

28
241



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

"COMPORTAMIENTO DEL MERCADO
DE VALORES EN LOS CICLOS
ECONOMICOS 1984-1996".

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A :
J E S U S C A N D E L A M A R I N



MEXICO, D. F.

JULIO 1997

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

**COMPORTAMIENTO DEL MERCADO
DE VALORES EN LOS CICLOS
ECONOMICOS 1984-1996**

Jesús Candela Marín

**A LA MEMORIA DE MI MADRE, SEÑORITA MARIE BELTRAN,
QUE CON SU AMOR INFINITO, SU PACIENCIA Y SU FE
INQUEBRANTABLE, SIEMPRE EN MI EL EJEMPLO DE
LUCEA Y SUPERACION EN LA VIDA.
POR LO CUAL SIEMPRE EN GRAN ORGULLO, PUES SIEMPRE
SIGNIFICA LA CONSCIA DEL FRUTO QUE ELLA PLANTO
Y PARA MI REPRESENTA LO MEJOR DE MI DESARROLLO
PROFESIONAL Y VIVIANO, EL CUAL LA BIEN TO
COMPARTIR CON ELLA.**

**A MI ESPOSA IRMA ROSAS RIVERA , POR SU APOYO SIN
LÍMITES EN LA CONTINUACION DE MI DESARROLLO PROFESIONAL
Y HUMANO, Y A MI HIJA ANA LAURA CANDELA ROSAS , QUIEN
REPRESENTA PARA MI UN ESTÍMULO DE SUPERACION
PERMANENTE, CON TODO EL AMOR QUE LES TENGO.**

**A MI PAPA HERIBERTO CANDELA GARCIA , COMO FRUTO DE
SU ENSEÑANZA Y A MIS HERMANOS , QUIENES SIEMPRE
ME BRINDARON SU CONFIANZA, IMPULSANDO LA
CONTINUACION DE MIS ESTUDIOS, LES DEDICO EL
PRESENTE CON EL CARINO Y APRECIJO QUE LES TENGO.**

INDICE

INTRODUCCION.

I

I. ESTRUCTURA Y ARQUITECTURA DEL MERCADO DE VALORES

1.1 Naturaleza e Importancia del Mercado de Valores.	2
1.2 Definición del Mercado de Valores	2
1.2.1 Principales Participantes.	4
1.2.2 Principales Instituciones de Regulación, Vigilancia y Apoyo.	10
1.3 Arquitectura del Mercado de Valores.	12
1.3.1 Principales Sistemas de Operación.	12
1.3.2 Principales Sistemas Utilizados en la Compra y Venta de Valores.	13

II. EL MERCADO DE DINERO Y DE CAPITALES

2.1 Mercado de Dinero.	16
2.1.1 Importancia del Mercado de Dinero.	16
2.1.2 La Importancia del Banco Central dentro del Mercado de Dinero.	18
2.1.3 Principales Formas de Subastas de Valores Gubernamentales.	19
2.1.4 Principales Instrumentos del Mercado de Dinero.	21
2.1.5 Fórmulas de mayor aplicación en el Mercado de Dinero.	33
2.2 Mercado de Capitales.	34
2.2.1 Importancia del Mercado de Capitales.	34
2.2.2 Principales Instrumentos del Mercado de Capitales.	35
2.2.3 Principales Indicadores del Mercado de Capitales.	42
2.2.4 Fórmulas de mayor aplicación en el Mercado de Capitales	45

III. LOS CICLOS ECONOMICOS

3.1 Teoría de los Ciclos Económicos.	47
3.1.1 El Ciclo Keynesiano	47
3.1.2 El Proceso de Robertson	49
3.2 Definición y Clasificación de los Ciclos Económicos.	50
3.3 Principales Factores Económicos de los Ciclos	51
3.3.1 Inflación	52
3.3.2 Tipo de Cambio	53
3.3.3 Tasa de Interés	55
3.4 Fases de los Ciclos Económicos.	56
3.4.1 Dilatación	56
3.4.2 Auge	57
3.4.3 Receso	59
3.4.4 Recuperación	61

IV. LOS CICLOS ECONOMICOS EN MEXICO

4.1 Antecedentes (1970-1988)	65
4.2 Boom Petrolero (1977-1982)	72

4.3 Superciclo Accionario (1982-1987)	78
4.4 Crac de 1987.	82
4.5 Situación Actual.	84
V. EL MERCADO DE VALORES EN LOS CICLOS ECONOMICOS	
5.1 El Mercado de Valores en el ciclo económico de 1982-1987	97
5.2 El Mercado de Valores en el ciclo económico de 1987-1994	108
CONCLUSIONES	115
BIBLIOGRAFIA	116

INTRODUCCION.

En el presente trabajo el periodo de estudio 1984-1996 se considero al inicio, sin embargo en el transcurso del desarrollo del mismo, fue necesario considerar a partir del año de 1982 ya que a partir de aquí con la crisis de la década dicho año se convirtió en un momento culminante de cambios, transformaciones económicas y ajustes que venía experimentando la economía mexicana desde los años setenta.

El sistema financiero mexicano y en particular el mercado de valores durante los últimos años ha registrado una evolución vertiginosa, como consecuencia del nuevo entorno financiero internacional producto de la globalización económica y el libre mercado.

Dicha internacionalización surge en 1990 a raíz de la modificación a la legislación la cual considera la internacionalización de la actividad bursátil, la autorregulación del mercado en función a sus actividades, simplificación administrativa y la formación de los grupos financieros, además de otras disposiciones encaminadas a facilitar la modernización y fortalecimiento del mercado de valores mexicano.

Los mercados financieros proporcionan a las personas, a las empresas y al Gobierno un medio a través del cual pueden modificar sus patrones de consumo e inversión en activos reales. El consumo actual se puede incrementar sacrificando consumos futuros, con recursos propios, o adquiridos en el Mercado Financiero. De igual manera, se puede ahorrar ahora consumiendo menos en el presente con la expectativa de un consumo mayor a través de la inversión de fondos en dicho mercado.

Así, el ingreso invariablemente se destina a dos propósitos, o se ahorra o se consume. Una de las actividades preponderantes en los mercados financieros consiste, precisamente en canalizar recursos provenientes de personas o empresas que no necesitan ahora los recursos, a personas o empresas que hoy los necesitan.

De esta manera, la presente investigación busca sustentar que el comportamiento del mercado de valores durante los últimos años de crisis que han predominado en la economía mexicana, dicho mercado ha sido muy susceptible al comportamiento de las principales variables macroeconómicas.

La investigación se divide en cinco capítulos, en el primero se define la estructura y arquitectura del mercado de valores mexicano, sin dejar de mencionar su naturaleza así como los organismos de regulación y vigilancia, y las principales personalidades que en él intervienen.

Por lo que respecta al capítulo segundo se analiza desde el punto de vista operacional tanto el Mercado de Dinero como de Capitales, considerados como la parte fundamental del sistema financiero de cualquier país, es decir, donde cada unidad económica es integrante del flujo de fondos de la economía la cual recibe y asigna recursos monetarios en forma permanente, mientras que los consumidores reciben flujos en forma de ingresos por conceptos de sueldos y salarios, gastando una parte de ellos en la compra de bienes y servicios y el resto manteniéndolo en forma de ahorros, adquiriendo activos financieros por concepto de depósitos cuentas maestras, etc.

En el capítulo tercero se hace hincapié al sustento teórico de los ciclos económicos analizando la teoría Keynesiana y el Proceso de Robertson, el primero define a los ciclos económicos esencialmente como una fluctuación de la eficiencia marginal del capital en relación con la tasa de interés corriente; por su parte el segundo concibe al proceso económico a través de una serie de periodos cortos o mediciones de tiempo cortos para ser "homogéneos" significando que no se realizan cambios importantes dentro de ellos.

En el capítulo cuarto se realiza un análisis de las crisis por las cuales a transitado la economía mexicana para lo cual se identificaron como antecedentes los años setenta donde el desarrollo estabilizador fue el patrón nacional de acumulación configurando desde la segunda posguerra, cuyos rasgos dominantes pueden resumirse en la sustitución de importaciones, la expansión del mercado interno y una modalidad específica de intervención estatal en la economía, el periodo de 1977 a 1982 lo defino como el ciclo del Boom Petrolero, este periodo abarca la fase final del ciclo del patrón nacional de acumulación de la industrialización sustitutiva ya que la expansión petrolera permitió que la economía mexicana creciera a un ritmo sin precedente, desatando con ello una serie de factores que condujeron al desplome de dicho patrón en 1982.

Califiqué como superciclo accionario a los años de 1982 a 1987 considerando el prolongado auge observado durante este periodo siendo uno de los resultados más importantes que provocó la coyuntura financiera de la crisis; y en esa medida también trasciende como uno de los principales ejes en que descansan la modernización del sistema financiero. Dentro de este proceso destaca el superciclo desarrollado en el segmento accionario de dicho mercado, que culminó con el crac de octubre de 1987.

A partir de este último año se realizó un detallado análisis de la década de los 80 hasta mediados de los años 90 que representaron un prolongado esfuerzo por reestablecer la estabilidad de precios y consolidar la base de un crecimiento económico sostenido. Desafortunadamente, después de algunas correcciones parciales de los desequilibrios presupuestales y de balanza de pagos, algunas economías (principalmente latinoamericanas) enfrentan problemas de hiperinflación, debilitadas por la fuga de capitales y por la desintegración de sus sistemas financieros, viéndose inmersas en periodos recesivos muy serios que continúan deteriorando de manera acelerada y desigual los niveles de vida de la mayoría de su población.

De los periodos antes mencionados, en el capítulo quinto se concluye con el efecto que han representado para el mercado de valores las variables macroeconómicas tales tasas de interés, tipo de cambio e inflación, considerando que dichos factores producen en diferentes momentos y lugares la misma serie de reacciones económicas y la aparición y reaparición de muchos de los mismos hechos.

CAPITULO I

ESTRUCTURA Y ARQUITECTURA DEL MERCADO DE VALORES

1.1 NATURALIEZA E IMPORTANCIA DEL MERCADO DE VALORES.

El mercado de valores en México se encuentra inmerso en la estructura financiera nacional y juega un papel de primer orden en el proceso de ahorro e inversión de la economía, importancia que se ha acrecentado marcadamente en los últimos años debido a la globalización económica lo cual hace que exista una tendencia inexorable a incrementar la importancia de la intermediación del mercado de valores en el conjunto del sistema financiero. La característica del nuevo entorno financiero mundial es la de constituir un proceso de desintermediación del sistema bancario hacia la conversión de valores bursátiles.

Este proceso es mucho mayor en los países desarrollados con mercados financieros avanzados y homogéneos que en los países en vías de desarrollo cuyos mercados financieros todavía se encuentran fragmentados y son heterogéneos. De esta manera, la globalización financiera mundial, y la búsqueda de recursos financieros complementarios para financiar acumulación de capital de los países en desarrollo, a través de apertura económica y préstamos del mercado internacional, ha implicado que dichos recursos provengan de una manera importante del mercado internacional de valores y en menor medida del crédito bancario.

De esta manera, la importancia del mercado de valores en el actual mundo de la globalización financiera muestra una tendencia a la desintermediación crediticia y al incremento de la participación de estructuras financieras bursátiles y líquidas, no obstante el relevante papel de la Banca tradicional.

