los distintos planes de financiamiento existentes, por lo que se hace necesario que el gobierno aplique medidas que favorezcan la actividad productiva, el empleo, el ahorro, el consumo y que se mejore el nivel del poder adquisitivo, asimismo, que exista control de la inflación y una disminución de las tasas de interés.

El pagaré de mediano plazo es un instrumento que participa en las dos partes como captador de ahorro y como canalizador del mismo, el PMP es una opción de inversión atractiva para el público, asimismo a las empresas les permite adquirir los recursos para financiar sus actividades productivas, de ahí la importancia de su aplicación y difusión, pues puede ser una herramienta para incrementar y fortalecer el ahorro interno del país.

ANEXO 1

FORMATO DE SOLICITUD PARA LA INSCRIPCION EN EL REGISTRO NACIONAL DE VALORES E INTERMEDIARIOS Y DE AUTORIZACION DE OFERTA PUBLICA DE LOS PAGARES A MEDIANO PLAZO.

H COMISION NACIONAL DE VALORES

Presente.

(Nombre del representante de la emisora), en nombre y representación de (denominación de la sociedad emisora) con fundamento en lo dispuesto por los artículos 2do, último párrafo y 14 de la Ley del Mercado de Valores y en la disposición tercera de la circular 10-143, expedida por la Comisión Nacional de Valores el 13 de marzo de 1991, ocurrió a solicitar la inscripción en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la autorización para la oferta pública de los pagarés a mediano plazo que suscriba esta emisora, hasta por un monto (monto autorizado)

Para este efecto, se proporciona la siguiente información general de la sociedad emisora:

a) Denominación social

- b) Testimonio notarial o copia certificada notarialmente de la escritura constitutiva y reformas estatutarias, con datos de inscripción en el Registro Público de Comercio.
- c) Actividad principal o giro de la empresa
- d) Domicilio social
- e) Dirección de las oficinas principales
- f) Nombre de los miembros del Consejo de Administración.
- g) Capital social
- h) Ultimos estados financieros dictaminados previamente a la fecha de solicitud
- i) Principales funcionarios
- j) Otras empresas con las que la empresa forma un mismo grupo, y en su caso subsidiarias
- k) Principales marcas

Igualmente se informa a esta Comisión que la casa de bolsa encargada de la colocación de los títulos sera:

Firma de la persona que suscribe la solicitud.

ANEXO 2

**FORMATO DE AVISO DE OFERTA PUBLICA DE SUSCRIPCION O VENTA DE PAGARES DE
MEDIANO PLAZO**

1. Anuncio de la oferta pública y valor nominal de la misma
2. Denominación de la emisora
3. Tipo de documento
4. Clave de Pizarra
5. Monto de la emisión
6. Mención de la categoría en que fue clasificada la emisión, de acuerdo al dictamen emitido por la institución calificadora de valores
7. Garantía: quirografaria, aval o fiduciaria
8. Valor nominal de los pagarés de mediano plazo
9. Plazo
10. Monto de la oferta
11. Tasa de rendimiento
12. Fecha de emisión
13. Fecha de pago de intereses
14. Fecha de vencimiento
15. Depositario: SD Indeval SA de CV
16. Lugar de pago de intereses y principal (oficinas de INDEVAL o en su caso de la sociedad emisora)
17. Posibles adquirentes
18. Mención de que los títulos se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios y que son objeto de cotización en la Bolsa

19. Agente colocador.

20. Transcripción del último párrafo del artículo 14 de la Ley del Mercado de Valores

21 Lugar y fecha de aviso

22 Autorización de la CNV (citar número de oficio de registro)

CAP IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

ANEXO 4: COSTOS DE EMISION PAGARE DE MEDIANO PLAZO

CNV		
Estudio y Trámite	N\$	3.730
Inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios		
Por los primeros 184'911,707		0,18%
Por el excedente de 184'911,707		0,09%
BMV		
Arancel Anual		
Emisiones hasta N\$5'000,000		0.2000%
Emisiones de 5'000,001 hasta 10'000,000		
Cuota fija	N\$	10.000
Por el excedente de 5'000,000		.1750%
Emisiones de N\$10'000,000 hasta N\$40'000,000		
Cuota fija	N\$	18.750
Por el excedente de 10'000,000		.1330%
Emisiones de 40'000,001 en adelante		
Cuota fija	N\$	58.650
Por el excedente de 40'000,000		0.1075%
INDEVAL		
Cuota Mensual		.0012%
PUBLICACIONES	N\$	8.000
REPRESENTANTE COMUN		
Cuota Inicial	N\$	30.000
Administración (sobre el monto de la emisión)		0.02%
CALIFICADORA DE VALORES		
Emisiones entre N\$2'000,000 y N\$5'000,000		
Cuota fija	N\$	15.000
Excedente sobre N\$2'000,000		0.08%
Emisiones entre 5'000,001 y N\$15'000,000		
Cuota fija	N\$	17.250
Excedente sobre 5'000,000		0.06%
Emisiones entre N\$15'000,001 y N\$50'000,000		
Cuota fija	N\$	23.500
Excedente sobre 15'000,000		0.05%

Fuente: Pro bursa Casa de Bolsa

CAP IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

ANEXO 4: EJERCICIO COSTOS DE EMISION POR N\$5'000,000
Cifras en nuevos pesos

CNV	Estudio y trámite	3.730
	Arancel aplicable por los primeros 184,911,7047 (0.18%)	9.000
	Subtotal	12.730
BMV	Arancel aplicable por los primeros 5'000,000 (0.20%)	10.000
INDEVAL	Cuota mensual (0.0012%)	720
REPRESENTANTE COMUN	Cuota inicial *	30.000
	Administración de la emisión (0.02%)	1.000
	Subtotal	31.000
CALIFICADORA DE VALORES	Cuota fija por emisiones hasta 5'000,000	15.000
	Excedente sobre 2'000,000 (0.08%)	2.400
	Subtotal	17.400
AGENTE COLOCADOR	Trámite, Estudio y toma en firme (2.00%) *	100.000
PUBLICACIONES *		8.000
	Total	179.850
	Costo porcentual respecto al total del financiamiento	3,5970%

* Cotizaciones vigentes de acuerdo con las condiciones del mercado y sujetas a cambio

CAP IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

ANEXO 4: COSTOS DE EMISION POR N\$200'000,000
Cifras en nuevos pesos

CNV	Estudio y trámite	3.730
	Arancel aplicable por los primeros 184,911,707 (0.18%)	332.841
	Arancel aplicable por el monto excedente	13.579
	Subtotal	350.151
BMV	Cuota fija por los primeros 40,000,000	58.650
	Arancel aplicable por el monto excedente (0.1075%)	172.000
	Subtotal	230.650
INDEVAL	Cuota mensual (0.0012%)	28.800
REPRESENTANTE COMUN	Cuota inicial *	30.000
	Administración de la emisión (0.02%)	480.000
	Subtotal	510.000
CALIFICADORA DE VALORES	Cuota fija por emisiones entre 15'000,001 y 50'000,000	23.500
	excedente sobre 15'000,000 (0.05%)	277.500
	Subtotal	301.000
AGENTE COLOCADOR	Trámite, Estudio y toma en firme (2.00%) *	4.000.000
PUBLICACIONES *		8.000
	Total	5.428.601
	Costo porcentual respecto al total del financiamiento	2,7143%

* Cotizaciones vigentes de acuerdo con las condiciones del mercado y sujetas a cambio

BIBLIOGRAFIA Y HEMEROGRAFIA

1. Asociación Mexicana de Intermediarios Financieros, ABC DEL INVERSIONISTA, 1988.
2. Aspe Armella, Pedro. EL CAMINO MEXICANO DE LA TRANSFORMACION ECONOMICA, ed. FCE , México, 1993.
3. Aspe Armella, Pedro "PARTICIPACIÓN EN LA REUNIÓN DE LAS UNIONES DE CRÉDITO" en la revista Mercado de Valores NAFIN, junio de 1994 pág. 15-17
4. Balleca Loyo, Luis. EL MERCADO DE VALORES, Instituto del Mercado de Valores. México 1989.
5. Banco de México, INFORMES ANUALES, varios numeros de 1987 a 1994, México.
6. Banco de México, INDICADORES ECONOMICOS, febrero de 1995.
7. Banco de México. INDICADORES ECONOMICOS HISTORICOS.
8. BMV, ANUARIO BURSATIL 1988 - 1994, México 1995.

9. BMV. BOLETINES DE MERCADO DE DINERO Y METALES, varios números, de enero de 1994 a marzo de 1995.

10. BMV. EL PROCESO DE GLOBALIZACION FINANCIERA EN MEXICO, México 1992.

11. Bolsa Mexicana de Valores e Instituto Mexicano del Mercado de Capitales, ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES. México, 1993.

12. BMV. "EL MERCADO INTERMEDIO DE VALORES EN MÉXICO" en revista Mercado de Valores NAFIN México agosto 1994 pág. 20-22

13. BMV "INTERMEDIARIOS FINANCIEROS NO BANCARIOS" en Revista Mercado de Valores, NAFIN, Marzo de 1994 pág. 58-59

14. BMV "ORÍGENES DE LA BOLSA DE VALORES EN MÉXICO" en revista Mercado de Valores. Nacional Financiera junio 1994 pág. 51-52

15. BMV. "ACTIVIDADES Y OBLIGACIONES DE LAS CASAS DE BOLSA" en revista Mercado de Valores de Nacional Financiera, junio de 1994 pág. 49-50.

16. Borja Martínez, Francisco. EL NUEVO SISTEMA FINANCIERO MEXICANO, FCE, México, 1991.

17. Comisión Nacional de Valores, Compendio de Circulares.

18. Comisión Nacional de Valores. CIRCULAR 10-143 QUE REGULA LA EMISIÓN, REGISTRO Y AUTORIZACIÓN DE OFERTA PÚBLICA DE LOS PAGARÉS A MEDIANO PLAZO.

19. De Olloqui, Fernando "LOS WARRANTS EN EL MERCADO MEXICANO", en revista el Mercado de Valores, NAFIN, enero 15. 1993.

20. Galvan González, Roberto. "CINCO ETAPAS EN EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO" en revista Capital, año 7 núm 77

21. Guillén Romo, Héctor. ORIGENES DE LA CRISIS EN MEXICO. INFLACION Y ENDEUDAMIENTO EXTERNO. 1940-1982, México, ed. Era 1988.

22. Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática "PRODUCTO INTERNO BRUTO EN EL PERÍODO 1988-1991", en revista del Mercado de Valores, NAFIN, mayo 1 1992 pág. 10-17.

23. Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática "COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA MEXICANA EN 1993" en Revista Mercado de Valores, NAFIN, abril 1994 pág. 33-38.

24. Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática "COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA MEXICANA EN EL PRIMER SEMESTRE DE 1994" en Revista de Mercado de Valores NAFIN octubre 1994 pág. 37 - 40

25. Instituto Nacional de Estadística Geografía e Informática "COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMIA MEXICANA DE 1994" en Revista de Mercado de Valores, NAFIN abril de 1995, pág. 43 - 48.
26. Keynes, JM. TEORIA GENERAL DEL LA OCUPACION EL INTERES Y EL DINERO. México: FCE, 1986.
27. LEY DEL MERCADO DE VALORES.
28. LEY DEL BANCO DE MÉXICO
29. Moreno Gómez, Luis Miguel. "LA INTERNACIONALIZACIÓN DEL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO" en Revista Mercado de Valores. NAFIN, diciembre 1993. pág. 24-27.
30. Nacional Financiera. FUENTES DE FINANCIAMIENTO. NAFIN-IMEF, México, 1992.
31. Nacional Financiera. ECONOMIA MEXICANA EN CIFRAS 1990
32. Nuñez Estrada, Héctor Rogelio. MERCADO DE DINERO Y CAPITALES, Ed. Pac México, 1992.

33. Ortiz Martínez, Guillermo. "BALANCE DEL SISTEMA BANCARIO MEXICANO" en diario REFORMA, sección negocios , 20 de octubre de 1994 pág. 26A.

34. Ortiz Martínez, Guillermo. LA REFORMA FINANCIERA Y LA DESINCORPORACION BANCARIA. Fondo de Cultura Económica, México, 1994.

35. Ortiz Martínez, Guillermo. "LOS SERVICIOS FINANCIEROS ANTE EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO" en Revista Mercado de Valores. Nacional Financiera noviembre 12 1994 pág. i-iv.

36. Ortiz Martínez, Guillermo. "COMO ESTAMOS MANEJANDO LA CRISIS DEL PESO" en revista Mercado de Valores, NAFIN, febrero 1995 pág. 16- 18.

37. Reforma. Diario. DESIGUALES RESULTADOS ECONOMICOS, México Noviembre 1. 1994. pág. 26A.

38. Riveroll González, Ernesto y BMV. CIEN AÑOS DE LA BOLSA DE VALORES EN MÉXICO. BMV, México DF 1994

39. SHCP. "REGLAS GENERALES PARA LA ORGANIZACIÓN Y FUNCIONAMIENTO DE LA SOCIEDADES DE AHORRO Y PRÉSTAMO" en Revista Mercado de Valores, NAFIN agosto 1 de 1992, pág. 19-22

40. SHCP. "PROGRAMA DE ACCION PARA REFORZAR EL ACUERDO DE UNIDAD PARA SUPERAR LA EMERGENCIA ECONOMICA", en Revista Mercado de Valores, NAFIN, abril de 1995, pág. 3 -24

41. SHCP. PLAN NACIONAL DE DESARROLLO 1995-2000. México, 1995

42. Sosa Mansur, Francisco "EL MERCADO DE VALORES Y SUS PERSPECTIVAS" en revista Mercado de Valores NAFIN, México 15 de marzo de 1994, pág. 30-33

43. Villarreal, René. INDUSTRIALIZACION, DEUDA Y DESEQUILIBRIO EXTERNO EN MEXICO. UN ENFOQUE NEOESTRUCTURALISTA 1929-1988. México, FCE, 1988.

TESIS SIN PAGINACION

COMPLETA LA INFORMACION

CAPITULO II. EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Cuadro 1
Nuevas Instituciones Bancarias de capital nacional autorizadas 1993-1994

Nombre de la Institución	Fecha Autorización	Sede	Cobertura
1 Banco Capital	3-jun-93	DF	Zona Metropolitana
2 Banco Industrial	3-jun-93	Guadalajara	Zona Occidente
3 Banco Interestatal	3-jun-93	Culiacán, Sinaloa	Zona Noroeste
4 Banco del Sureste	3-jun-93	Mérida, Yucatán	Zona Sureste
5 Banco Inbursa	2-sep-93	DF	Nacional
6 Banco Promotor del Norte	2-sep-93	Torreón, Coahuila	Zona Norte del país
7 Banco Interacciones	2-sep-93	DF	DF, Guadalajara, Monterrey Ciudades fronterizas
8 Banco Quadrum	2-sep-93	DF	DF, Guadalajara, Monterrey
9 Banco Mifel	2-sep-93	DF	DF, Guadalajara, Monterrey
10 Banco Regional de Monterrey	21-nov-93	Monterrey	Monterrey,
11 Banco Invex	21-nov-93	DF	DF, Edo México
12 Banco Fimsa	5-abr-94	DF	Zona Metropolitana
13 Banco Alianza	5-abr-94	Matamoros, Tam	Tamaulipas, Cd Victoria, México Monterrey
14 Banco del Bajío	5-abr-94	Queretaro, Qro.	Guanajuato, Michoacan, SLP, Qro, Aguascalientes
15 Banco Afirme	10-jul-94	Monterrey, NL	Tamaulipas, Coahuila, Nuevo León
16 Banco del Atoyac	10-jul-94	Puebla	Puebla, Veracruz, Tamaulipas, Hidalgo, Tlaxcala, Oaxaca,.
17 Bansi	10-jul-94	Guadalajara	Bajío y Occidente del país
18 Banco Anáhuac	28-oct-94	DF	DF, Puebla, Querétaro, Guanajuato, Morelos, Edo de México.

Fuente: Elaboración propia con datos de Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

CAPITULO II. EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

Cuadro 2
**FILIALES DE INSTITUCIONES FINANCIERAS EXTRANJERAS
 AUTORIZACIONES DEFINITIVAS Y CON OPINION FAVORABLE**

OPINION FAVORABLE	AUTORIZACIONES DEFINITIVAS
<p>I. Grupos Financieros Citibank JPMorgan Santander Chemical Bank Grupo ING</p>	<p>I. Sociedades Controladoras Filiales GE Capital Associates Ford Caterpillar</p>
<p>II. Instituciones de Banca Múltiple Instituciones de Banca Múltiple Citibank Santander JP Morgan Republic National Bank of New York Chemical Bank Nations Bank Societé Generale Ing Capital Holding ABN Amro Bank Fuji Bank Banque National de Paris Chase Manhattan Bank Bank of Boston Dresdner Bank First Chicago American Express</p>	<p>II. Instituciones de Banca Múltiple Bank of Tokio Bank of America</p> <p>III. Instituciones de Seguros Filiales Allianz of America Combined Insurance Company of America Pioneer Life Insurance Company Reliance National Insurance Company Transocean Holding Corporation Windsor Insurance Company Zurich (vida) Zurich Chapultepec (daños)</p>
	<p>IV. Sociedades Financieras de Objeto Limitado GE Capital Associates Ford</p> <p>V. Arrendadoras Financieras Filiales GE Capital Associates International Holdings Co. Ford Credit International Inc Caterpillar Financial Services Co.</p>

CAPITULO II. EL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

AUTORIZACIONES DEFINITIVAS Y CON OPINION FAVORABLE
(continuación)

OPINION FAVORABLE	AUTORIZACIONES DEFINITIVAS
II. Casas de Bolsa Citibank Goldman Sachs Bankers Trust Bear Stearns Merrill Lynch Lehman Brothers JP Morgan Deutsche Bank Chemical Bank ING Securities Swiss Bank Santander Indosuez James Capel Morgan Stanley Baring	VI. Empresas de Factoraje GE Capital Associates International Holding Co. Ford Credit International Inc. Caterpillar Financial Services Corporation Federal Insurance Company of America
III. Instituciones de Seguros Tokio Marine American Bankers Insurance ING Insurance American Skandia Life	
IV. Sociedades Financieras de Objeto Limitado IBM Credit Corporation General Motors Blazer Group Weyerhaeuser Mortgage Co.	
V. Arrendadoras Financieras Citibank/Arrendadora financiera (adquisición). Bank of America AT&T Capital IBM Credit Co. John Deere Paccar Financial Co. Mercedes Benz	

Fuente: Elaboración propia con datos de Secretaría de Hacienda Crédito Público, información a abril de 1995