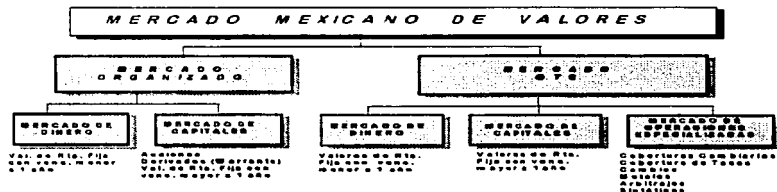
1.2 DEFINICIÓN DEL MERCADO DE VALORES

El término "Mercado de Valores", tiene diversas acepciones o definiciones que intentan describir sus funciones de la mejor manera posible; sin embargo, dicho término hace referencia a la serie de mecanismos que permiten las transacciones realizadas con valores. Para poder realizar operaciones con ellos, deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI) y ser aprobadas por la Bolsa Mexicana de Valores. De esta manera dichos valores son los que están autorizados para venderse y comprarse a través de la Bolsa y fuera de ella.

Asimismo, se incluye en esta definición el conjunto de intermediación de papeles del mercado de dinero y de capitales, negociados en el mercado Over The Counter (OTC), es decir, fuera de la bolsa. La finalidad última de ambos mercados es la intermediación de valores. La figura siguiente presenta al mercado de valores de acuerdo con esta amplia definición.

Por otro lado, cabe señalar, que el término Bursátil se utiliza estrictamente para las operaciones que se realizan en el Salón de Remates de la Bolsa. Posiblemente otras definiciones sean más extensas o más explícitas pero en esencia eso es el mercado de valores, el espacio idóneo para que concurra un comprador y un vendedor de títulos o valores (Acciones, Obligaciones, Cetes, Pagarés, Bonos etc.) el cual puede ser físico o no. En México existe un valor físico conocido como la Bolsa Mexicana de Valores, esta se constituye en el núcleo operativo del mercado bursátil de nuestro país y se conforma como un importante centro de capitalización e inversión dentro del sistema financiero nacional. A través de sus salones de

remates se realizan las transacciones de títulos por los intermediarios bursátiles, quienes captan los recursos provenientes de ahorradores e inversionistas, nacionales y extranjeros; aplicandolos a una amplia gama de valores que responden a las necesidades de financiamiento de empresas emisoras, instituciones de crédito y organismos gubernamentales.



El Mercado de Valores mexicano se divide en Mercado de Capitales, Mercado de Dinero, Mercado de Opciones y Mercado de Metales Amonedados. El motivo de esta clasificación atiende al destino de los recursos y el tipo de rendimiento que ofrecen, tal como se ilustra en el siguiente cuadro.

MERCADO DE VALORES			
MERCADO DE CAPITALES	MERCADO DE DINERO	MERCADO DE OPCIONES	MERCADO DE METALES AMONEDADOS
OBJETO: FTO. ACT. FLUJOS* PROY. A LARGO PLAZO	OBJETO: PARA EMPRESAS: FTO. CAP. TRAB PARA GOBIERNO FTO. DEF. PUB. REG. MONETARIO	OBJETO: COBERTURA DE RIESGO	OBJETO: INV. DE PROTECCION COBERT. CAMBIARIA SALVAGUARDA METALES FTO. DEFICIT PUBLICO REG. MONETARIA
PLAZO: MEDIANO Y LARGO	PLAZO: CORTO Y MEDIANO	PLAZO: CORTO Y MEDIANO	PLAZO: LARGO
TIPO DE VALOR: DE CAPITAL DE DEUDA CERT. DE PARTIC	TIPO DE VALOR: DE DEUDA	TIPO DE VALOR: DE COMPRA DE VENTA	TIPO DE VALOR: TENENCIA FISICA CERTIF. DE PARTICIPACION

*Fto. Act. = Financiamiento de Activos Fijos

1.2.1 PRINCIPALES PARTICIPANTES

A) Emisores de Valores.

Son aquellas entidades o unidades económicas que requieren de financiamiento y que acuden al mercado de valores para obtenerlo. Debe quedar claro que esta no es la única alternativa para obtener financiamiento. Sin embargo, en economías con cierto grado de desarrollo, los mercados de valores constituyen una alternativa ágil de financiamiento. De ahí la importancia de su crecimiento, pues este marcará la eficiencia con que los recursos de una economía se canalizan hacia actividades productivas.

En nuestro país existen tres grandes grupos de emisores de valores:

- 1) Sector Público: Instituciones y Organismos Gubernamentales.
- 2) Sector Privado: Instituciones Financieras
Bancarias
No Bancarias

Instituciones No Financieras
Industriales
Comerciales
Servicios
- 3) Sector Paraestatal: Empresas con participación de capital gubernamental y de capital privado.

B) Inversionistas.

Son aquellas entidades que identificamos como unidades superavitarias en ahorro. Profundizando un poco, puede decirse que una persona física o moral que ahorra puede utilizar este ahorro en inversiones físicas o en inversiones financieras.

Los inversionistas en valores buscarán minimizar riesgos, maximizar liquidez y maximizar rendimientos. Cada inversionista tendrá una percepción propia de cada uno de estos conceptos y es debido a ello que se genera un mercado de valores. Si todos tuvieran la misma información y la misma percepción de riesgo, liquidez y rendimiento esperado sería muy difícil que se generara un mercado de valores.

Los inversionistas pueden clasificarse, de acuerdo a su propia naturaleza en:

- 1) Personas Físicas ó Morales
- 2) Empresas o Instituciones No Financieras
- 3) Inversionistas Institucionales o Instituciones Financieras.

De ellos quienes abarcan un mayor porcentaje del mercado son los inversionistas institucionales. Esto, sin lugar a dudas, se debe al auge que han tenido los valores secundarios que se emiten. La participación de los otros dos tipos de inversionistas, personas físicas y empresas, se centra principalmente en valores del mercado secundario.

Esta tendencia se debe, entre otras cosas, a la reducida cantidad de acciones que se encuentran disponibles para los inversionistas no institucionales. Es de esperarse que a medida que un mayor número de empresas participen como emisoras en el mercado de valores, habrá más participación de individuos y de empresas en la compra de acciones. Sin embargo, aún en este caso, los inversionistas institucionales seguirán teniendo una participación importante en el mercado.

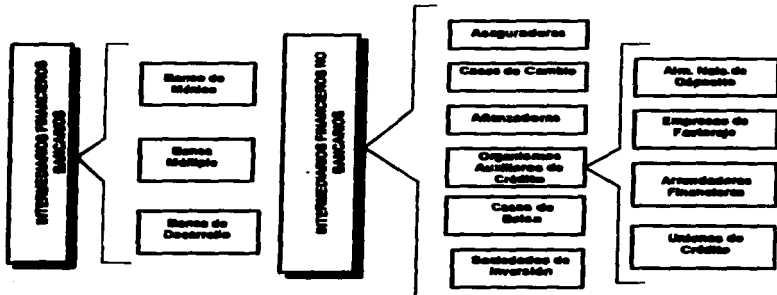
C) Intermediarios Bursátiles.

Se considera intermediación en el mercado de valores la realización habitual de¹:

- 1) Operaciones de comedia, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y demanda de valores.
- 2) Operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de los cuales se haga oferta pública.
- 3) Administración y manejo de carteras de valores propiedad de terceros.

Los intermediarios financieros se agrupan, de acuerdo a la naturaleza propia de la actividad, en Bancarios y no Bancarios, tal como se muestra en el siguiente esquema.

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS



¹ Ley del Mercado de Valores, Art. 4º

Estos se encuentran integrados por casas de bolsa nacionales, e internacionales,² sociedades de inversión y especialistas bursátiles.

La intermediación financiera se identifica como el conjunto de actividades encaminadas a facilitar el flujo de fondos y el intercambio o compraventa de instrumentos financieros. Esta actividad se lleva a cabo por las instituciones financieras o intermediarios. Además de su participación en la compra, venta y colocación de títulos primarios en los mercados primario y secundario, los intermediarios financieros pueden adquirir valores primarios y, con el respaldo de éstos, emitir sus propios valores, los cuales reciben el nombre de Valores o Títulos Secundarios.

Esto es, "transforman" valores primarios en valores secundarios, mismos que tienen características (plazos de vencimiento y montos) más acordes a las necesidades y preferencias de los ahorradores. Esta es una de las funciones de primordial importancia de los Intermediarios Financieros. La "colocación" o venta de dichos valores secundarios, ya sea entre los ahorradores o bien entre los intermediarios financieros, es una operación de mercado secundario.

Los intermediarios financieros pueden, a través de sus actividades de intermediación, proporcionar a emisores e inversionistas una serie de beneficios que podemos resumir en los siguientes puntos:

- 1) Economías de Escala
- 2) Diversificación y Dilución de Riesgo
- 3) Diversidad en Plazos (vencimientos)
- 4) Divisibilidad de Montos
- 5) Experiencia y Conveniencia

Como podrá percibirse, las actividades de intermediación financiera juegan un papel decisivo en el desarrollo de los Mercados Financieros, así como en el grado de eficiencia con que operan los mismos. La innovación en la intermediación financiera puede ser un catalizador para el crecimiento real de la economía y viceversa.

a) Casas de Bolsa

Representan una figura dominante dentro del mercado de valores en su calidad de intermediario. La participación de estas figuras bursátiles nacionales en la evolución del mercado financiero en los años 80 y 90 ha sido decisiva, por un lado, en los años en que el déficit gubernamental era importante, se convirtieron prácticamente en el eje de la intermediación de valores gubernamentales, y por ende del mercado de dinero mexicano. De esta manera, en muy poco tiempo lograron acumular una vasta riqueza financiera, que les permitió obtener substanciales utilidades y convertirse en los principales adquirentes de los bancos que fueron reprivatizados.

En los últimos años su desempeño ha sido volátil, ya que sus fuentes tradicionales de ingresos se han reducido, con la disminución del déficit gubernamental. Asimismo, con el retorno de México al mercado internacional de capitales, el mercado bursátil globalmente considerado, ha experimentado una importante desintermediación la cual favorece al mercado internacional en

² Al momento de la investigación del presente trabajo la SHCP, había otorgado la concesión a cinco casas de bolsa extranjeras.

la forma de negociación de ADRs³, colocaciones de bonos, activos financieros bursatilizados, etc.

No obstante lo anterior, algunas casas de bolsa nacionales han logrado encontrar oportunidades de negocios constituyéndose junto con la banca comercial, en una de las dos grandes líneas de negocios fundamentales de los recién constituidos grupos financieros mexicanos.

La conformación de los grupos financieros ha sido un camino complejo, en la cual ha sido frecuente la existencia de duplicidades entre las líneas fundamentales de negocios.

Sin embargo, en lo que corresponde a las actividades específicas de una casa de bolsa claramente se distingue la intermediación de valores en el mercado secundario, así como la administración de portafolios, estas actividades no pueden ser afectadas por la banca comercial.

Vale la pena destacar, que para el funcionamiento de una casa de bolsa esta no sólo tiene que haber sido aprobada por las autoridades correspondientes sino que también tiene que adquirir un asiento en la Bolsa Mexicana de Valores.

Asimismo, la Ley del Mercado de Valores, en el Art. 14 estipula que la intermediación de los valores en el mercado será actividad de las casas de bolsa, las que para realizar tal fin deberán constituirse bajo las disposiciones reglamentarias de la Ley de Sociedades Mercantiles y adquirir la personalidad jurídica de sociedad anónima.

b) Casas de Bolsa Internacionales

En la actualidad no todas las casas de bolsa son nacionales ya que a partir de 1994 la SHCP anunció la incorporación de por lo menos once casas de bolsa al mercado mexicano de valores. Estas medidas se distinguen por ser las más trascendentes que se hayan tomado en la historia financiera de México, situación que sin lugar a dudas ya empezó a impactar en el mercado mexicano, por otro lado, coadyuvará al desarrollo del mercado mexicano y significará un apoyo decisivo para la permanencia de capitales extranjeros en México.

c) Sociedades de Inversión.

"Las sociedades de inversión tienen por objeto la adquisición de valores y documentos seleccionados de acuerdo al criterio de diversificación de riesgos, con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista".

En el mercado mexicano existen los siguientes tipos de sociedades:

- a) Sociedades de inversión comunes.
- b) Sociedades de inversión en instrumentos de deuda, y

³ ADR's (American Depositary Receipts) Certificados negociables que se operan y cotizan en el mercado accionario norteamericano y representan la propiedad de un número específico de acciones de una compañía mexicana.

⁴ Ley de Sociedades de Inversión Art. 3º.

c) **Sociedades de inversión de capitales (Sincas).**

Representan una de las figuras más relevante en el mercado financiero bursátil, por lo cual, debemos tener presente que en el mercado internacional sin los recursos aportados por las Sociedades de Inversión, los Fondos de Pensiones y los Fondos Mutuos no existiría la liquidez y profundidad que caracteriza a dichos mercados, figura híbrida de operación que conjunta simultáneamente las funciones del broker to broker (Agente-Agente), market-maker (formador de mercado)⁸ y especialista.

d) **Sistema Bancario Mexicano.**

De acuerdo a la ley de Instituciones de Crédito "El servicio de banca y crédito sólo podrá prestarse por instituciones de crédito, que podrán ser":

- a) Instituciones de banca múltiple, e
- b) Instituciones de banca de desarrollo.

De acuerdo con dicha ley se considera servicio de banca y crédito la captación de recursos del público en el mercado nacional para su colocación en el público, mediante actos causantes de pasivo directo o contingente, quedando el intermediario obligado a cubrir el principal y, en su caso, los accesorios financieros de los recursos captados.

El sistema bancario mexicano se encuentra integrado por las siguientes instituciones:

- a) Banco de México.
- b) Instituciones de Banca Múltiple.
- c) Instituciones de Banca de Desarrollo.
- d) Patronato del Ahorro Nacional.
- e) Fideicomisos Públicos constituidos por el Gobierno Federal para el Fomento Económico.

Asimismo, el Estado ejercerá la rectoría del Sistema Bancario Mexicano por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), a fin de que éste oriente fundamentalmente sus actividades a apoyar y promover el desarrollo de las fuerzas productivas del país y el crecimiento de la economía nacional, basado en una política económica soberana, fomentando en todos los sectores y regiones del país su adecuada canalización a una amplia cobertura

⁸ Broker to Broker (Agente-Agente): Esta arquitectura de mercado es sin duda la de mayor difusión a nivel internacional, ya que se estima que alrededor de un 80% de las transacciones de valores a nivel mundial lo emplean. La función consiste en intermediar valores a cuenta de terceros constituyendo un comportamiento una comisión.

Market Makers (Formador de Mercado): Tiene su origen en los mercados accionarios de Estados Unidos de manera formal con la constitución del NASDAQ, y su función consiste en absorber posturas de compraventa con mayor rapidez de ejecución. Esta figura se utiliza tanto en el mercado primario como en el secundario cuya base es el mercado de Dealer.

⁹ Ley de Instituciones de Crédito, 1984, Art. 3°

regional que propicie la descentralización del propio sistema, con apego a sanas prácticas y usos bancarios.

Dentro del sistema bancario mexicano la autorización para operar como institución de banca múltiple corresponde otorgarla a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para realizar sus actividades, siendo a la fecha la única en México que cuenta con esta autorización. Los accionistas o propietarios de la Bolsa Mexicana de Valores son las Casas de Bolsa.

D) Bolsa de Valores

La Bolsa de Valores es una institución organizada bajo la forma de Sociedad Anónima de Capital Variable y tiene la autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para realizar sus actividades, siendo a la fecha la única en México que cuenta con esta autorización. Los accionistas o propietarios de la Bolsa Mexicana de Valores son las Casas de Bolsa.

La institución, no obstante el estar organizada como sociedad anónima, no persigue la obtención de utilidades, sino el ofrecimiento de servicios consistentes en facilitar la realización de operaciones de compra-venta de valores emitidos por empresas públicas y privadas con el propósito de obtener recursos para sus actividades.

La Bolsa cuenta con un local propio, dentro del cual se ubica un área especialmente acondicionada y equipada para que dentro de ella se reúnan personas específicamente para comprar y vender valores por cuenta de empresas e individuos. Está área es el Salón de Remates y alrededor de lo que en ella sucede coexisten otras instituciones y empresas.

El origen de la Bolsa en nuestro país data de 1894, época en la que se reunían algunos inversionistas nacionales y extranjeros para negociar principalmente títulos mineros. Conforme la importancia de las operaciones aumento, la Bolsa estableció sus propias oficinas en el número 9 de las calles de Plateros (hoy Av. Francisco I. Madero), en el centro de la ciudad. En sus primeros años de operación se negociaban valores de muy pocas empresas, entre las que se encontraban: el Banco Nacional de México, el Banco de Londres y México, la Compañía Industrial Orizaba y las Fábricas de Papel San Rafael. Durante la Revolución, los valores de compañías mineras y de empresas de explotación petrolera enriquecieron las opciones de inversión, aunque sin lograr mucho interés por parte del público, dado que algunas de estas últimas empresas representaban inversiones de muy alto riesgo.

En 1933, la Bolsa se reestructuró y obtuvo autorización gubernamental para operar como Institución Auxiliar de Crédito y aún cuando esto no respondía muy adecuadamente a sus necesidades de funcionamiento, le dió solidez e institucionalidad y empezó a despertar una mayor confianza entre el público.

Los participantes en este mercado realizaron un intenso esfuerzo por lograr que el Mercado Bursátil tuviera su propio marco jurídico, logrando que en 1975 fuese promulgada la Ley del Mercado de Valores, que marcó la pauta definitiva para iniciar un acelerado desarrollo del Mercado de Valores. La Bolsa dejó de ser considerada una Institución Auxiliar de Crédito y de estar regulada como tal, para desenvolverse en forma autónoma y acorde a sus actividades propias. Asimismo, la ley fomentó la figura jurídica de los Agentes de Valores, definiéndolos como los organismos exclusivos de intermediación del mercado bursátil.

Su importancia proviene en primer lugar a partir de 1975 cuando se reglamentó el financiamiento del mercado de capitales, los agentes y los títulos en la Ley del Mercado de Valores. Posteriormente, la nacionalización de la banca y la reestructuración del sistema financiero y finalmente la privatización de la banca y la modificación a la Ley del Mercado de Valores, en enero de 1990, considera la internacionalización de la actividad bursátil, la autorregulación del mercado en función de su uso, sano desarrollo, la simplificación administrativa y la formación de grupos financieros. Además establece otras disposiciones para facilitar la modernización y fortalecimiento del Mercado de Valores Mexicano.

La inauguración del Centro Bursátil en abril de 1990, simboliza la realidad que vive la Bolsa Mexicana de Valores y es también reflejo de su ubicación en el ámbito nacional e internacional. En la actualidad, la Bolsa Mexicana de Valores constituye una institución moderna, dinámica y eficiente, con gran capacidad de adaptación estratégica a los cambios que pudiera experimentar la globalización financiera y bursátil mundial.

De acuerdo con lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores en su Artículo 29 y con su propia estrategia de desarrollo, la Bolsa está organizada estructuralmente para cubrir las siguientes funciones generales:

- Proporcionar la infraestructura física, administrativa y tecnológica para el adecuado funcionamiento del mercado bursátil; en particular: los pisos de remate, los sistemas de cómputo y comunicación, los sistemas de emisión y disseminación de material informativo y las unidades técnico-administrativas.
- Establecer y regular los procedimientos y mecanismos que permitan la operación de los distintos tipos de valores e instrumentos en los pisos de remate.
- Generar y difundir, amplia y oportunamente, toda información respecto a los factores que intervienen en el Mercado de Valores y las operaciones que realizan; respondiendo a las necesidades de intermediarios, inversionistas y público en general.
- Vigilar que las emisoras, los valores y la participación de los intermediarios en el piso de remates se ajusten a las disposiciones legales y normativas que regulan la actividad bursátil.
- Realizar el manejo administrativo de las operaciones de valores en cuanto a transferencia, liquidación y compensaciones; además de las cuotas y comisiones que se generan.
- Colaborar con las autoridades y organismos, tanto nacionales como extranjeros, para la operación de instrumentos e intermediarios mexicanos en los mercados internacionales.
- Participar con organismos bursátiles oficiales y privados en el diseño y aplicación de nuevos métodos operativos e instrumentos de inversión que respondan a las necesidades de desarrollo del Mercado de Valores.

1.2.2 PRINCIPALES INSTITUCIONES DE REGULACIÓN, VIGILANCIA Y APOYO

Son el conjunto de instituciones que captan, administran, norman, regulan, orientan y dirigen tanto el ahorro como la inversión en el contexto político-económico que brinda nuestro país, dentro de éstas destacan las siguientes:

A) Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP).

Es el organismo del Gobierno Federal que representa la máxima autoridad dentro de la estructura del sistema financiero y tiene a su cargo, entre otras, definir la política financiera del país, elaborar el marco normativo que rige el funcionamiento y operación del sistema. Le corresponde tomar decisiones de alto nivel que afectan el comportamiento de las variables financieras (crédito, dinero, cambios, tasas de interés etc.) y de los intermediarios. Asimismo, vigila el cumplimiento de la política de financiamiento del desarrollo.

B) Banco de México (Banxico).

Es un organismo descentralizado de la Administración Pública Federal con personalidad jurídica y patrimonio propio que realiza las funciones de Banca Central.

Las principales funciones de esta institución en el sistema financiero son:

- a) Regular la emisión y la circulación de moneda y fijar los tipos de cambio en relación a divisas extranjeras, etc.
- b) Operar como Banco de Reserva, acreditante de última instancia y cámara de compensación de las instituciones de crédito.
- c) Revisar las resoluciones que emita la Comisión Nacional Bancaria y de Valores en relación a los puntos anteriores.
- d) Prestar servicio de tesorería al Gobierno Federal y actuar como agente financiero en operaciones de crédito tanto interno (colocar CETES y cualquier tipo de bono o título valor emitido por el Gobierno Federal, necesarios a su objeto y efectuar reportos con los mismos) como externo.
- e) Representar al Gobierno en el Fondo Monetario Internacional (FMI) y en todo organismo multinacional que agrupe a bancos centrales.

El ejercicio de las funciones antes descritas deberán efectuarse en concordancia con los objetivos y prioridades de la planeación nacional del desarrollo y de conformidad con las directrices de política monetaria y crediticia que señale la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

C) Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV).

Tiene la finalidad de supervisar el funcionamiento de las instituciones financieras afiliadas y así garantizar transparencia en sus operaciones. Organismo dependiente de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, misma que determina el monto de las cuotas que deben aportar las instituciones supervisadas, nombra al presidente de la misma y aprueba las resoluciones acordadas.

Entre las atribuciones más importantes de esta destacan las siguientes:

- a) Inspeccionar y vigilar a las instituciones de crédito, las organizaciones auditoras, los fondos de vivienda.

- b) Intervenir en la formación de reglamentos a que se refieren las leyes en materia de bancos.
- c) Actuar como cuerpo de consulta de la SHCP en materia de su competencia.
- d) Coadyuvar dentro de sus funciones, en la política de regulación monetaria que compete al Banco de México.
- e) Inspeccionar y vigilar a los emisores de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, sólo respecto de las obligaciones que les impone la Ley del Mercado de Valores.
- f) Dictar medidas de carácter general a los agentes y boises de valores para asegurar una operación sana del mercado.
- g) Dictar disposiciones de carácter general relativas al establecimiento de índices que regulen la estructura administrativa y patrimonial de las casas de bolsa con su capacidad para operar salvaguardando los intereses del público inversionista, así como de seguimiento a las operaciones del mercado.
- h) Operar el Registro Nacional de Valores e Intermediarios que contiene tanto la relación de los valores autorizados, susceptibles de operarse en el mercado de valores, como la correspondiente a las casas de bolsa, agentes de valores, personas físicas apoderadas para realizar operaciones con el público y los operadores de piso autorizados para actuar como tales.