CAPITULO III. EL MERCADO DE VALORES

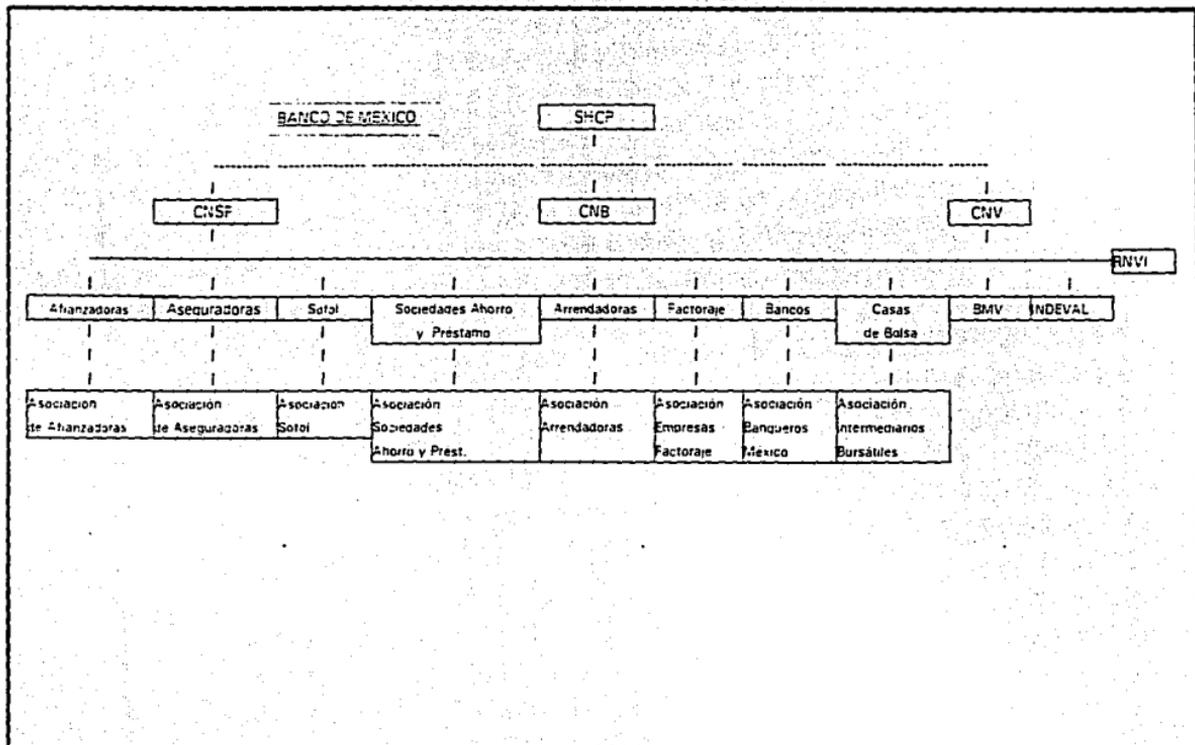
CUADRO 3
INDICADORES ECONÓMICOS DE MEXICO
1935-1970

Año	PIB	Variación	Variación %	Saldo
	BASE 1960	PIB	Precios	Cuenta Corriente
1935	38.549	-	nd	nd
1936	41.633	8,00	nd	nd
1937	43.011	3,31	nd	nd
1938	43.708	1,62	nd	nd
1939	46.058	5,38	6,60	nd
1940	46.693	1,38	4,40	27
1941	51.241	9,74	2,70	(25)
1942	54.116	5,61	9,40	22
1943	56.120	3,70	17,70	103
1944	60.701	8,16	33,30	26
1945	62.608	3,14	6,20	1
1946	66.722	6,57	27,40	(174)
1947	69.020	3,44	7,30	(167)
1948	71.864	4,12	2,40	(60)
1949	75.803	5,48	4,40	49
1950	83.304	9,90	5,30	163
1951	89.746	7,73	19,70	(203)
1952	93.315	3,98	7,90	(213)
1953	93.571	0,27	(0,80)	(204)
1954	102.924	10,00	10,80	(228)
1955	111.671	8,50	4,66	2
1956	119.306	6,84	7,00	(183)
1957	128.343	7,57	6,80	(360)
1958	135.169	5,32	5,50	(386)
1959	139.212	2,99	4,00	(232)
1960	150.511	8,12	4,90	(420)
1961	157.931	4,93	3,40	(344)
1962	165.310	4,67	3,00	(250)
1963	178.516	7,99	3,10	(226)
1964	199.390	11,69	5,60	(445)
1965	212.320	6,48	2,50	(443)
1966	227.037	6,93	4,00	(478)
1967	241.272	6,27	2,90	(603)
1968	260.901	8,14	2,90	(775)
1969	277.400	6,32	3,90	(708)
1970	296.600	6,92	4,50	(1.118)

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de Romo Guillen, Héctor. ORIGENES DE LA CRISIS EN MEXICO, y Villarreal, René, Op. Cit. y La ECONOMIA MEXICANA EN CIFRAS 1990.

CAPITULO III. EL MERCADO DE VALORES

CUADRO 4. ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO



CAPITULO III. EL MERCADO DE VALORES

Cuadro 5
SOCIEDADES FINANCIERAS DE OBJETO LIMITADO
 Autorizadas por la SHCP 1993 - 1994

Nombre de la Institución	Sectores que apoyan	Lugar Sede
1 Aceptaciones de Casas SA	Hipotecario	Monterrey NL
2 Crédito Inmobiliario SA	Hipotecario	México DF
3 Tecamp SA	Agropecuario, Agroindustrial	Chilapas
4 Finacom SA	Comunicaciones, Transporte, Computación	México DF
5 Financiamiento Azteca SA	Hipotecario	México DF
6 Financiamiento TC SA	Comunicaciones, Transporte, Computación	México DF
7 Financiera Creativa SA	Micro, pequeña y mediana industria	México DF
8 Financiera Inmobiliaria SA	Hipotecario	México DF
9 Financiera Inverterra SA	Hipotecario	México DF
10 Financiera Kapital Haus SA	Hipotecario	Guadalajara, Jal.
11 Financiera Mexico SA	Micro, pequeña y mediana industria	México DF
12 Financiera Vector SA	Hipotecario	Monterrey, NL
13 Finmicro SA	Micro, pequeña y mediana industria	Monterrey, NL
14 Global SA	Servicios	México DF
15 Hipotecaria Mexicana SA	Hipotecario	México DF
16 Hipotecaria Nacional SA	Hipotecario	México DF
17 Impulsa SA	Comunicaciones, Transporte, Computación	México DF
18 Impulsora Hipotecaria SA	Hipotecario	México DF
19 Independencia SA	Bienes de Consumo	México DF
20 Infinsa SA	Micro, pequeña y mediana industria	México DF
21 Patrimonio SA	Hipotecario	Monterrey, NL
22 Terras Hipotecaria SA	Hipotecario	México DF

Fuente: Elaboración propia con base en datos de la Asociación Mexicana de Sociedades Financieras de Objeto Limitado.

CAPITULO IV EMISION DE PAGARES A MEDIANO PLAZO: UNA OPCION DE FINANCIAMIENTO A TRAVES DEL MERCADO DE VALORES

Cuadro 6
MEXICO: PRODUCTO INTERNO BRUTO 1988-1994
(Cifras en miles de nuevos pesos a precios de 1980)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
TOTAL	5,040,873	5,267,213	5,449,173	5,619,836	5,658,539	5,857,478
Agropecuaria y silvicultura y pesca	385,901	414,394	408,623	412,524	423,282	431,713
SECTOR INDUSTRIAL	1,644,037	1,734,729	1,789,006	1,852,519	1,856,307	1,931,762
Minera	182,927	188,028	188,233	192,898	194,613	197,745
Industria manufacturera	1,135,053	1,201,189	1,245,262	1,280,655	1,270,979	1,317,035
Alimentos, bebidas y tabaco	298,317	307,295	313,534	334,019	336,618	338,059
Textiles, vestido y cuero	126,797	129,636	125,165	120,760	114,942	113,374
Madera y sus productos	39,695	38,889	38,445	39,265	37,731	38,580
Imprenta y editoriales	66,721	69,673	68,773	69,635	67,336	66,393
Químicos derivados del petróleo	208,950	219,750	226,626	231,260	225,872	237,287
Minerales no metálicos excepto petróleo	76,864	81,740	82,833	88,978	90,139	93,596
Industrias metálicas básicas	68,358	73,439	71,509	71,230	74,745	81,062
Productos metálicos maquinaria y equipo	222,429	251,501	289,411	293,222	291,559	316,609
Otras industrias manufactureras	26,922	29,266	28,966	32,286	32,037	32,075
Construcción	250,420	267,885	274,728	295,720	303,982	323,573
Electricidad, Gas y Agua	75,637	77,627	80,783	83,246	86,733	93,409
SECTOR SERVICIOS	3,080,367	3,192,051	3,330,688	3,439,793	3,473,470	3,598,057
Comercio, restaurantes y hoteles	1,299,457	1,359,247	1,419,972	1,464,321	1,444,698	1,485,441
Transporte aéreo y comunicaciones	325,050	347,814	368,516	394,872	407,968	439,885
Financieros, seguros e inmuebles	546,495	558,768	581,662	612,411	641,034	674,150
Servicios comunitarios, sociales y personales	909,365	926,222	960,538	968,189	979,770	998,581
	-69,432	-73,961	-79,144	-85,000	-94,520	-104,054

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales. INEGI.

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES A MEDIANO PLAZO: UNA OPCION DE FINANCIAMIENTO A TRAVES DEL MERCADO DE VALORES

Cuadro 7
MEXICO: TASAS PORCENTUALES DE CRECIMIENTO DEL PIB 1988-1994

	1989	1990	1991	1992	1993	1994 promedio	
TOTAL	3.29	4.49	3.45	3.13	0.69	3.52	3.10
AGROPECUARIO SILVICULTURA Y PESCA	-3.30	7.38	-1.39	0.95	2.61	1.99	1.37
SECTOR INDUSTRIAL	5.43	5.52	3.13	3.55	0.20	4.06	3.65
Mina	-0.65	2.79	0.11	2.48	0.89	1.61	1.20
Industria manufacturera	7.19	5.83	3.67	2.84	-0.76	3.62	3.73
Alimentos bebidas y tabaco	7.69	3.01	2.03	6.53	0.78	0.43	3.41
Textiles vestido y cuero	3.51	2.24	-3.45	-3.52	-4.82	-1.36	-1.23
Madera y sus productos	-1.51	-2.03	-1.14	2.13	-3.91	2.25	-0.70
Imprenta y editoriales	7.01	4.42	-1.29	1.25	-3.30	-1.40	1.12
Químicos derivados del petróleo	9.17	5.17	3.13	2.04	-2.33	5.05	3.71
Minerales no metálicos excepto petróleo	4.82	6.34	1.34	7.42	1.30	3.84	4.18
Industrias metálicas básicas	2.48	7.43	-2.63	-0.39	4.93	8.45	3.38
Productos metálicos maquinaria y equipo	11.09	13.07	15.07	1.32	-0.57	8.59	8.10
Otras industrias manufactureras	7.11	8.71	-1.03	11.46	-0.77	0.12	4.27
Construcción	2.12	6.97	2.55	7.64	2.79	6.44	4.76
Electricidad Gas y Agua	6.46	2.63	4.07	3.05	4.19	7.70	4.68
SECTOR SERVICIOS	3.04	3.63	4.34	3.28	0.98	3.59	3.14
Comercio, restaurantes y hoteles	4.13	4.60	4.47	3.12	-1.34	2.82	2.97
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	4.05	7.00	5.95	7.15	3.32	7.82	5.88
Financieros, seguros e inmuebles	2.93	2.25	4.10	5.29	4.67	5.17	4.07
Servicios comunales, sociales y personales	1.26	1.85	3.70	0.80	1.20	1.92	1.79

Fuente: Sistema de Cuentas Nacionales. INEGI.