D) Instituciones de Apoyo.

Son los organismos que coadyuvan al buen funcionamiento del Sistema Financiero Mexicano, entre estos encontramos los siguientes:

- a) **Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL)**
Institución custodia de los valores negociados en Bolsa, se puede definir como la entidad encargada de realizar los servicios de administración, compensación y liquidación de valores.
- b) **Calificadoras de Valores.**
Institución cuya función consiste en dictaminar sobre la calidad financiera de toda empresa nacional que desea realizar emisión en el mercado de valores.
- c) **Asociación Mexicana de Bancos (AMB)**
Es el organismo integrado por el sector bancario y representa a estos ante las autoridades de regulación y vigilancia.
- d) **Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB)**
Es el órgano por excelencia que representa al gremio bursátil, es decir, a los intermediarios en especial ante las autoridades de regulación.

e) **Academia Mexicana de Derecho Bursátil.**

Institución que tienen la finalidad desarrollar el derecho bursátil, así como realizar trabajos sobre normas que regulen el funcionamiento del mercado bursátil y ante todo prestar servicios de difusión de la cultura bursátil.

1.3 ARQUITECTURA DEL MERCADO DE VALORES.

1.3.1 PRINCIPALES SISTEMAS DE OPERACIÓN

En la comercialización de títulos financieros las bolsas de valores a nivel mundial recurren a dos tipos de sistemas de operación:

- a) Los mercados de transferencia de órdenes (Orden Driven System)
- b) Los mercados de transmisión de posturas (Quote Driven System)

Los primeros se caracterizan porque su ambiente de operación se basa en una arquitectura de mercado similar al tipo broker to broker, en la cual no existe la obligación de responder a las órdenes de los clientes del inventario propio del broker en caso de no existir una contraparte. Este mercado, se caracteriza por existir a viva voz como en forma automatizada.

Por lo que respecta al segundo, estos operan bajo la modalidad de market-maker, los cuales si están obligados a cotizar posturas de compra y venta en firme en forma ininterrumpida y a responder de manera inmediata a las órdenes del mercado.

Los instrumentos del mercado de valores tienen dos niveles en su operación:

El Mercado Primario y el Mercado Secundario, y quizás la forma más clara de diferenciarlos es viéndolos desde el punto de vista de su colocación en el mercado.

Así, el Mercado Primario es el que se da cuando un instrumento sale por primera vez al mercado, es decir, cuando se lleva a cabo su colocación inicial, conocida en el medio como oferta pública o colocación primaria; esta colocación por lo general se realiza entre los intermediarios financieros y las instituciones emisoras. En el caso concreto de los CETES, y el resto de los valores gubernamentales, la colocación primaria se efectúa mediante la subasta semanal que realiza Banxico.

El Mercado Secundario por contra, es el mercado que se realiza con instrumentos que ya están negociando dentro del mercado cuando menos por segunda vez, es decir, que se desligaron de las primeras manos y por lo tanto, también se desligan de las condiciones originales de colocación por lo que se refiere al precio, no así del plazo que es el único elemento que se mantiene fijo hasta su vencimiento, ya que los otros elementos del instrumento como son el monto de la inversión y el rendimiento nominal o el descuento bajo los cuales se colocó el instrumento quedan sujetos a las fuerzas del mercado que van a determinar sus niveles, en otras palabras, es el mecanismo que da liquidez a los inversionistas.

1.3.2 PRINCIPALES SISTEMAS UTILIZADOS EN LA COMPRA Y VENTA DE VALORES

En la actualidad, la Bolsa Mexicana de Valores presenta una arquitectura "híbrida", donde se combina el ambiente automatizado con el de viva voz en los tres mercados, de capitales, de dinero, y de opciones. A la fecha aún se encuentra en proceso de desarrollo e implementación de la segunda generación de derivados tales como opciones y futuros, la cual conformará no sólo una nueva sección o mercado al interior de la misma, sino una nueva bolsa de opciones y futuros.

En este sentido, en el mercado de renta variable (capitales) las acciones de alta y media bursatilidad, los warrants, las ventas en corto y los instrumentos de renta fija como son las obligaciones y los bonos gubernamentales y corporativos, distintos a los del mercado de dinero se continúan negociando en el piso de remate a viva voz y bajo la modalidad broker to broker.

Por lo que respecta a las acciones de baja, mínima y nula bursatilidad se operan a través del SATO, bajo la modalidad de broker to broker y dentro del piso de remates.

Por su parte el mercado de dinero, este también opera en un ambiente "híbrido" de viva voz y en forma automatizada. Las transacciones de mercado de dinero, se efectúan en dos mercados: en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores y en el mercado extrabursátil. En el primero se efectúan aproximadamente el 10% de las transacciones, mientras que, en el extrabursátil el 90% restante, en este último mercado las operaciones son efectuadas entre los propios intermediarios, bancos, casas de bolsa, tesorías de empresas corporativas, etc. , a través del teléfono sin "pasar" por el piso de remates y cuya compensación y liquidación, se efectúa en Banco de México en el caso de valores gubernamentales y en el INDEVAL (Instituto para el Depósito de Valores) en el caso de valores privados.

CAPITULO II

EL MERCADO DE DINERO Y DE CAPITALES.

2.1 MERCADO DE DINERO.

Podemos conceptualizar el Mercado de Dinero, "como un mercado de instrumentos de deuda de corto plazo, (papel), en el que actúan los demandantes y los oferentes, a través de los intermediarios para llegar a las transacciones de dinero a un precio que generalmente se lleva a cabo a "descuento" y siempre se relaciona con el rendimiento"¹.

Visto desde el ángulo de los demandantes de financiamiento, se puede definir "como aquel en el que las empresas y entidades gubernamentales son capaces de satisfacer sus necesidades de liquidez a corto plazo, mediante la emisión de instrumentos de financiamiento que pueden colocarse directamente entre el público inversionista"².

Antecedentes.

Se puede considerar que el mercado de dinero en México tiene como punto de partida el Decreto de noviembre de 1977, por el cual se autoriza al gobierno federal la colocación a través del Banco de México, de Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), lo que lleva a cabo en enero de 1978 en su primera emisión por un monto de 500 millones de pesos, con lo cual surge la operación del mercado de dinero formal, dando continuidad a un mercado bancario enfocado a los créditos; se puede decir que el certificado de la tesorería fue el primer instrumento diseñado consciente para el medio bursátil, como base del desarrollo de un mercado de dinero³.

La medida de política financiera que dió un fuerte impulso al actual mercado de dinero fue "la regulación del reporte, que permite un rendimiento garantizado al inversionista y un costo estable para el demandante de dinero"⁴.

2.1.1 IMPORTANCIA DEL MERCADO DE DINERO.

El mercado de dinero es la parte fundamental del sistema financiero de cualquier país, y en el cual los intermediarios financieros, los tesoreros corporativos y otras entidades participan intercambiando diariamente grandes cantidades de dinero. El centro de la actividad ocurre en los llamados pisos financieros de los centros financieros de los bancos, en los centros de negociación de los corporativos financieros no bancarios, en los pisos de operaciones de casas de bolsa, en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores y en el llamado "trading room" del Banco de México.

De esta manera, cada unidad económica es integrante del flujo de fondos de la economía la cual recibe y asigna recursos monetarios en forma permanente, mientras que los consumidores reciben flujos en forma de ingresos por concepto de sueldos y salarios, gastando una parte de ellos en la compra de bienes y servicios y el resto manteniéndolo en forma de ahorros adquiriendo activos financieros, por concepto de depósitos, cuentas maestras, SAR, etc.

¹ Martínez, Víctor Manuel. Notas sobre el curso de Mercado de Dinero. UAM-A, 1980.

² Mercado de Dinero. Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V., Folleto Informativo, 1980.

³ Hayman, Timothy. Inversión Contra Inflación, Edit. Milena, México, 1985.

⁴ Martínez, Víctor. Op.cit. pág. 4

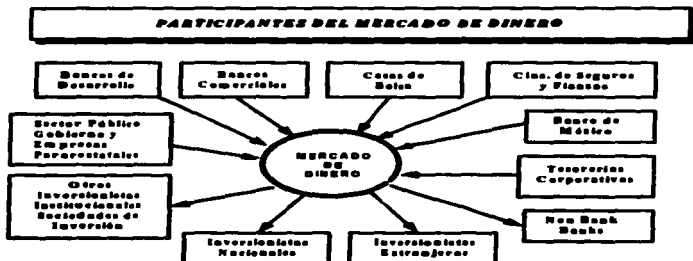
Asimismo, las empresas reciben fondos por la venta de sus productos y servicios, estos fondos son empleados para pagar sus costos de producción o para liquidar anticipos con el fin de mantener los inventarios mínimos, o para iniciar nuevos proyectos, o simplemente para pagar a los accionistas el retorno de su capital. En la mayoría de los casos las empresas se ven impedidas a realizar fuertes gastos de capital. Esto se atribuye al hecho de que la producción toma tiempo, y el tiempo según un conocido aforismo es dinero, es decir, el ciclo de recuperación es lento.

Técnicamente esto significa que los costos de producción de una empresa representan la demanda de capital de trabajo, la cual debe ser necesariamente financiada en la mayoría de los casos.

El sector público, es otro de los sectores fundamentales demandantes de flujo de fondos, dicha entidad recibe recursos de impuestos, de la venta de bienes y servicios de las empresas parastatales, asignando dichos recursos en obras públicas y en subsidios. La experiencia de los últimos años demuestra que el sector público es un demandante neto de recursos financieros y que ha incurrido en déficit permanentes.

De esta manera, el sector público es un competidor del sector de negocios privados de los recursos poseídos por las unidades superavitarias. Otro participante en el flujo de fondos lo integran los intermediarios financieros, quienes recolectan los excedentes de las unidades superavitarias y los canalizan hacia las unidades deficitarias, obteniendo a cambio de ello un premio, en forma de un margen financiero.

Esta actividad en los mercados emergentes ha resultado sumamente rentable de tal forma que se observa que en promedio, dichos intermediarios experimentan una acumulación neta de ahorros, la cual excede sus gastos de capital.



Non Bank Banks: Intermediarios financieros basados en la conversión de activos financieros tradicionales en valores bonafides.

2.1.2 LA IMPORTANCIA DEL BANCO CENTRAL EN EL MERCADO DE DINERO.

La reestructuración del sistema financiero, motivada entre otras causas, por la nacionalización de la banca en 1982, hizo necesario decretar una Nueva Ley Orgánica de dicha institución, como respuesta a los cambiantes situaciones de la economía nacional e internacional. De ahí que uno de los aspectos fundamentales del mercado de dinero se sustenta en la actividad emanada del Banco de México, cuya existencia se basa en el hecho de ser el Banco Central.

A continuación se presentan algunas de las funciones y rol económico del banco central, las cuales pueden ser descritas en los siguientes términos:

- Emisión de billetes y monedas.
- Préstamos de última instancia como forma de garantizar la liquidez del sistema financiero.
- Agente financiero del gobierno para la colocación de su deuda en el mercado financiero.
- Salvaguarda del gobierno del valor económico de una nación en los mercados internacionales, a través de la compra-venta de divisas en el mercado nacional e internacional de cambios.
- Administración de los agregados monetarios y/o de la tasa de interés.

Cabe destacar que de acuerdo con lo dispuesto en el párrafo sexto de artículo 28 constitucional, tiene como objeto principal procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional a través de los siguientes elementos:

I) Requerimientos de Reserva.

La reserva monetaria o activos internacionales está constituida con divisas, oro y plata propiedad del banco y su propósito es la compensación de desequilibrios entre ingresos y egresos de divisas del país, es decir, hacer frente a las operaciones internacionales.

II) Tasa de Descuento.

Debemos entenderla como la tasa de interés que el Banco Central impone en sus préstamos a la banca comercial. Esta herramienta de política monetaria opera de la siguiente manera: Un incremento en la tasa de descuento tiende a subir el costo de los préstamos que demandan los bancos comerciales al Banco Central, por lo cual reducirán los préstamos y se tendrá menor disponibilidad de recursos para prestar al público, lo cual tenderá a reducir la tasa de creación de dinero.

III) Operaciones de Mercado Abierto.

Las operaciones de mercado abierto son consideradas como el instrumento por excelencia de los bancos centrales para administrar la liquidez del sistema financiero. Dichas operaciones involucran la compra venta de valores gubernamentales. De esta manera, las compras de valores gubernamentales que realiza el banco central añade reservas al sistema bancario

incrementando la capacidad crediticia del sistema bancario en general, mientras que las ventas de valores gubernamentales significa tomar reservas de la banca, restringiendo la liquidez al disminuir la capacidad de crédito de los bancos.

Cabe destacar que cuando el banco central adquiere valores gubernamentales en el mercado abierto tiende a incrementar la demanda de estos activos financieros, aumentando el precio de los valores gubernamentales, como consecuencia de ello, se observa una reducción de la tasa de interés. De manera simultánea, la compra de valores gubernamentales añaden reservas al sistema bancario, incrementando el stock de reservas lo cual si no es compensado por un aumento en la demanda de reservas, habrá un descenso adicional en la tasa de interés.

iv) Proceso de Subasta.

Dicho proceso parte de la elaboración de líneas maestras estratégicas, que permiten cuantificar el flujo de requerimientos financieros por parte del gobierno y de la economía en general, a través de un sofisticado modelo de programación financiera considera variables económicas tales como: el ingreso nacional, ingresos tributarios, balanza de pagos, deuda pública etc., con el objeto de determinar los recursos financieros internos y externos que requiere el sector público.

Dentro del nuevo contexto de autonomía en que opera el Banco Central, su funcionamiento se volvió semejante al de otros sistemas monetarios de países avanzados, en los cuales la política monetaria es relativamente independiente de la política fiscal.

2.1.3 PRINCIPALES FORMAS DE SUBASTAS DE VALORES GUBERNAMENTALES.

Uno de los procesos más interesantes realizados en el mercado de dinero es, la colocación primaria de valores gubernamentales que semanalmente lleva a cabo el Banco central. Este proceso se describe a través de la siguiente figura:

i) Tasa o Precio Único.

Se asigna, principiando por la postura del precio más alto (menor rendimiento) al más bajo (mayor rendimiento) hasta agotar el monto ofrecido en la subasta.

Con el último precio asignado se coloca el total de la subasta a todos los postores que previamente ya habían asignado a continuación:

ii) Tasa o Precio Múltiple.

En esta subasta los títulos se van asignando a partir de la mejor postura para el emisor y dichos títulos son asignados a la tasa o precio solicitado por el postor. De esta manera, tenemos que:

- a) Puede existir monto mínimo garantizado (postura no competitiva).
- b) Pueden existir una o más posturas (posturas competitivas)

Se asigna primero a las tasas de posturas no competitivas. Al monto total ofrecido se le resta la sumatoria de los montos anteriores, resultando el monto total aplicable.

Se toman todas las posturas competitivas y se ponderan por los montos solicitados, obteniéndose la tasa ponderada global.

La determinación del intervalo de asignación se realiza entre la tasa ponderada global y la mínima. Las posturas que sobrepasan el intervalo quedan excluidas.

Fondos.

Cuando un intermediario financiero compra o emite un instrumento de Mercado de Dinero, toma el riesgo derivado de la colocación del instrumento en el mercado, más sin embargo, aunque toma el riesgo, en ningún momento llega a comprar el título con recursos propios. El intermediario adquiere un compromiso con la entidad que le vendió el título, pero los recursos con los cuales se paga este compromiso son de la clientela a la cual se le revendió el título.

Cuando una Casa de Bolsa compra Cetes a Banco de México a 28 días y el mismo día que los compró, los vende a clientes también a 28 días, estamos frente a un simple acto de intermediación financiera, pero cuando las condiciones del mercado imposibilitan a la Casa de Bolsa vender los Cetes a 28 días, ésta tendrá forzosamente que venderlos a cualquier plazo menor a 28 días aunque los títulos sean devueltos al otro día para poder pagarle a Banxico por la compra original de los Cetes, suponemos que le prestaron el dinero a la Casa de Bolsa por un día y va a pagar un interés por ello, el día siguiente tendrá que vender los títulos a 27 días o volver a pedir prestado para pagarle al primer (cliente) que le prestó su dinero por un día. Esta actividad que conlleva un riesgo, se llama Fondo, que quiere decir hacerse de fondos a corto plazo de la clientela para liquidar la posición de riesgo.

El fondo de la posición de riesgo se lleva a cabo, a través de la Operación de Reporto y Venta en directo a vencimiento.

Reporto.

El reporto es una figura legal tipificada en la ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, por medio de la cual una persona que tiene dinero llamada Reportador lo da a otra llamada Reportado la cual tiene títulos de crédito los cuales cede en garantía al Reportador, este se compromete a devolver de la misma especie y cantidad dentro de un plazo previamente determinado a cambio de recibir el principal del dinero prestado más un premio previamente especificado también.

Al hablar del Reporto, introduciremos dos nuevos conceptos, los días plazo y la tasa premio, en esencia estos dos representan lo mismo, que los días a vencimiento y la tasa premio, en cuanto que los días plazo o a vencimiento, indican un período de tiempo que dura una inversión, y la tasa premio y la tasa de rendimiento representa un porcentaje anualizado que se obtiene como ganancia sobre el principal de una inversión; sin embargo, mientras la tasa de rendimiento y los días a vencimiento nos indican la inversión en un Cete a su fecha de amortización, es decir, el plazo máximo o total que podría comprender dicho Cete, la tasa premio y los días plazo nos indican una inversión temporal o parcial, con respecto a la vida total en sí de la emisión de Cetes.

Por lo anterior expuesto, los instrumentos de Mercado de Dinero son los óptimos para negociarse en Reporto, dado el comportamiento estable de sus precios ya que éstos siempre tienden al valor nominal lo que garantiza que siempre se regresan títulos de la misma especie al vencimiento de la operación, los cuales se incrementarán de precio, siendo garantía confiable al vencimiento de la Operación.

Las regulaciones básicas para las operaciones de Reporto son las siguientes:

- El Plazo máximo para realizar operaciones es de 180 días.
- No se pueden realizar operaciones de reporto que vayan a plazo mayor ni igual al de la emisión que se trate.
- Los títulos que se otorgan en garantía deben de presentar características acordes con las condiciones del mercado en que se negocie, para garantizar que en caso de incumplimiento la garantía sea suficiente.

2.1.4 PRINCIPALES INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE DINERO.

Este mercado es caracterizado por flujos continuos de dinero, que de acuerdo a condiciones particulares, se presenta a través de presiones de los participantes, en los que predominan las fuerzas de oferta y demanda, aunque siempre tendientes a llegar a un equilibrio que determina el costo del dinero, es decir, el interés o el rendimiento, que fluctúa de acuerdo a las condiciones de liquidez del mercado. Cuando las instituciones generan ahorro para crear sus reservas para pagos se identifican como oferentes de dinero y conforman así los ciclos líquidos, estas mismas instituciones cuando tienen que hacer sus pagos se convierten en demandantes y provocan la curva no líquida del mercado que generalmente se ligan a tasas de rendimiento ascendente, mientras que en la parte líquida del ciclo se provocan tasas descendentes⁸.

Bajo las condiciones antes descritas, se dice que el mercado está ofrecido, si el volumen de recursos existentes en el mercado superan la demanda, o que el mercado está demandado si hay insuficiencia de recursos, estos movimientos determinan las tasas de rendimiento del mercado en forma cotidiana, bajo la regulación de los flujos de dinero y de las tasas por parte del Banco de México, por lo cual, a pesar del predominio de corrientes neoliberales no se deja totalmente al libre juego de las fuerzas del mercado, debido sin lugar a dudas a lo importante de los flujos para el aparato productivo.

El Mercado de dinero como se definió con anterioridad es un mercado de instrumentos de renta fija de realización inmediata, dichos instrumentos son títulos de crédito o medios de pago que amparan la inversión y definen las características en cuanto a monto, plazo y rendimiento, de acuerdo a lo establecido por la Ley del Mercado de Valores en el caso de la oferta pública y los podemos clasificar de acuerdo a su operación en tres grupos los cuales se definen a continuación.

⁸ Balam. Pág. 8

MERCADO DE DINERO		
COTIZAN A DESCUENTO	COTIZAN A PRECIO	COBERTURAS
CETES	BONDES	TESOBONOS
PAPEL COMERCIAL	AJUSTABONOS	PAPEL COMERCIAL (Inflado)
ACEPTACIONES BANCARIAS	BONDIS	PAGARE A MEDIANO PLAZO (Inflado)
PAGARE BANCARIO	CEDES BURSATILES	UDIS (Unidades de Inversión)
BONO DE PRENDA	CREDIBUR	

Instrumentos de Renta Fija.

Son valores que representan una deuda, si se les considera desde el punto de vista de la emisora; o bien un crédito colectivo desde el punto de vista de los compradores o inversionistas. Por su naturaleza estos títulos tienen un plazo definido y proporcionan un rendimiento que se determina de acuerdo a reglas o condiciones pactadas y estipuladas con anterioridad a su adquisición. En otras palabras, los valores de renta fija son aquellos que proporcionan un rendimiento a tasa de interés a un plazo determinado.

Instrumentos de Renta Variable.

Son títulos o valores cuyo rendimiento no puede determinarse mediante algún mecanismo predefinido de cálculo. Su rendimiento está en función del desempeño económico-financiero de su emisor, de las fluctuaciones del mercado (oferta y demanda), o bien de ambos. Otra característica de este tipo de títulos consiste en que su vencimiento no está determinado. Esto es, tienen un plazo prácticamente indefinido. En este caso se encuentran las acciones y los metales amonedados.

Instrumentos que Cotizan a Descuento (Tasa Fija Nominal a un Plazo Estipulado).

Son aquellos instrumentos cuyo precio de compra se encuentra determinado a partir de una tasa de descuento que se aplica sobre su valor nominal, obteniéndose como rendimiento una ganancia de capital derivado del diferencial entre el valor de amortización (valor nominal) menos el costo de adquisición, o sea, el descuento viene a ser el precio de un instrumento menos la tasa.

La particularidad de estas operaciones es que generan dos tipos de tasas: tasa de descuento y tasa de rendimiento.

La característica más importante de los instrumentos financieros que cotizan a descuento es que el interés o rendimiento que ofrecen, está implícito en el diferencial que existe entre el precio de compra y su valor nominal o de vencimiento. El valor a futuro se conoce mientras el de adquisición depende directamente de la tasa de descuento que se negocie. Por lo tanto, en la medida en que el precio del título disminuya la tasa de interés se incrementa. Esto nos indica

que existe una relación inversa entre precio y tasa (a mayor tasa deseada, menor precio del instrumento).