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES A MEDIANO PLAZO: UNA OPCION DE FINANCIAMIENTO A TRAVES DEL MERCADO DE VALORES

Cuadro 8
Financiamiento al sector privado por Banca de Comercial y de Desarrollo
(Saldos corrientes en millones de nuevos pesos)

		Banca Comercial					
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Total	21.956	40.627	81.157	133.763	213.860	317.954	405.313
Empresas	14.166	24.576	48.970	76.177	114.638	161.412	202.587
Particulares	7.790	16.051	32.186	57.586	99.222	156.542	202.726
		Tasas porcentuales de crecimiento					
Total		85,04	99,76	64,82	59,88	48,67	27,48
Empresas		73,48	99,27	55,56	50,49	40,80	25,51
Particulares		106,05	100,52	78,91	72,30	57,77	29,50
		Banca de Desarrollo					
Total	7.196	12.698	14.650	15.636	19.654	27.393	37.419
Empresas	5.343	9.032	13.368	14.122	17.492	23.895	32.512
Particulares	1.853	3.666	1.282	1.514	2.162	3.498	4.907
		Tasas porcentuales de crecimiento					
Total		76,47	15,37	6,73	25,70	39,38	36,60
Empresas		69,06	48,01	5,64	23,86	36,61	36,06
Particulares		97,81	-65,03	18,10	42,80	61,79	40,28

Fuente: Informes anuales del Banco de México 1989-1993

Cuadro 9
RESUMEN DE LA COLOCACION PRIMARIA DE
PAGARES DE MEDIANO PLAZO
(Millones de nuevos pesos)

	1991	1992	1993	1994
		Monto Emitido		
Pagaré Mediano Plazo Fiduciario	-----	202.500	401.000	654.000
Pagaré Mediano Plazo Quirográfico	1.838.500	1.215.200	1.524.502	2.624.150
Pagaré Mediano Plazo Indizado	370.000	1.957.700	50.000	155.000
Total	2.208.500	3.375.400	1.975.502	3.433.150
		Monto en Circulación		
Pagaré Mediano Plazo Fiduciario	-----	202.500	603.500	1.232.500
Pagaré Mediano Plazo Quirográfico	1.838.500	3.053.700	4.453.082	5.209.830
Pagaré Mediano Plazo Indizado	370.000	2.327.700	2.377.000	2.042.700
Total	2.208.500	5.583.900	7.433.582	8.485.030

Fuente: Anuario bursátil 1994. BMV

Cuadro 10
CRECIMIENTO PORCENTUAL MONTO EMITIDO PMP
1992-1994

	1992	1993	1994
Pagaré Mediano Plazo Fiduciario	-----	98,02	63,09
Pagaré Mediano Plazo Quirográfico	-33,90	25,45	72,13
Pagaré Mediano Plazo Indizado	429,11	-97,45	210,00
Total	52,84	-41,47	73,79

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Anuario Bursátil 1994

Cuadro 11
COMPOSICION PORCENTUAL
POR TIPO DE PMP (monto en circulación)

	1991	1992	1993	1994
Pagaré Mediano Plazo Fiduciario	0,00	3,63	8,12	14,53
Pagaré Mediano Plazo Quirográfico	83,25	54,69	59,90	61,40
Pagaré Mediano Plazo Indizado	16,75	41,69	31,98	24,07
Total	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Anuario Bursátil 1994

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

Cuadro 12
RELACION DE EMISORES DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO 1991- 1994

CLAVE	SERIE	FECHA EMISION	MONTO EMISION	DIAS PLAZO	FECHA VENCIMIENTO	NOMBRE EMISOR	GTIA	CD, PRLV, CETES	SOBRETASAS BONDES, TIIP	SECTOR
EMEX	P91-1	3-jul-91	300.000.000	1092	30-jun-94	CEMEX SA	Q			Ind Cemento
YLSA	P91	3-jul-91	200.000.000	1092	30-jun-94	HYLSA	Q			Siderurgia
SORIMEX	P91	5-jul-91	100.000.000	1092	4-jul-94	SORYMEX	Q			Comercio
PONDER	P91	25-jul-91	45.000.000	1092	22-jul-94	CARTONES PONDEROSA CV	Q			Celulosa y papel
SITUR	P91	30-jul-91	50.000.000	1092	27-jul-94	GRUPO SITUR	Q			Turismo
CUMEX	P91	15-ago-91	60.000.000	1092	11-ago-94	ACUMULADORES MEXICANOS	Q			Autopartes
YR	P91	15-ago-91	20.000.000	1092	11-ago-94	SALINAS Y ROCHA	Q			Comercio
ARPOND	P91	21-ago-91	50.000.000	1092	17-ago-94	CARTONES PONDEROSA	Q			Celulosa y papel
EMEX	P91-2	26-sep-91	200.000.000	1008	30-jun-94	CEMEX SA	Q			Ind Cemento
ESA	P91	17-oct-91	10.000.000	1092	14-oct-94	FERNANDEZ EDITORES	Q			Editorial
EMEX	P91-3	21-nov-91	300.000.000	1092	17-nov-94	CEMEX SA	QI			Ind Cemento
TABLEX	P91	22-nov-91	6.500.000	1092	18-nov-94	TABLEX SA	Q			Alimentos
OINSA	P91	10-dic-91	100.000.000	1092	6-dic-94	COPAMEX INDUSTRIAS SA CV	Q			Construcción
AXA	P91	10-dic-91	70.000.000	1092	6-dic-94	INDUSTRIAS AXA	QI			Eléctrico
PN	P91	18-dic-91	30.000.000	1092	14-dic-94	EPN SA de CV	Q			Controladora
IPAES	P91	19-dic-91	22.000.000	1092	15-dic-94	NUEVA COMPAÑIA PAPELERA ESCOLAR	Q			Comercio
RUMIA	P91	19-dic-91	120.000.000	1092	15-dic-94	GRUMA SA	Q			Alimentos
ARANCIA	P91	26-dic-91	50.000.000	1092	23-dic-94	ARANCIA INDUSTRIAL	Q			Alimentos
MEXINOX	P91	27-dic-91	100.000.000	1092	23-dic-94	MEXINOX SA de CV	Q			Siderúrgica
AJUNTA	P91	17-ene-92	100.000.000	1092	13-ene-95	ACEITERALAJUNTA	Q			Alimentos
WOLVOR	P92	22-ene-92	100.000.000	1092	18-ene-95	WOLWORTH DE MEXICO	F			Comercio
EVALLE	P92	31-ene-92	29.000.000	1092	27-ene-95	JUGOS DEL VALLE	Q			Alimentos
CNORTE	P92	21-feb-92	137.000.000	728	18-feb-94	PROMOTORAS CARRETERAS NTE	A			Construcción
MSA	P92	24-feb-92	60.000.000	1064	23-ene-95	GRUPO IMSA SACV	Q			Alimentos
QVARSAS	P92	5-mar-92	12.500.000	1092	2-mar-95	QVARRUBIAS SA de CV	F			
OLIMEX	P92	20-mar-92	45.000.000	1092	17-mar-95	OLIMEX	Q			
HARDROK	P92	23-mar-92	10.000.000	1092	20-mar-95	HARD ROCK MEXICO SA DE CV	F			Turismo
ROCARR	P92	9-abr-92	865.000.000	1092	6-abr-95	PROMOTORA ADMINISTRADORA CARRETERAS	AI			Construcción
COSTAMX	P92	10-abr-92	15.000.000	1092	7-abr-95	GRUPO COSTAMEX	F	15% ó 5 pts		
ALCO	P92	15-may-92	10.000.000	1092	12-may-95	NALCOMEX	Q			Química
CNORTE	P92-2	15-may-92	30.500.000	728	18-may-94	PROMOTORA CARRE NORTE	A			Construcción
UK	P92	15-may-92	30.000.000	1092	12-may-95	TUK SA CV	Q			Celulosa y papel
UTSA	P92	18-may-92	10.000.000	728	16-may-94	AUTOMOTRIZ SATELITE	Q			Automotriz
OLIMEX	P92-2	12-jun-92	30.000.000	1092	9-jun-95	OLIMEX	P			
MSA	P92	26-jun-92	750.000.000	1092	23-jun-95	VALORES INDUSTRIALES SACV	QI			Servicios
VITRO	P92	3-jul-92	120.000.000	1092	30-jun-95	VITRO SA	QI			Productos minerales no metálicos
VITRO	P92-2	3-jul-92	120.000.000	728	1-jul-94	VITRO SA	QI			Productos minerales no metálicos
CLUSTER	P92	10-jul-92	72.700.000	1092	7-jul-95	CLUSTER INMOBILIARIA XTAPA	AI			Construcción
LEASCO	P92	24-jul-92	30.000.000	1092	21-jul-95	LEASCO SA DE CV	Q			
CONIP	P92	7-ago-92	10.000.000	1092	4-ago-95	CONSORCIO INDUSTRIAL PUEBLA	Q			
CNORTE	P92-3	7-ago-92	45.800.000	728	10-ago-94	PROMOTORA CARRE NORTE	A			Construcción
LIMUSA	P92	14-ago-92	15.000.000	1092	11-ago-95	EDITORIAL LIMUSA	Q	10% ó 4.5 pts		Editorial
MARTIN	P92	14-ago-92	15.000.000	1092	11-ago-95	INDUSTRIAS MARTIN	Q	12% ó 4.5 pts		Textil

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

RELACION DE EMISORES DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO 1991- 1994

CLAVE	SERIE	FECHA		DIAS PLAZO	FECHA VENCIMIENTO	NOMBRE EMISOR	GTIA	SOBRI TASAS		SECTOR	
		EMISION	MONTO EMISION					CD. PRLV. CETES	BONDES, TIP		
ESA	P92	28-ago-92	20 000.000	1092	25-ago-95	FERNANDEZ EDITORES	Q	10% ó 5.5 pto	2.00 pto	BONDES	Editorial
TATSA	P92	28-ago-92	26 000.000	1092	28-ago-95	GRUPO TATSA	Q	10% ó 4.5 pto			Metálica
COMINSA	P92	3-sep-92	15 000 000	1092	31-ago-95	COMISIONES E INVERSIONES NACIONALES	Q	10% ó 4 pto			Servicios
FREY	P92	10-sep-92	10 000 000	1092	7-sep-95	MUEBLERIAS FREY	F	5,60%			Muebles
MACMA	P92	11-sep-92	30 000 000	1092	11-sep-95	GRUPO MACMA	Q	12% ó 5 pto			Alimentos
MACBIA	P92	7-oct-92	10 000 000	1092	4-oct-95	PEPSI EMBOT CENTRAL CHIAPANECA	Q	13% ó 5.60 pto	2.00 pto	BONDES	Alimentos
MACANA	P92	7-oct-92	10 000 000	1092	4-oct-95	PEPSI EMBOT TECANA SA CV	Q	13% ó 5.60 pto	2.00 pto	BONDES	Alimentos
OPRA	P92	23-oct-92	10 000 000	728	21-oct-94	CONSTRUCCION, PROYECTOS, REMODELACION ARQUITECTURA	F	14% ó 6.5 pto			Construcción
VITRO	P92.3	23-oct-92	240 000 000	1092	20-oct-95	VITRO SA	Q	12% ó 5.25 pto	1.5 pto	BONDES	P.rim no metálicos
CNORTE	P92.4	30-oct-92	34 600 000	504	18-mar-94	PROMOTORA DE CARRERAS DEL NORTE	A	25% ó 3.5 pto			Construcción
COESA	P92	30-oct-92	5 000 000	1092	27-oct-95	PLANEACION Y OPERACION DE EMPRESAS SA CV	Q	25% ó 5.75 pto	2.5 pto	BONDES	Servicios
CURTIDO	P92	30-oct-92	8 000 000	588	10-jun-94	EL SURTIDOR DE OBSERVATORIO SA CV	F	13% ó 5.5 pto			Comercio
CURTIDO	P92.2	30-oct-92	8 000 000	756	25-nov-94	EL SURTIDOR DE OBSERVATORIO SA CV	F	13% ó 5.5 pto			Comercio
CURTIDO	P92.3	30-oct-92	12 000 000	924	12-may-95	EL SURTIDOR DE OBSERVATORIO SA CV	F	13% ó 5.5 pto			Comercio
CURTIDO	P92.4	30-oct-92	5 000 000	1092	27-oct-95	EL SURTIDOR DE OBSERVATORIO SA CV	F	13% ó 5.5 pto			Comercio
ROAGSA	P92	13-nov-92	50 151 500	728	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 pto			Construcción
ROAGSA	P92.2	27-nov-92	52 198 500	714	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 pto			Construcción
SONORA	P92	30-nov-92	400 000 000	455	28-feb-94	PROYECTO RIO SONORA HERMOSILLO	A	25% ó 3.5 pto			Construcción
CISA	P92	7-dic-92	98 500 000	728	4-dic-94	IMPULSORA COORPORATIVA INMUEBLES	A	15% ó 4.90 pto			Inmobiliario
MASECA	P92	10-dic-92	200 000 000	1 092	7-dic-95	GRUPO INDUSTRIAL MASECA	Q	4.5 pto	1.75 pto	BONDES	Alimentos
ROAGSA	P92.3	11-dic-92	15 500 000	700	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 pto			Construcción
CONSORIO	P92	16-dic-92	5 000 000	728	14-dic-94	CONSORCIO INDUSTRIAL SA CV	F	12% ó 5.5 pto			Construcción
QUINTE	P92	18-dic-92	15 000 000	1092	15-dic-95	CONSORCIO DE INGENIERIA INDUSTRIAL	F	N.D	N.D		
GRES	P92	18-dic-92	22 000 000	1092	15-dic-95	GRES SA CV	Q	4 pto			
PORCE	P92	18-dic-92	17 000 000	1092	15-dic-95	PORCELANITE SA CV	Q	4 pto			Construcción
CENTRO	P92	18-dic-92	20 000 000	1092	15-dic-95	GRUPO RADIO CENTRO	Q	5.25 pto	2 pto	BONDES	Comunicación
EPROFI	P92	18-dic-92	20 000 000	1092	18-dic-95	TECNICA PROFESIONAL DE INVERSIONES	Q	15% ó 6 pto			Servicios
CONSA	P92	24-dic-92	20 000 000	1 092	21-dic-95	INGENIEROS Y CONTRATISTAS SA CV	Q	12% ó 5.25 pto			Construcción
SITUR	P92	29-dic-92	50 000 000	1 092	26-dic-95	SITUR DESARROLLOS TURISTICOS SA CV	Q	5 pto	2.25 pto	BONDES	Turismo
CTORRE	P93	8-ene-93	25 230 600	1 092	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE SA CV	A	4.5 pto			Construcción
ROAGSA	P93	8-ene-93	13 100 000	672	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 pto			Construcción
CNORTE	P93	22-ene-93	42 200 000	420	18-mar-94	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	A	3.5 pto			Construcción
ASFRA	P93	3-feb-93	10 000 000	1092	31-ene-96	PASTELERIA FRANCESA	Q	12% ó 5 pto			Alimentos
CTORRE	P93.2	8-feb-93	1 580 000	1062	6-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4.5 pto			Construcción
ROAGSA	P93.2	8-feb-93	15 450 000	641	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	Q	4.75 pto			Construcción
CTORRE	P93.3	5-mar-93	570 500	1036	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4.5 pto			Construcción
ROAGSA	P93.3	5-mar-93	13 500 000	616	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 pto			Construcción
RECINTO	P93	5-mar-93	5 200 000	1092	1-mar-96	JARDINES RECINTO DE LA PAZ	Q	15% ó 6.75 pto			Comercio
ANOBRA	P93	11-mar-93	200 000 000	392	7-abr-94	GOBIERNO DEL ESTADO DE NUEVO LEON	A	4.5 pto	2.5 pto	TIP	Gobierno
LMACO	P93	18-mar-93	60 000 000	1092	14-mar-96	COPEL SA	Q	5 pto			
EKTRA	P93	25-mar-93	30 000 000	1091	20-mar-96	ELEKTRA SA	Q	5 pto	3 pto	TIP	Comercio
IASA	P93	26-mar-93	5 000 000	1092	22-mar-96	CIASA COMERCIAL	Q	12% ó 5.25 pto	3.5	BONDES	Comercio
NICA	P93	26-mar-93	3 600 000	1092	22-mar-96	ICA INMOBILIARIA	Q	20% ó 4.9 pto			Construcción
OPERLA	P93	1-abr-93	20 000 000	420	26-may-94	CONSTRUCTURA Y PERFORADORA LATINA	Q	6 pto			Construcción
COSTAMX	P93	1-abr-93	25 000 000	1092	28-mar-96	GRUPO COSTAMEX	Q	12% ó 5 pto			
CTORRE	P93.4	2-abr-93	1 407 600	1008	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4.75 pto			Construcción
INTERSA	P93	2-abr-93	10 000 000	1092	29-mar-96	INTERTEC DE MEXICO	Q	20% ó 4.75 pto			
EPSA	P93	2-abr-93	5 000 000	1092	29-mar-96	INDUSTRIAL TECNICA DE PINTURAS	Q	13% ó 4.75 pto	2 pto	BONDES	

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

RELACION DE EMISORES DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO 1991- 1994

CLAVE	SERIE	FECHA EMISION	MONTO EMISION	DIAS PLAZO	FECHA VENCIMIENTO	NOMBRE EMISOR	GTIA	SOBRETASAS		SECTOR
								CD, PRLV, CETES	BONDES, TIIP	
PERPRO	P93	2-abr-93	100.000.000	756	28-abr-95	GRUPO PROTEXA	Q	14% ó 5.25 ptos		Construcción
ROAGSA	P93.4	2-abr-93	16.400.000	588	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	Q	4.75 ptos		Construcción
MAQSA	P93	15-abr-93	10.000.000	1092	11-abr-96	MAQUINARIA SA	Q	10% ó 5.5 ptos	2.25 ptos BONDES	
CNORTE	P93.2	16-abr-93	50.800.000	1036	16-feb-96	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	Q	15% ó 4.75 ptos		Construcción
SANBORN	P93	21-abr-93	10.000.000	1092	17-abr-96	SANBORNS	Q	3 ptos CETES 364	0.75 ptos TIIP	Comercio
CTORRE	P93.5	30-abr-93	649.400	980	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4.5 PTOS		Construcción
MEQUISA	P93	30-abr-93	4.000.000	1092	26-abr-96	METALURGIA Y QUIMICA	Q	12% ó 4.75 ptos		Metalurgia
CORAL	P93	28-may-93	5.000.000	1092	24-may-96	CORAL GOLF RESORT	Q	6.25 ptos		Turismo
CTORRE	P93.6	28-may-93	700.000	952	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4.5 PTOS		Construcción
AYOMEX	P93	28-may-93	6.000.000	1092	24-may-96	RAYONERA MEXICANA	F	20% y 5.00 ptos		Forestal
MVEY	P93	7-jun-93	2.000.000	1092	3-jun-96	EMBOTELLADORA O'KEY DE CORDOBA	Q	12% ó 4.75 ptos	1.5 BONDES	Alimentos
ODUMEX	P93	11-jun-93	100.000.000	1092	7-jun-96	CODUMEX	Q	3 ptos	0.75 TIIP	Eléctrico
CTORRE	P93.7	25-jun-93	1.650.000	924	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4.5 ptos		Construcción
ROAGSA	P93.5	25-jun-93	18.200.000	504	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 ptos		Construcción
CNORTE	P93.3	9-jul-93	63.900.000	952	16-feb-96	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	A	15% ó 4.75 ptos		Construcción
OLIMEX	P93	16-jul-93	75.000.000	1092	12-jul-96	OLIMEX SA CV	PRENDARI	5.5 ptos	3 ptos TIIP	
REBASIC	P93	16-jul-93	15.000.000	1092	12-jul-96	REFRACTARIOS BASICOS	Q	15% ó 4.5 ptos		Metalúca
CTORRE	P93.8	23-jul-93	723.700	896	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4.5 ptos		Construcción
ROAGSA	P93.6	23-jul-93	3.900.000	476	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75		Construcción
TERRES	P93	30-jul-93	70.000.000	1092	26-jul-96	GRUPO INDUSTRIAL CIERRES	Q	4.9 ptos		Textil
ARPAH	P93	2-ago-93	5.000.000	1092	2-ago-96	HARINERA EL PARAISO	F	15% ó 4.75 ptos		Alimentos
CEITE	P93	13-ago-93	8.000.000	1092	9-ago-96	ACEITE	Q	14% ó 5.25 ptos		Alimentos
CTORRE	P93.9	20-ago-93	951.300	868	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4.5 ptos		Construcción
ROAGSA	P93.7	20-ago-93	3.800.000	448	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 ptos		Construcción
CITY	P93	3-sep-93	10.000.000	1092	30-ago-96	COMPUTER CITY	Q	4.7 ptos	1.5 ptos TIIP	Computación
ARIBOT	P93	10-sep-93	10.000.000	1092	6-sep-96	CARIBOTELS	Q	15% ó 6 ptos		Turismo
ROAGSA	P93.8	17-sep-93	3.600.000	420	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 ptos		Construcción
CTORRE	P93.10	17-sep-93	730.500	840	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4.5 ptos		Construcción
OLIMEX	P93	23-sep-93	12.000.000	1092	19-sep-96	C/R MEXICANA	F	4,5	2.25 Bondes	
ACOBRE	P93	24-sep-93	300.000.000	1092	20-sep-96	INDUSTRIAS NACOBRE	Q	2.25 ptos	0.25 ptos TIIP	Metalúca
ANALCO	P93	4-oct-93	80.000.000	1092	30-sep-96	LA NACIONAL COMPAÑIA CONSTRUCTURA	Caucion	5.5 ptos	2 ptos TIIP	Construcción
CNORTE	P93.4	10-oct-93	51.000.000	1092	6-oct-96	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	A	15% ó 4.75 ptos		Construcción
CTORRE	P93.11	14-oct-93	4.115.700	812	4-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4.5 ptos		Construcción
ROAGSA	P93.9	15-oct-93	1.762.900	392	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4.75 ptos		Construcción
ISTAR	P93	18-oct-93	5.000.000	1092	14-oct-96	MOULINEX	Q	12% ó 4.5 ptos		Electrico
ONDER	P93	19-oct-93	37.500.000	1092	15-oct-96	PONDEROSA INDUSTRIAL	F	20% ó 4 ptos		Celulosa y Papel
IROGA	P93	22-oct-93	8.500.000	1092	18-oct-96	CORPORACION IMPULSORA ROGA	Caucion	18% ó 5.5 ptos		
POTEA	P93	26-oct-93	30.000.000	1092	22-oct-96	GRUPO TEA	F	18% ó 4.5 ptos		Computación
AMPESA	P93	12-nov-93	16.000.000	1092	8-nov-96	VEHICULOS AUTOMOTORES Y MAQUINARIAS DEL PERIFERICO	A	12% ó 4.5 ptos	2 ptos TIIP	Automotriz
CTORRE	P93.12	12-nov-93	1.881.300	784	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4.5 ptos		Construcción
IGAL	P93	26-nov-93	20.000.000	756	22-dic-95	CONSORCIO INMOBILIARIO GALERIAS	F	14% ó 4.85 ptos	2 ptos TIIP	Construcción
OMGAMA	P93	29-nov-93	5.000.000	420	23-ene-96	COMERCIAL GAMIA	Caucion	15% ó 5.25 ptos	3 ptos TIIP	Comercio
YP	P93	20-dic-93	5.000.000	1092	16-dic-96	PLANEACION Y PROYECTOS	Q	20% ó 4.5 ptos	2.5 TIIP	Servicios
LUNAMEX	P93	22-dic-93	85.000.000	1092	18-dic-96	LUNAMEX	F	15% ó 5.75 ptos		
UZKADI	P93	23-dic-93	200.000.000	1092	19-dic-96	EUZKADI	Q	1.75 ptos	TIIP	Autopartes
GUSA	P93	23-dic-93	30.000.000	1092	19-dic-96	ARTES GRAFICAS UNIDAS	Q	1.75 ptos	TIIP	Editorial
SANBORN	P93	27-dic-93	250.000.000	1092	23-dic-96	SANBORNS	Q	1.95 PTS	0.10 ptos TIIP	Comercio