Este interés implícito es el diferencial entre el valor nominal y el precio (VN-P), las tasas de descuento y de rendimiento varían dependiendo del denominador, en el caso de la tasa de descuento se utiliza el valor nominal y en el caso de la de rendimiento el precio.

Los principales instrumentos bajo esta característica son los siguientes:

CETES (CERTIFICADOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN)

Definición:	Son títulos de crédito al portador, en los cuales se consigna la obligación del gobierno federal a liquidar el vencimiento el valor nominal.
Objetivo:	Captación de recursos del público inversionista y conformar una herramienta de política monetaria. Dadas sus características de liquidez, seguridad y rendimiento se ha convertido en un extraordinario instrumento de inversión, ya que proporciona al inversionista institucional o persona física, liquidez inmediata y rendimiento, convirtiéndose en un billete con interés. Desde sus primeras emisiones se les auguró un gran futuro, en la actualidad "la compra de cetas por las empresas significa una inversión atractiva para la colocación de fondos disponibles durante plazos cortos, especialmente durante las épocas previas a los pagos de impuestos, aguinaldos y de proveedores" ⁶
Rendimiento:	Instrumentos colocados a descuento por lo cual el rendimiento se obtiene por el diferencial entre el precio de compra y el valor nominal (\$10.00).
Garantía:	No cuentan con garantía específica, el gobierno se obliga a pagar.
Plazo:	14, 28, 91, 182, 364 y 728 días.
Colocación:	Esta se realiza mediante oferta pública regulada por Banxico bajo el sistema de subasta semanal. La subasta puede ser a precio o tasa única o a precio o tasa múltiple dependiendo de las condiciones del mercado.

ACEPTACIONES BANCARIAS.

Definición:	Letras de cambio en moneda nacional aceptadas por instituciones de Banca Múltiple giradas por las propias instituciones domiciliadas en territorio nacional.
--------------------	--

⁶ CETES: Nueva Opción de Financiamiento Público. Revista de Comercio Exterior, Octubre de 1978, Pág. 1188

Objetivo:	Financiamiento a corto plazo para empresas que buscan cubrir sus necesidades de capital de trabajo.
Rendimiento:	Son emitidos a descuento por lo que el rendimiento este dado por el diferencial entre el precio de compra y el valor nominal (\$1.00).
Garantía:	No existe garantía específica, la institución respalda los documentos emitidos.
Plazo:	Determinado libremente por el girador, anteriormente se acostumbraba hasta un año, actualmente se han emitido a cualquier plazo.
Cotización:	Son colocados generalmente en el mercado de dinero día a día dependiendo de las necesidades de cada institución (cada empresa) en un momento determinado.

PAPEL COMERCIAL BURSÁTIL

Definición:	Pagaré nominativo suscrito por sociedades anónimas mexicanas, denominado en moneda nacional.
Objetivo:	Crédito como línea revolvente para financiar las necesidades a corto plazo de capital de trabajo de empresas.
Rendimiento:	Son colocados a descuento, rendimiento por el diferencial entre el precio y el valor nominal (\$10.00).
Garantía:	No existe garantía específica, son respaldadas por la propia imagen de la empresa emisora.
Plazo:	Pueden ser de cualquier plazo, generalmente son emitidos a 28 días pero pueden ser a menor plazo dependiendo de las condiciones de mercado.
Cotización:	Son colocados por oferta pública, a través de algún intermediario financiero (casas de bolsa).
Riesgo:	Generalmente este tipo de instrumento paga una mayor tasa que los demás instrumentos de mercado de dinero, debido a que el riesgo es mayor al prestarle recursos en forma directa a una empresa. Si bien el agente colocador tiene cierta obligación moral con los tenedores no es obligación pagar en caso de incumplimiento.

PAGARE CON RENDIMIENTO LIQUIDABLE AL VENCIMIENTO

Definición:	Títulos que formalizan una deuda a corto plazo, cuya liquidación y pago de intereses se realiza al vencimiento del plazo.
Emisor:	Instituciones de Banca Múltiple.
Objetivo:	Financiamiento a corto plazo, captación bancaria.
Plazo:	Entre 7 y 182 días.
Valor Nominal:	\$100.00 (Cien Pesos. m.n.) o sus múltiplos
Posibles Adquirentes:	Personas físicas y morales, mexicanas y extranjeras.
Comisión:	Por cuenta del emisor, sin cargo para el inversionista.
Custodia:	INDEVAL o instituciones de Banca Múltiple.
Operaciones Autorizadas:	Compra-Venta, Reportos.

CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS BANCARIOS (CEDE'S)

Este paga intereses en forma periódica, cuyo objetivo es la canalización del ahorro interno para apoyar actividades productivas en forma de crédito.

Instrumentos que Cotizan a Precio (Tasa Variable Nominal en base a otra tasa Nominal).

Así se identifican a los instrumentos cuyo precio puede estar por arriba o bajo par (valor nominal), como resultado de sumar el valor presente de los pagos periódicos que ofrezca devengar.

Los principales instrumentos bajo esta característica son los siguientes:

BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL (BONDES)

Definición:	Títulos de crédito nominativos, negociables, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal a liquidar una suma de dinero con cortes periódicos de cupón.
Emisor:	Secretaría de Hacienda y Crédito y Público como representante del Gobierno Federal, utilizando a Banco de México como agente exclusivo para la colocación.
Objetivo:	Financiamiento al Gobierno Federal a mediano y largo plazo.

Garantía:	No tiene garantía específica. El gobierno Federal se obliga a liquidar al vencimiento los valores emitidos.
Plazo:	Mínimo 364 días. Existen emisiones a 364,532 y 726 días.
Valor Nominal:	\$100.00 (Cien Pesos. m.n.) o sus múltiplos.
Posibles Adquirentes:	Personas físicas y morales, mexicanas o extranjeras y morales nacionales.
Comisión:	Por cuenta del emisor, sin cargo para el inversionista.
Custodia:	Banco de México.
Operaciones Autorizadas:	Compra-Venta, Reportos.

BONOS BANCARIOS PARA EL DESARROLLO INDUSTRIAL (BONDIS)

Definición:	Bonos bancarios a largo plazo para financiar proyectos industriales donde se consigna la obligación del Gobierno Federal, a través de Nacional Financiera, para liquidar una suma de dinero al vencimiento de los documentos.
Emisor:	Nacional Financiera.
Objetivo:	Captar recursos líquidos a largo plazo para apoyar la inversión pública y privada, orientadas al desarrollo industrial y económico del país, apoyando la creación de infraestructura, tecnología y equipamiento.
Garantía:	No tiene garantía específica. Nacional Financiera se obliga a liquidar al vencimiento los valores emitidos.
Plazo:	Diez años, con 130 cupones a plazo de 26 días.
Valor Nominal:	\$100.00 (Cien Pesos. m.n.) o sus múltiplos.
Posibles Adquirentes:	Personas físicas y morales, mexicanas o extranjeras.
Custodia:	Banco de México.
Operaciones Autorizadas:	Compra-Venta, Reportos.

PAGARES A MEDIANO PLAZO

Definición:	Títulos de crédito a mediano plazo que documentan una promesa incondicional de pago a mediano plazo de una suma determinada de dinero, suscritos por sociedades mexicanas,
--------------------	--

denominados en moneda nacional pudiendo ser indizados al tipo de cambio libre publicado por el Banco de México diariamente en la Bolsa Mexicana de Valores.

Emisor:	Sociedades Mexicanas.
Objetivo:	Obtener recursos líquidos para el financiamiento de empresas a través de las instituciones bancarias.
Garantía:	a) Sin garantía específica, Quirografaria. b) Aval bancario. c) Fiduciaria.
Plazo:	De uno a tres años.
Valor Nominal:	\$100.00 (Cien Pesos. m.n.) o sus múltiplos.
Posibles Adquirentes:	Personas físicas y morales, mexicanas o extranjeras.
Rendimiento:	Sobretasa en puntos o porcentaje sobre los rendimientos de títulos gubernamentales o bancarios, pagaderos por cortes de cupones.
Colocación:	Oferta pública o privada.

Estos instrumentos tienen un valor nominal fijo de redención, por lo cual el pago de intereses se realiza sobre su valor nominal, el precio es bajo o sobre par dependiendo de la sobretasa, para lo cual se suponen tasas constantes para todos los periodos o cupones.

Instrumentos que brindan Cobertura Cambiaria (Indizados al Tipo de Cambio o Inflación)

Son aquellos que están denominados en moneda extranjera por lo que otorgan tasa de interés con referencia a la divisa que representa, siendo pagaderos en moneda nacional, brindando la oportunidad de eliminar el riesgo cambiario, así como evitando la fuga de divisas.

Los principales instrumentos bajo esta característica son los siguientes:

BONOS DEL GOBIERNO FEDERAL (TESOBONOS)

Definición:	Títulos de crédito al portador, denominados en dólares americanos, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de liquidar al vencimiento del documento, al tenedor, el equivalente en moneda nacional por el tipo de cambio libre publicado por el Banco de México diariamente en la Bolsa Mexicana de Valores.
--------------------	---

Emisor:	Secretaría de Hacienda y Crédito Público, como representante del Gobierno Federal, a través del Banco de México.
Objetivo:	Captar recursos financieros provenientes del público inversionista, especialmente en periodos de incertidumbre cambiaria; herramienta para la ejecución de la política monetaria; conforma una opción de ahorro con cobertura contra el riesgo cambiario con rendimiento fijo y alta liquidez.
Garantía:	No tiene garantía específica. El Gobierno Federal se obliga a liquidar al vencimiento los valores emitidos.
Plazo:	Hasta seis meses sin devengar intereses, en plazos mayores a éste podrán devengar intereses pagaderos por periodos vencidos.
Valor Nominal:	Mil dólares americanos (\$1,000 U. S. D.) o sus múltiplos en dicha divisa.
Posibles Adquirentes:	Personas físicas y morales, mexicanas o extranjeras.
Custodia:	Banco de México.
Operaciones Autorizadas:	Compra-Venta, Reporto.

BONOS AJUSTABLES DEL GOBIERNO FEDERAL (AJUSTABONOS)

Definición:	Títulos de crédito nominativos, negociables, a mediano plazo, denominados en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal a liquidar una suma de dinero que se ajusta de acuerdo al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) publicado quincenalmente por el Banco de México.
Emisor:	Secretaría de Hacienda y Crédito Público, como representante del Gobierno Federal, a través del Banco de México.
Objetivo:	Obtener recursos financieros a mediano y largo plazo para el Gobierno Federal, provenientes del público inversionista; brinda la opción de ahorro a largo plazo sin merma en los rendimientos reales.
Garantía:	No tiene garantía específica. El Gobierno Federal se obliga a liquidar al vencimiento los valores emitidos.
Plazo:	Actualmente sólo han sido emitidos a tres y cinco años.
Valor Nominal:	Cien Pesos (\$100.00) su valor se ajusta periódicamente al INPC.

Potenciales Adquirentes: Personas físicas y morales, mexicanas o extranjeras.

UNIDADES DE INVERSIÓN (UDI'S)

Las UDI's fueron creadas en Chile hace poco más de 20 años, época en la que su economía pasaba por una situación grave de inflación, altas tasas de interés y baja demanda. En los últimos años México atraviesa por una situación similar y el Gobierno "importa" del país andino el esquema de refinanciamiento casi en forma total, aun cuando eso no implique que ambos países son estructuralmente diferentes.