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

RELACION DE EMISORES DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO 1991- 1994

CLAVE	SERIE	FECHA EMISION	MONTO EMISION	DIAS PLAZO	FECHA VENCIMIENTO	NOMBRE EMISOR	GTIA	SOBRETASAS		SECTOR
								CD, PRLV, CETES	BONDES, TIIP	
ERRRO	P93	2-abr-93	100.000.000	756	28-abr-95	GRUPO PROTEKA	Q	14% ó 5,25 pto		Construcción
ROAGSA	P93.4	2-abr-93	16.400.000	588	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	Q	4,75 pto		Construcción
ROAGSA	P93	15-abr-93	10.000.000	1092	11-abr-96	MAQUINARIA SA	Q	10% ó 5,5 pto	2,25 pto BONDES	
CONORTE	P93.2	16-abr-93	50.800.000	1036	16-feb-96	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	Q	15% ó 4,75 pto		Construcción
SANBORN	P93	21-abr-93	10.000.000	1092	17-abr-96	SANBORNS	Q	3 pto CETES 364	0,75 pto TIIP	Comercio
CTORRE	P93.5	30-abr-93	649.400	980	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4,5 PTOS		Construcción
MEQUISA	P93	30-abr-93	4.000.000	1092	26-abr-96	METALURGIA Y QUIMICA	Q	12% ó 4,75 pto		Metallurgia
CORAL	P93	28-may-93	5.000.000	1092	24-may-96	CORAL GOLF RESORT	Q	6,25 pto		Turismo
CTORRE	P93.6	28-may-93	700.000	952	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4,5 PTOS		Construcción
RAYONEX	P93	28-may-93	6.000.000	1092	24-may-96	RAYONERA MEXICANA	F	20% y 6,00 pto		Forestal
KEY	P93	7-jun-93	2.000.000	1092	3-jun-96	EMBOTELLADORA O'KEY DE CORDOBA	Q	12% ó 4,75 pto	1,5 BONDES	Alimentos
ODUMEX	P93	11-jun-93	100.000.000	1092	7-jun-96	CODUMEX	Q	3 pto	0,75 TIIP	Eléctrico
CTORRE	P93.7	25-jun-93	1.650.000	924	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	Q	4,5 pto		Construcción
ROAGSA	P93.5	25-jun-93	18.200.000	504	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4,75 pto		Construcción
CONORTE	P93.3	9-jul-93	63.900.000	952	16-feb-96	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	A	15% ó 4,75 pto		Construcción
OLIMEX	P93	16-jul-93	75.000.000	1092	12-jul-96	OLIMEX SA CV	PRENDARI	5,5 pto	3 pto TIIP	
EBASIC	P93	16-jul-93	15.000.000	1092	12-jul-96	REFRACTARIOS BASICOS	Q	15% ó 4,5 pto		Metálica
CTORRE	P93.8	23-jul-93	723.700	896	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4,5 pto		Construcción
ROAGSA	P93.6	23-jul-93	3.900.000	476	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4,75		Construcción
CIERRES	P93	30-jul-93	70.000.000	1092	26-jul-96	GRUPO INDUSTRIAL CIERRES	Q	4,9 pto		Textil
HARPAR	P93	2-ago-93	5.000.000	1092	2-ago-96	HARINERA EL PARAISO	F	15% ó 4,75 pto		Alimentos
ACEITE	P93	13-ago-93	8.000.000	1092	9-ago-96	ACEITE	Q	14% ó 5,25 pto		Alimentos
CTORRE	P93.9	20-ago-93	951.300	868	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4,5 pto		Construcción
ROAGSA	P93.7	20-ago-93	3.800.000	448	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4,75 pto		Construcción
CITY	P93	3-sep-93	10.000.000	1092	30-ago-96	COMPUTER CITY	Q	4,7 pto	1,5 pto TIIP	Computación
CARIBOT	P93	10-sep-93	10.000.000	1092	6-sep-96	CARIBOTELS	Q	15% ó 6 pto		Turismo
ROAGSA	P93.8	17-sep-93	3.600.000	420	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4,75 pto		Construcción
CTORRE	P93.10	17-sep-93	730.500	840	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4,5 pto		Construcción
OLIMEX	P93	23-sep-93	12.000.000	1092	19-sep-96	C/R MEXICANA	F	4,5		
NACOBRE	P93	24-sep-93	300.000.000	1092	20-sep-96	INDUSTRIAS NACOBRE	Q	2,25 pto	0,25 pto TIIP	Metálica
ANALCO	P93	4-oct-93	80.000.000	1092	30-sep-96	LA NACIONAL COMPANIA CONSTRUCTURA	Caución	5,5 pto	2 pto TIIP	Construcción
CONORTE	P93.4	10-oct-93	51.000.000	1092	6-oct-96	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	A	15% ó 4,75 pto		Construcción
CTORRE	P93.11	14-oct-93	4.115.700	812	4-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4,5 pto		Construcción
ROAGSA	P93.9	15-oct-93	1.762.900	392	11-nov-94	PROMOTORA DE AUTOPISTAS DEL GOLFO	A	4,75 pto		Construcción
LISTAR	P93	18-oct-93	5.000.000	1092	14-oct-96	MOULINEX	Q	12% ó 4,5 pto		Electrico
PONDER	P93	19-oct-93	37.500.000	1092	15-oct-96	PONDEROSA INDUSTRIAL	F	20% ó 4 pto		Celulosa y Papel
PROGA	P93	22-oct-93	8.500.000	1092	18-oct-96	CORPORACION IMPULSORA ROGA	Caución	18% ó 5,5 pto		
POTEPA	P93	26-oct-93	30.000.000	1092	22-oct-96	GRUPO TEA	F	18% ó 4,5 pto		Computación
CAMPESA	P93	12-nov-93	16.000.000	1092	8-nov-96	VEHICULOS AUTOMOTORES Y MAQUINARIAS DEL PERIFERICO	A	12% ó 4,5 pto	2 pto TIIP	Automotriz
CTORRE	P93.12	12-nov-93	1.881.300	784	5-ene-96	GRUPO CANCUN CARIBE TORRE	A	4,5 pto		Construcción
IGAL	P93	26-nov-93	20.000.000	756	22-dic-95	CONSORCIO INMOBILIARIO GALERIAS	F	14% ó 4,85 pto	2 pto TIIP	Construcción
COMGAMA	P93	29-nov-93	5.000.000	420	23-ene-95	COMERCIAL GAMA	Caución	15% ó 5,25 pto	3 pto TIIP	Comercio
LYP	P93	20-dic-93	5.000.000	1092	16-dic-96	PLANEACION Y PROYECTOS	Q	20% ó 4,5 pto	2,5 TIIP	Servicios
LUNAMEX	P93	22-dic-93	85.000.000	1092	18-dic-96	LUNAMEX	F	15% ó 5,75 pto		
EUKADI	P93	23-dic-93	200.000.000	1092	19-dic-96	EUKADI	Q	1,75 pto	TIIP	Autopartes
ROGUSA	P93	23-dic-93	30.000.000	1092	19-dic-96	ARTES GRAFICAS UNIDAS	Q	1,75 pto	TIIP	Editorial
SANBORN	P93	27-dic-93	250.000.000	1092	23-dic-96	SANBORNS	Q	1,95 PTS	0,10 pto TIIP	Comercio

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

RELACION DE EMISORES DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO 1991- 1994