Las razones por las cuales es conveniente un esquema como éste que condyrve en la solución, aligeramiento o a evitar los problemas financieros que perjudican a todo el sector productivo, son las siguientes:

- a) La inestabilidad económica en el presente trae consigo un grave repunte en la inflación, el cual presiona a las tasas de interés, tanto activas como pasivas, hacia arriba.
- b) La incertidumbre y la inflación traen consigo tasas de interés que compensan la pérdida de valor de los activos monetarios, incrementan el riesgo de las operaciones financieras y, por lo tanto, elevan el costo del dinero, el cual es un satisfactor tradicionalmente escaso, escasez que se agudiza en épocas de incertidumbre e inflación.
- c) Las UDI's ofrecen tasas de interés reales positivas lo cual es una garantía o un seguro en contra del riesgo y la incertidumbre para los inversionistas, hecho que ayuda a la escasez y el costo del dinero disminuyan.
- d) En épocas de alta inflación, los intereses protegen a los intermediarios e inversionistas de los riesgos cambiarios al incorporar el índice de inflación a la tasa de interés. Las UDI's reducen la presión de pagar anticipadamente la prima que cubre esos riesgos inflacionarios, ya que paga intereses reales en lugar de los tradicionales que son nominales.
- e) Como consecuencia del inciso anterior, los acreditados (o deudores) pagan menores tasas de interés, dejando el ajuste inflacionario para cuando el capital sea pagado.
- f) Por lo tanto, por medio de las UDI's se elimina el pago anticipado de los créditos como consecuencia de los índices inflacionarios, aún cuando se posterga este hecho hasta que el capital empiece a ser pagado.
- g) Alivian, en el corto plazo, la carga financiera sobre los flujos de efectivo que tienen las empresas pequeñas y mediana, ya que se posterga el pago de la inflación durante los periodos de gracia.
- h) Contribuyen a aligerar el problema de cartera vencida que tienen las instituciones de crédito.

Dado que la inflación no es fácil de predecirse y provoca que las expectativas se ajusten y la ratifiquen, los inversionistas están dispuestos a invertir sus recursos a tasas de interés nominales suficientemente altas para cubrirlos.

Esta situación provocó que el costo del dinero aumente en forma considerable con sus consecuencias para los usuarios del crédito.

Ventajas y Desventajas para el Inversionista.

Ventajas:

- a) Reduce, el riesgo de que la inflación creciente y aguda no le pague cuando menos el interés necesario para mantener el poder adquisitivo de la inversión.
- b) Por lo tanto, asegura tasas reales positivas de interés, aun cuando éstas puedan estar, aparentemente, por debajo de otras tasas pasivas.
- c) Proporciona nuevas posibilidades de invertir en instrumentos de mediano y largo plazo, con la seguridad de que siempre ganará tasas reales de interés.

El inversionista requiere ser compensado de los efectos inflacionarios mediante altas Tasas de Interés Nominales, al no estar dispuesto a invertir o prestar sus recursos a tasas bajas, el usuario del crédito ve incrementado en forma substancial su costo financiero, ya que no existe dinero más caro que el que no se tiene.

Por lo que el objetivo de los Udís para los inversionistas es dotarlos de un instrumento adicional de inversión que ofrezca tasas reales competitivas.

Desventajas:

- a) Pueden no tener altos rendimientos en relación con otros instrumentos de inversión, cuando la tasa real para las UDI's sea inferior a la tasa real de esos instrumentos como consecuencia de la turbulencia financiera o de las necesidades macroeconómicas.
- b) En la actualidad, las inversiones nominadas en UDI's se pueden contratar a plazos que inician en los 90 días, razón por la que el inversionista pierde un poco de liquidez y la posibilidad de dejar esta inversión por otra más redituable en cualquier momento.

Ventajas y Desventajas para las Empresas.

Ventajas:

- a) El usuario del crédito no siempre tiene la capacidad de pago ante esta nueva estructura de tasas de interés, lo que provoca a su vez, reducciones en los Gastos de

las Empresas, Cierres y aumentos en las carteras vencidas de la banca, con sus consecuentes trastornos en la economía en su conjunto.

- b) El objetivo para el usuario del crédito es "Reestructurar" en términos reales un crédito que está expresado en términos nominales, para que en el corto plazo pueda hacer frente a sus compromisos, no implica que se le perdone parte de la deuda o que se le baje la tasa de interés, esto dependerá de la evolución de la inflación.
 - c) Alivia el flujo de efectivo en el corto y mediano plazo al reducir el pago de intereses, ya que estos se calculan sobre la base de intereses reales; por lo tanto, hay una reducción teórica en el costo financiero.
 - d) Abre nuevas posibilidades de negociación con los acreedores, lo que permite que las empresas guarden esperanzas de desarrollo en el futuro, el cual es siempre más promisorio.
 - e) Elimina el pago anticipado de la inflación en beneficio del flujo de efectivo.
- Desventajas:**
- a) Consideradas en el largo plazo, pueden ser sumamente costosas, ya que el crecimiento del pasivo puede no ser paralelo al crecimiento del ingreso del deudor. Si esto es así, se puede crear una espiral creciente del pasivo que los ingresos del deudor quizás nunca alcancen.
 - b) Puede implicar el otorgamiento de garantías o que las anteriormente otorgadas sean incrementadas.
 - c) Para que las UDI's no sean peligrosas en el largo plazo, es indispensable que la empresa deudora mantenga un crecimiento cuando menos igual (preferentemente mayor) que la inflación durante la vigencia del adeudo denominado en UDI's.
 - d) Puede venir un sobreendeudamiento de las empresas si sus cuentas por cobrar nominadas en UDI's no son equivalentes o mayores a sus pasivos nominados en UDI's ya que éstos crecerán más rápidamente que aquéllas.

Ventajas y Desventajas para la Banca.

Ventajas:

- a) Reduce, aunque puede ser en forma temporal, la cartera vencida y, por lo tanto, se mejora la situación financiera de las instituciones de crédito.
- b) Como consecuencia, su índice de capitalización se incrementa, lo que le resta presiones por parte de las autoridades financieras, al solidificar su posición financiera.

- c) Genera nuevas fuentes de captación de recursos por parte de los inversionistas; es decir, las instituciones de crédito cuentan con un nuevo producto que colocar entre sus clientes.

Desventajas:

- a) Se requiere de un equilibrio entre captación y colocación de UDI's; en caso contrario, corren el riesgo de no estar cubiertos por los depósitos recibidos o no tener suficiente disponibilidad para contratar los créditos otorgados.
- b) Existe el riesgo de insolvencia de los deudores cuando éstos no alcanzan el equilibrio entre sus ingresos nominales y sus pasivos en UDI's.

Ventajas y Desventajas Macroeconómicas.

Ventajas:

- a) Contribuye a eliminar la incertidumbre económica y la especulación con las tasas de interés y con los instrumentos de inversión (captación).
- b) Reduce drástica y rápidamente las tasas de interés y el costo del dinero.
- c) Reduce las presiones inflacionarias y reactivas al contar las empresas con el diferencial de recursos surgidos de la conversión de deuda en pesos a UDI's.

Desventajas:

- a) Se corre el riesgo de indexar (indexar) la economía, ya que además de las operaciones financieras gran cantidad de otras operaciones son susceptibles de nominarse en UDI's; al estar éstas sujetas al precio (que se deban pagar por ellas) que la inflación les dé, las operaciones nominadas con dichas unidades estarán sujetas directamente a los incrementos inflacionarios.
- b) Como consecuencia de lo anterior, la inflación puede crecer y el peso, como unidad de medida para los precios de los satisfactores, puede perder su valor.

Dado que el valor de la Udi tiene como parámetro la inflación, esta se entiende como el aumento generalizado y sostenido en el ritmo de crecimiento de los precios.

Algunas de las causas son las siguientes:

Exceso de demanda sobre oferta de bienes y servicios. Este exceso de demanda puede ser provocado por diferentes variables:

Aumento del Consumo.
Aumento de la Inversión Productiva.
Aumento del Gasto Gubernamental.
Aumento en las Exportaciones.

A su vez cada una de estas variables dependen de otras que las influyen, como por ejemplo:

Gustos y Preferencias de los Consumidores.
Propensiones a Consumir o a ahorrar.
Políticas Gubernamentales, tanto Fiscales como Monetarias (Expansionistas o Restrictivas).

La inflación no solo es derivada por cambios en estas variables, sino también puede ser provocada por falta o insuficiencia en la producción de Bienes y Servicios domésticos.

Otro factor fundamental en la inflación son las expectativas racionales, que influyen en forma importante en el comportamiento de los precios.

Si las personas creen que los precios continuarán subiendo, demandan o compran bienes y servicios anticipándose a aumentos futuros, sin embargo, cuando todos o la mayoría piensan igual, es tal el exceso de demanda, que se ratifica la inflación.

Dentro de los objetivos de política económica de todo gobierno, se manifiesta como prioridad el control de la inflación, ya que con inflaciones mayores a las esperadas genera un crecimiento económico es reducido, nulo o negativo.

PAPEL COMERCIAL INDEZADO. PAGARES A MEDIANO PLAZO INDEZADOS

Instrumentos que el pago periódico de intereses se realiza a tasa fija y a plazo estipulado, o a puntos porcentuales anualizados sobre la inflación, su precio se determina a descuento y/o sobre o bajo par dependiendo del tipo de instrumento, en los instrumentos indexados a la inflación el rendimiento producto de esta se va incorporando al precio por lo cual el precio bajo o sobre par depende de la tasa real de colocación y la pactada.

2.1.5 FÓRMULAS DE MAYOR APLICACIÓN EN EL MERCADO DE DINERO.

Dentro del mercado de dinero se pueden distinguir dos características esenciales para el cálculo y valuación de las diferentes variables de un instrumento.

La primera de ellas se refiere si son emitidos a descuento o a valor nominal (a la par); y la segunda característica es si su valor está indexado a otra variable, como puede ser la inflación o el tipo de cambio.

Fórmulas para Instrumentos Operados a Descuento.

a) Precio.
$$P = \left(1 - \frac{TD(DV)}{360} \right) / N$$

b) Tasa de Rendimiento (en función a la tasa de descuento).

$$TR = \left(1 - \frac{TD}{TD(DV)} \right)$$

c) Descuento.

$$TD = \left(1 + \frac{TR}{TR(DV)} \right)$$

d) Tasa Equivalente.

$$TE = \left[\left[1 + \frac{TR \cdot N}{360} \right]^{\frac{DXC}{N}} - 1 \right] \cdot \frac{360}{DXC}$$

Donde:

- TE = Tasa Equivalente a los días por conocer
- TR = Tasa de Rendimiento conocida.
- N = Plazo de Tasa Conocida.
- DXC = Días por Conocer.
- DV = Días de Vencimiento.

2.2 MERCADO DE CAPITALES.

Podemos definirlo como el "punto de concurrencia de fondos provenientes de las personas, empresas y gobierno, con los demandantes de dichos fondos que normalmente lo solicitan para destinarlo a la formación de capital fijo".

Las características fundamentales de este tipo de mercado son las operaciones a mediano y largo plazo, el financiamiento para formación de capital fijo, rendimientos variables en acciones y riesgos en la inversión.

2.2.1 IMPORTANCIA DEL MERCADO DE CAPITALES.

Dentro del Mercado de Capitales la actividad de obtener financiamientos y negociar títulos a largo plazo está básicamente vinculada al surgimiento y desarrollo del capitalismo y

¹ Instituto de Capitalización Española, S. C. Mercado de Valores. Manual de Prácticas Bursátiles, 1988.

particularmente a la sociedad por acciones, que en el caso de nuestro país se establecen a fines del siglo pasado, en su mayoría por capital extranjero, que se ubican principalmente en la minería, textiles, etc. estas requirieron financiamientos por lo que empezaron a emitir acciones, con lo cual se "generó un incipiente mercado de valores que se fue desarrollando paulatinamente y de esta manera crecía el mercado de capitales".