CLAVE	SERIE	FECHA EMISION	MONTO EMISION	DIAS PLAZO	FECHA VENCIMIENTO	NOMBRE EMISOR	GTIA	SORPETASAS		SECTOR
								CD, PRLV, CETES	BONDES, TIIP	
CONORTE	P93-5	24-dic-93	33 800.000	784	16-feb-96	PROMOTORA DE CARRETERAS DEL NORTE	A	15% ó 4.75 pto		Construcción
MAGRAL	P93	24-dic-93	21 000.000	1092	20-dic-96	EMBOTELLADORA AGRAL: REGIOMONTANA	Q	20% ó 4.25 pto	15% ó 2.5 pto TIIP	Alimentos
UTCEN	P94	19-ene-94	13 000.000	1092	15-ene-97	FORD AUTOMOVILISTICA CENTRAL	Q	18% ó 4.5 pto	3.5 pto TIIP	Automotriz
ENECA	P94	19-ene-94	20 000.000	1092	15-ene-97	FORD CENTRO ECATEPEC	F	18% ó 4.5 pto	3.5 pto TIIP	Automotriz
YASA	P94	19-ene-94	75 000.000	546	19-jul-95	PYASA	A	15% ó 2.0 pto	1 pto TIIP	Construcción
AUTOHID	P94	19-ene-94	13 000.000	1092	15-ene-97	FORD AUTOMOVILISTICA HIDALGO	F	18% ó 4.5 pto	3.5 pto TIIP	Automotriz
PUENTE	P94	4-feb-94	5 000.000	1092	31-ene-97	MATERIALES Y ACABADOS PUENTE	F	12% ó 4.75 pto		Construcción
JERIPAK	P94	19-abr-94	6 000.000	1092	15-abr-97	JERIPAK	Q	20% ó 4.5 pto	13% ó 3 pto TIIP	Salud
ADMICOR	P94	30-mar-94	5 000.000	1092	26-mar-97	ADMINISTRADORA DE COMIDA RAPIDA ARBYS	Q	3.8 pto		Alimentos
IAUTO	P94	25-abr-94	70 000.000	1092	21-abr-97	DISTRIBUIDORA AUTOMOTRIZ	F	18% ó 4.25 pto		Automotriz
EPRISA	P94	6-may-94	51 150.000	756	31-may-96	DESARROLLADORA DE ESTACIONAMIENTOS PRIVADOS	A	20% ó 3.5 pto	1 pto TIIP	Construcción
HUGUERI	P94	13-may-94	7 000.000	1092	9-may-97	IMPULSORA HUGUERILLAS	A	12% ó 4.25 pto		
PRODUCTO	P94	13-may-94	12 000.000	1092	9-may-97	PRODUCTO DE MEXICO	F	15% ó 3.75 pto		
PLAN	P94	29-abr-94	1 500.000	560	10-nov-95	CAPITAL PLANEADO	F	15% ó 4.25 pto	2.25 pto TIIP	
VAQUE	P94	27-may-94	23 000.000	1092	23-may-97	INMOBILIARIA SJT DE VALLE DE QUERETARO	A	10% ó 2 pto	0.25 pto TIIP	Construcción
OPERLA	P94	27-may-94	20 000.000	1092	23-may-97	CONSTRUCTURA Y PERFORADORA LATINA	F	12% ó 5 pto		Construcción
LIQUIMEX	P94	27-may-94	80 000.000	1092	23-may-97	LIQUIMEX	Q	15% ó 3.95 pto	1.45 pto TIIP	
FUMISA	P94	31-may-94	180 000.000	1092	27-may-97	INMOBILIARIA FUMISA	F	18% ó 4.5 pto	3.25 pto TIIP	Construcción
ARROSA	P94	4-may-94	10 000.000	1092	30-abr-97	AUTOMOVILES Y CAMIONES IXTACALCO	F	18% ó 4.75 pto	2.00 pto TIIP	Automotriz
ANDRADE	P94	7-jun-94	10 000.000	1092	3-jun-97	AUTOMOVILISTICA ANDRADE	F	20% ó 5.5 pto	2.5 pto TIIP	Automotriz
ACERODIA	P94	17-jun-94	40 000.000	1092	13-jun-97	ACEROS AM	A	4 pto	2.5 pto TIIP	Siderurgia
HTISA	P94	30-jun-94	300 000.000	1092	26-jun-97	ALTOS HORNOS DE MEXICO	Q	15% ó 3.6 pto		Siderurgia
SIERRITA	P94	4-jul-94	25 000.000	1092	30-jun-97	LA SIERRITA	Q	10% ó 3.75 pto	2.25 pto TIIP	Alimentos
DETUR	P94	6-jul-94	155 000.000	1092	2-jul-97	SITUR DESARROLLOS TURISTICOS	Q		TESOBONOS	Turismo
COPRA	P94	1-sep-94	90 000.000	1092	28-ago-97	COPRA	Q	18% ó 4.75 pto	12% ó 2 pto TIIP	
REFAC	P94	15-ago-94	100 000.000	1092	11-ago-97	PREFABRICACION Y CONSTRUCCION	Caucadn	4.25 pto	2.00 pto TIIP	Construcción
MARNOR	P94	15-ago-94	70 000.000	588	25-mar-96	MARNOS DEL NORESTE	A	2.5 pto	1.5 pto TIIP	
PLAN	P94-2	22-jul-94	25 000.000	1092	18-jul-97	CAPITAL PLANEADO	F	15% ó 4.25 pto	2.5 pto TIIP	
COMAUTO	P94	13-oct-94	50 000.000	1092	9-oct-97	COMERCIAL AUTOMOTRIZ DE ARRENDAMIENTO	F	18% ó 4.5 pto	3.25 pto TIIP	Automotriz
ARRENSA	P94	8-jun-94	10 000.000	1092	4-jun-97		F			
MURCRED	P94	13-oct-94	30 000.000	1092	9-oct-97		F			
EPRI	P94	18-nov-94	50 000.000	1092	14-nov-97		F			
OPYSA	P94	7-dic-94	70 000.000	1092	3-dic-97		F			
OXVIDEO	P94	16-dic-94	40 000.000	1008	12-dic-97		F			
MSHER	P94	19-dic-94	6 000.000	1092	15-dic-97		F			
BRAGON	P94	15-abr-94	12 000.000	756	10-may-96		Q			
SYNKRO	P94	6-sep-94	175 000.000	1092	2-sep-97	INDUSTRIAS SYNKRO	Q			Controladora
VOXACA	P94	18-oct-94	10 000.000	1092	14-oct-97		Q			
PERDOMO	P94	18-oct-94	50 000.000	1092	14-oct-97		Q			
MPAUTO	P94	15-nov-94	774 000.000	1092	11-nov-97		Q			
MYR	P94	8-dic-94	200 000.000	1092	4-dic-97	SALINAS Y ROCHA	Q			Comercio
PLIFAR	P94	16-dic-94	7 000.000	728	13-dic-96		Q			
VITRO	P94	16-dic-94	550 000.000	1092	16-dic-97	VITRO SA	Q			P.min.no.mat.icos

Fuente: Elaboración propia en base a los avisos de ofertas públicas aparecidos en los principales diarios del DF y los datos del sistema de información de la BMV

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

Cuadro 13
SECTORES FINANCIADOS CON PMP
ESTRUCTURA PORCENTUAL

SECTOR	MONTO	
	NP	%
Servicio	8.493.903.500	86,43
Industria	1.333.700.000	13,57
Agricultura	0	0,00
Construcción	2.900.903.500	29,52
Prod. minerales no metálicos	1.030.000.000	10,48
Ind Cemento	800.000.000	8,14
Servicios	795.000.000	8,09
Comercio	780.200.000	7,94
Alimentos	691.500.000	7,04
Siderurgia	640.000.000	6,51
Metálica	341.000.000	3,47
Turismo	280.000.000	2,85
Autopartes	260.000.000	2,65
Automotriz	212.000.000	2,16
Controladora	205.000.000	2,09
Gobierno	200.000.000	2,04
Eléctrico	175.000.000	1,78
Celulosa y papel	162.500.000	1,65
Inmobiliario	98.500.000	1,00
Textil	85.000.000	0,86
Editorial	75.000.000	0,76
Computación	40.000.000	0,41
Comunicación	20.000.000	0,20
Muebles	10.000.000	0,10
Química	10.000.000	0,10
Forestal	6.000.000	0,06
Salud	6.000.000	0,06
Metallurgia	4.000.000	0,04

Fuente: elaboración propia en base a una muestra de 125 empresas emisoras de pagarés a mediano plazo

CAPITULO IV. EMISION DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO

Cuadro 14
EVOLUCION DE TASAS DE RENDIMIENTO DE REFERENCIA PMP

	CEDES	PRLV	CETES	TIP
1991 Enero	20,84	21,62	23,64	
Febrero	20,03	21,15	23,15	
Marzo	18,64	19,78	22,04	
Abril	17,86	18,70	21,12	
Mayo	16,84	17,63	19,77	
Junio	14,50	15,11	17,74	
Julio	15,32	15,84	18,47	
Agosto	14,36	14,48	16,71	
Septiembre	15,05	15,03	17,55	
Octubre	15,74	16,02	17,87	
Noviembre	14,80	14,99	18,62	
Diciembre	14,70	14,75	16,85	
1992 Enero	14,00	14,25	15,25	
Febrero	13,36	14,54	14,58	
Marzo	10,65	11,75	11,84	
Abril	10,51	11,94	12,44	
Mayo	11,75	13,03	13,60	
Junio	13,11	14,31	15,03	
Julio	15,02	16,01	16,23	
Agosto	15,18	16,33	16,49	
Septiembre	16,62	17,51	17,54	
Octubre	18,15	19,50	19,39	
Noviembre	17,85	19,00	18,15	
Diciembre	17,83	19,20	18,88	
1993 Enero	17,93	19,02	18,72	22,52
Febrero	18,18	19,01	17,74	22,34
Marzo	17,70	18,87	17,47	20,01
Abril	16,59	16,78	16,17	20,26
Mayo	16,39	16,41	15,04	19,75
Junio	15,61	15,54	15,50	18,13
Julio	14,44	14,43	13,85	17,13
Agosto	13,57	13,63	13,68	16,36
Septiembre	13,31	13,44	14,38	16,33
Octubre	12,97	13,17	13,13	15,78
Noviembre	13,04	13,80	14,38	17,17
Diciembre	11,00	11,48	11,78	13,69
1994 Enero	9,28	9,35	10,52	11,87
Febrero	8,38	8,46	9,45	10,52
Marzo	8,46	8,30	9,73	11,24
Abril	13,90	13,00	15,78	19,17
Mayo	10,16	15,95	16,30	20,24
Junio	15,78	15,58	16,18	18,89
Julio	16,70	16,03	17,07	21,18
Agosto	14,48	14,61	14,48	18,40
Septiembre	13,82	13,58	13,76	17,82
Octubre	13,67	13,49	13,60	17,40
Noviembre	14,20	13,92	13,74	19,29
Diciembre	14,20	15,36	16,51	28,07
1995 Enero	24,78	26,57	37,25	46,12
Febrero	29,89	31,11	41,69	54,02

Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, febrero 1995

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Cuadro 15
 EVOLUCIÓN SALDO DE CUENTA CORRIENTE, PIB, INFLACIÓN
 1988 - 1995

	INPC Variación %	PIB Variación %	SALDO C/A CORRIENTE (Mils dls)
1988	31,3	1,33	(2.443)
1989	16,8	3,29	(5.449)
1990	23,9	4,49	(7.114)
1991	15,8	3,45	(13.283)
1992	9,9	3,13	(24.804)
1993	6,7	0,69	(23.393)
1994	6,2	3,52	(30.000)
1995 *	42,0	(2,00)	0

Fuente: Banco de México

* Proyecciones oficiales

CAPITULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Cuadro 16
Evolución tasas de interés, tipo de cambio, IPC

	Cetes 28	Dólar	IPC
Dic 88	52,32	2,3300	211,53
Dic 89	40,21	2,6793	408,31
Dic 90	25,99	2,9543	639,50
Dic 91	16,65	3,0710	1.431,46
Dic 92	16,88	3,1217	1.730,20
Dic 93	11,78	3,1079	2.448,13
Enero 94	10,52	3,1075	2.613,47
Febrero	9,45	3,1155	2.743,68
Marzo	9,73	3,2834	2.488,80
Abril	15,79	3,3498	2.209,36
Mayo	16,36	3,3120	2.328,83
Junio	16,18	3,3601	2.330,49
Julio	17,07	3,4009	2.308,60
Agosto	14,46	3,3814	2.665,18
Septiembre	13,76	3,4001	2.759,35
Octubre	13,60	3,4176	2.667,56
Noviembre	13,74	3,4428	2.514,21
Diciembre	18,51	4,0058	2.383,94
Enero 95	37,25	5,5840	2.093,98
Febrero	41,69	5,6518	1.549,84
Marzo	69,54	6,6641	1.832,83
Abril		6,3112	1.960,54

Datos promedio de cotizaciones en el mes
Fuente: Banco de México, Anuario bursátil, INFOSEL

Cuadro 17
MONTOS EN CIRCULACION DE INSTRUMENTOS EN MERCADO DE VALORES
 Millones de nuevos pesos

	Saldos al final de :							
	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
TOTAL	55.695,00	137.077,10	213.371,20	305.984,00	543.805,50	643.859,90	866.993,58	935.043,03
VALORES DE RENTA								
VARIABLE (1)	18.415,50	31.977,80	60.514,00	96.472,10	303.271,00	433.313,00	623.887,00	641.768,00
VALORES DE RENTA								
FLAJA DE CORTO PLAZO	33.681,90	82.305,90	88.177,30	117.883,00	116.557,00	96.135,00	138.044,00	195.940,00
CETES	28.006,20	41.993,90	53.973,10	72.001,00	72.375,00	59.338,00	81.014,00	40.394,00
PAGAFES	117,90	2.289,30	577,30	1.529,60	48,00			
TESOBONOS			198,10	1.202,30	927,00	922,00	3.842,00	94.679,00
ACEPTACIONES BAN	4.874,90	35.225,50	28.794,10	7.828,00	6.309,00	12.617,00	22.103,00	26.173,00
PAGARE BAN BURSATL		40,70		29.534,10	33.760,00	20.551,00	26.795,00	29.516,00
PAPEL COMERCIAL	159,60	694,60	4.629,20	5.788,00	3.111,00	2.643,00	3.563,00	4.058,00
PAPEL COMERCIAL EXT	523,30	2.061,90	5,50					
CERTIFICADOS DEPOSITO					27,00	64,00	727,00	1.120,00
VALORES DE LARGO								
PLAZO	3.597,60	22.793,40	64.679,90	91.628,90	123.977,50	114.411,90	105.062,58	97.335,03
BONDES (3)	358,60	20.185,70	55.676,60	64.513,30	57.953,00	36.848,00	17.036,00	8.316,00
AJUSTABONOS			3.225,10	14.311,10	38.988,00	36.271,00	33.695,00	28.602,00
PETROBONOS	2.658,00	1.257,10	866,60	843,30				
BBB	91,60	82,50	48,50	33,00		1,00	1,00	1,00
BONOS RENOVACION								
URBANA	14,90	17,50	23,00	20,00	23,00	23,00	23,00	8,00
BONOS BANCARIOS	9,50	80,80	2.112,20	6.640,10	10.826,00	6.883,00	15.913,00	20.560,00
OBLIGACIONES	462,60	1.127,40	2.553,40	4.786,10	10.388,00	17.433,00	20.947,00	20.773,00
CPI	2,40	42,40	174,50	482,00	3.591,00	11.369,00	10.014,00	10.590,00
PAGARES MEDIANO PZO					2.208,50	5.583,90	7.433,58	8.485,03
PAGARES FINANCIEROS					40,50	3.677,10	7.231,42	6.514,97

(1) El saldo de las acciones no incluye a las sociedades de inversión

(2) Valores con vencimiento hasta de un año

(3) Incluye valores a 364 días y a tres años

Cuadro 18
MONTOS EN CIRCULACION DE INSTRUMENTOS EN MERCADO DE VALORES
 Variación porcentual

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
TOTAL	146,12	55,66	43,40	77,72	18,40	34,66	7,85
VALORES DE RENTA VARIABLE	73,65	89,24	59,42	214,36	42,88	43,98	2,87
VALORES DE RENTA FIJA DE CORTO PLAZO	144,36	7,13	33,69	-1,12	-17,52	43,59	41,94
CETES	49,95	28,53	33,40	0,52	-18,01	36,53	-50,14
PAGAFES	1841,73	-74,78	164,96	-96,86			
TESOBONOS			506,92	-22,90	-0,54	316,70	2364,32
ACEPTACIONES BAN	622,59	-18,26	-72,81	-19,40	99,98	75,18	18,41
PAGARE BAN BURSATIL				14,31	-39,13	30,38	10,15
PAPEL COMERCIAL	335,21	566,46	25,03	-46,25	-15,04	34,81	13,89
PAPEL COMERCIAL EXT	294,02	-99,73					
CERTIFICADOS DEPOSITO							
VALORES DE LARGO PLAZO	533,57	183,77	41,67	35,30	-7,72	-8,17	-7,36
BONDES	5529,03	175,82	15,87	-10,17	-36,42	-53,77	-51,19
AJUSTABONOS			343,74	172,43	-6,97	-7,10	-15,12
PETROBONOS	-52,71	-31,06	-2,69				
BB	-9,93	-41,21	-31,96			0,00	0,00
BONOS RENOVACION URBANA	17,45	31,43	-13,04	15,00	0,00	0,00	-65,22
BONOS BANCARIOS	750,53	2514,11	214,37	63,04	-36,42	131,19	29,20
OBLIGACIONES	143,71	126,49	87,44	117,05	67,82	20,16	-0,83
CM	1666,67	311,56	176,22	645,02	216,60	-11,92	5,75
PAGARES MEDIANO PZO					152,84	33,13	14,14
PAGARES FINANCIEROS					8979,26	96,66	-9,91

Fuente: Elaboración propia con base en informes anuales del BANCO DE MEXICO.

Cuadro 19
PARTICIPACION PORCENTUAL DE LOS INSTRUMENTOS DE FINANCIAMIENTO BURSATIL LARGO PLAZO

VALORES LARGO PLAZO	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
BONDES	9,97	88,56	86,08	70,41	46,74	32,21	16,22	8,54
AJUSTABONOS			4,99	15,62	31,45	31,70	32,07	29,39
PETROBONOS	73,88	5,52	1,34	0,92	0,00	0,00	0,00	0,00
BB	2,55	0,36	0,07	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
BONOS RENOV URBANA	0,41	0,08	0,04	0,02	0,02	0,02	0,02	0,01
BONOS BANCARIOS	0,26	0,35	3,27	7,25	8,73	6,02	15,15	21,12
OBLIGACIONES	12,86	4,95	3,95	5,22	8,38	15,24	19,94	21,34
CPI	0,07	0,19	0,27	0,53	2,90	9,94	9,53	10,88
PAGARES MEDIANO PZO					1,78	4,88	7,08	8,72
PAGARES FINANCIEROS					0,03	3,21	6,88	6,69
Total	100,00							

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México

Cuadro 20
MEXICO: COSTO DEL CREDITO BANCARIO
CREDITOS EMPRESARIALES HASTA N\$20'000,000
OTORGADOS DURANTE NOVIEMBRE 1994

RANGO	No Créditos	CPP	SOBRETASA PUNTOS	MONTO GLOBAL	TASA INTERES	PLAZO
Hasta 5	5	16,30	14	25,0	30,3	28
De 5 a 10	5	16,30	10	39,0	26,3	28
De 10 a 15	5	16,30	8	64,7	24,3	28
De 15 a 20	5	16,30	6	90,2	22,3	28
TASA PROMEDIO PONDERADA			24,5			

Fuente: Elaborado con información proporcionada por bancos comerciales durante el mes de noviembre. Se integró una muestra con las empresas agrupadas en rangos de crédito con intervalos de 5'000,000 nuevos pesos, al mismo plazo de operación. No se considera el tipo de crédito ni las garantías que lo respaldan, situaciones que eventualmente impactan el nivel de la tasa de interés, debido a que el mercado ha sido poco sensible a estas variables.

Cuadro 21
MEXICO: COMPARACION DEL COSTO DEL
FINANCIAMIENTO BANCARIO vs. PMP
NOVIEMBRE 1994

Tasa promedio ponderada crédito bancario	24,5
Tasa promedio ponderada PMP	19,4
CPP Noviembre	16,3
Sobretasa promedio crédito bancario	8,2
Sobretasa promedio PMP	3,1
Porcentaje de sobretasa crédito bancario	50,3
Porcentaje de sobretasa PMP	19,0
Diferencia % de sobretasa crédito bancario vs PMP	37,8

Fuente: Elaboración propia en base a los datos de bancos comerciales y Anuario Bursátil 1994.