Este proceso de concreción en calles y lugares improvisados culminó con la constitución formal en 1884, de la Bolsa de Valores de México. En los años siguientes la Bolsa refleja la situación del país, "La actividad bursátil se vio envuelta, en sus inicios, por la Revolución Mexicana y la Primera Guerra Mundial, siendo afectada más tarde por las crisis financieras de Nueva York. Entretanto en 1933 se publicó la Ley de Bolsas, aunque el Mercado de Valores no logró una relevancia significativa en México sino hasta finales de la Segunda Guerra Mundial"⁹

El desarrollo económico de un país en gran medida está sujeto a la capacidad que éste tenga de ampliar y modernizar su planta productiva en forma continua. De hecho durante los últimos años las exigencias de la apertura del país exigen una mayor competitividad que necesariamente va ligada a efficientar procesos productivos y de reconversión de la planta hacia bienes de producción más modernos y rentables.

La evidencia empírica demuestra que los países con elevado ingreso per cápita, en su mayoría han alcanzado este nivel de desarrollo, en virtud de haber logrado consolidar un importante proceso de capitalización, especialmente en el sector industrial.

Un sistema financiero moderno y competitivo, permite captar y canalizar adecuadamente los flujos financieros en forma eficiente. La experiencia de los países desarrollados, indica que el crecimiento económico está estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado de capitales⁹.

De hecho a nivel mundial, la característica más importante del mercado de capitales es su tamaño, con una cifra que supera los 10 trillones de dólares. Teniendo en cuenta que la mayoría de los bancos se consideran sobregirados en los países en desarrollo, es abrumadora la importancia del mercado de capitales global como fuente de capital estable a largo plazo para los países, que como México requieren de amplias fuentes de financiamiento.

En este sentido, el mercado de capitales en México, se ha constituido como una alternativa importante para la canalización de recursos al sector productivo, al complementar sus fuentes de ingresos con capital proveniente de mercados internacionales.

2.2.2 PRINCIPALES INSTRUMENTOS DEL MERCADO DE CAPITALES

Los instrumentos de este mercado están enfocados a captar recursos para financiar inversiones en capital fijo y desarrollar proyectos de inversión a mediano y largo plazo, esta es una característica esencial del instrumento de inversión de del mercado de capitales o de largo plazo,

⁹ Martínez, Víctor, Op. cit. pág. 3

⁹ "Instrumentos Globales de Mercados Emergentes". Conferencia dictada en el marco del 86 aniversario de la BMV, por David Gil, Noviembre de 1988 México.

es el que tiene vigencia superior a un año, lo cual no significa que obligue al tenedor a mantenerlo en su poder indefinidamente.

Su finalidad es contribuir a incrementar un capital mediante el proceso de maduración y valoración del título; sin embargo, el poseedor puede venderlo en cualquier momento, y² sea por necesidad de liquidez o por estrategia de reestructuración de su cartera de inversiones¹⁰.

El Mercado de Capitales como se mencionó anteriormente se subdivide en "Renta Variable" donde se negocian acciones que representan el capital de las empresas, y "Renta Fija" donde se negocian títulos valor que representan créditos colectivos para las empresas y, "Mercado de Derivados" donde se brinda cobertura para reducir el riesgo de los títulos de renta variable.

MERCADO DE CAPITALES			
INST. DE RENTA VARIABLE	INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA		PRODUCTOS DERIVADOS
ACCIONES		QUIROGRAFARIAS HIPOTECARIAS INMOBILIARIAS CONVERTIBLES SUBORD. CONVERT. PRENDARIAS	WARRANTS
	OBLIGACIONES		
	CERTIFICADOS DE PARTICIPACION	C. P. O. C. P. I.	
	BONO DE PRENDA		
	PAGARE DE MED. PLAZO		
	BONOS DE GOB.	BONOS	

De acuerdo a la ilustración anterior los instrumentos de Renta Variable son todos aquellos valores con retribuciones variables; sus rendimientos están condicionados a las políticas y resultados financieros de la empresa emisora y a la oferta y demanda de sus títulos en el mercado.

Por su parte, los instrumentos de Renta Fija son aquellos que permiten a sus poseedores el derecho a percibir un rendimiento preestablecido. Cuando la renta que brinda un instrumento es constante, ésta se conoce desde el momento de la contratación de la inversión.

Como he mencionado, el concepto de renta variable aplica dentro de este mercado debido a que el comportamiento de sus principales instrumentos no tienen los dos elementos de predeterminación que tienen las inversiones de renta fija, es decir, no tienen un rendimiento predeterminado, ni tampoco tienen un plazo establecido.

¹⁰ "El Mercado de Valores Mexicano". Folleto de Divulgación, Bolsa Mexicana de Valores, IMMEC, 1995.

De ahí que el rendimiento de las acciones, tradicionalmente proporcionado por los dividendos que pagan, varía por dos motivos importantes (de ahí el concepto de renta variable) en primer lugar, las utilidades de una empresa pueden variar debido al comportamiento económico de la empresa y su ámbito; en segundo lugar, los dividendos que se decretan a base de las utilidades netas generadas también pueden variar porque dependen de la decisión de la asamblea de accionistas.

A su vez, el plazo no está determinado porque la duración de tenencia de una acción no está limitada por el vencimiento del instrumento (como en el caso de renta fija), sino por la decisión del mismo propietario de retenerla, o venderla en su caso.

De esta manera, los principales instrumentos del mercado de capitales son los siguientes y presentan las siguientes características:

ACCIONES

Definición:

Las acciones son título-valor que representan una parte alícuota¹¹ del capital social de una empresa e incorporan los derechos corporativos y patrimoniales de un socio. Las acciones son emitidas con diferentes características dependiendo de cada empresa emisora básicamente pueden establecer dos categorías de acciones: las comunes u ordinarias y las preferentes.

Las primeras proporcionan a sus tenedores, tanto los derechos corporativos como patrimoniales, mientras que las preferentes, son legalmente un título de capital propio, con derecho a recibir un dividendo fijo, el cual deberá ser pagado con antelación a la distribución de utilidades entre los tenedores de acciones comunes, cabe señalar que generalmente este tipo de acciones tienen voto limitado.

Originalmente las emisoras fueron empresas industriales, posteriormente se agregaron empresas comerciales, de servicios e instituciones del sector financiero, bancos, casas de bolsa, seguros, fianzas y las diferentes modalidades de sociedades de inversión: renta fija, comunes y de capital.

Objetivos:

La emisión de acciones como instrumento de financiamiento es alternativo a otras fuentes existentes en el mercado, supone el financiamiento vía la incorporación de socios en la participación del capital social de la empresa; en lugar de tener acreedores que serán el caso de contratar empréstito, lo cual supone no tener presiones en el pago del capital e intereses, aunque deberán pagarse dividendos que deberán ser atractivos y equivalentes o superiores a

¹¹ Se refiere a la parte porcentual de lo que es un propietario en el capital social de una empresa.

dichos intereses, aunque como vemos no es la única fuente de ganancia de la acción para el inversionista.

Por lo que respecta a los objetivos que se persiguen con su emisión, son poder afrontar las siguientes necesidades de financiamiento:

- Realizar planes de expansión de la capacidad instalada para responder al crecimiento del mercado en condiciones de competencia en la escala y en los costos de producción.
- Modernizar procesos productivos sustituyendo tecnologías obsoletas y no competitivas por activos fijos que incorporen los últimos adelantos que permiten participar a la empresa en la economía internacional.
- Integración de grupos financiero-industriales a través de fusiones y adquisiciones de empresas ya existentes para formar conglomerados.
- Desarrollar nuevos proyectos de inversión, es decir, construir nuevas plantas productivas.

Rendimiento de las Acciones.

Las acciones tienen dos fuentes de rendimiento:

- i) Los dividendos, entendidos como la parte de las utilidades que la asamblea de accionistas decide repartir entre los accionistas a cambio del cupón específico que tiene la acción. Estos dividendos "pueden ser en efectivo y representan una parte de las utilidades de la empresa; o en acciones cuando se da a los accionistas cierto número de acciones adicionales a las que se tienen"¹².
- ii) Ganancias o Pérdidas de Capital.
La ganancia o pérdida de capital está definida por la diferencia de precios de venta y de compra de una acción por el inversionista:

PRECIO DE VENTA PV	PRECIO DE COMPRA PC	=	GANANCIA O PERDIDA DE CAPITAL
--------------------------	---------------------------	---	----------------------------------

Se pueden presentar los siguientes casos:

- a) $PV > PC$ = Ganancia de Capital.
- b) $PV < PC$ = Pérdida de Capital.

Emisor:	Personas Morales (Empresas).
Garantía:	El prestigio del emisor de acuerdo a sus antecedentes financieros.
Plazo:	La vida de la empresa.
Valor Nominal:	De acuerdo a lo que establezcan los estatutos de la empresa.

¹² Folleto Informativo, Operadora de Bolsa, Grupo Financiero Sorfin, 1985.

Posibles Adquirentes: Persona física moral mexicana o extranjera, de acuerdo a los estatutos del emisor.

Custodia: INDEVAL.

OBLIGACIONES

Definición: Las obligaciones son el componente más relevante del mercado de capitales en lo concerniente a los valores de deuda de mediano y largo plazo. Estos instrumentos son títulos de créditos nominativos que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de una sociedad anónima. Las obligaciones tienen por objeto obtener financiamiento preferentemente a largo plazo de las empresas, para proyectos o reestructuración de pasivos. "Estos títulos contienen la promesa por parte de la empresa (emisora), de pagar a sus poseedores en los plazos preestablecidos una determinada cantidad por concepto de intereses, los cuales son calculados sobre el monto del capital señalado en los títulos y de restituir ese monto mediante amortizaciones convenidas"¹³.

Objetivos: Los recursos que se obtienen, son créditos para las empresas a mediano y largo plazo, por lo cual los objetivos que persiguen las obligaciones son similares a los de las acciones, aunque la naturaleza de los títulos son muy diferentes, pues ya mencione que con la acción se incrementan los socios, con las obligaciones se adquieren acreedores.

Los objetivos podríamos sintetizarlos en los siguientes:

- Financiamiento de proyectos de inversión.
- Adquisición de Activos Fijos.

Asimismo, por lo que respecta a su garantía existen varios tipos:

Quirografaría: No tienen garantía específica. La única garantía es la solvencia y el prestigio de la empresa emisora.

Hipotecaria: Garantía hipotecaria de la sociedad o de otra emisora.

Con Garantía: Cuando la garantía es otorgada una persona física o moral distinta al emisor.

Por su diseño las obligaciones pueden ser:

¹³ "Obligaciones", Folio Informativo, Operativa de Bolsa, Grupo Financiero Sorfin.

Convertible:	Es la obligación que da la opción de convertirse en acción de la empresa emisora a su vencimiento. Dicha opción puede ser obligatoria u opcional.
Capitalizables:	El valor nominal inicial de las obligaciones se actualiza cada trimestre por los intereses no pagados. Estos se capitalizan.
Subordinadas:	Obligaciones preferentemente bancarias.
Indizadas:	Estas pueden ser indizadas al tipo de cambio o al Índice Nacional de Precios al Consumidor (inflación).
Múltiples:	El monto total se coloca parcialmente en varias emisiones en distinto tiempo.
Por su homogeneidad las obligaciones pueden ser:	
Fiduciarias:	Cuando la garantía esta depositada en un fideicomiso.
Premiaria:	Cuando la garantía esta constituida por títulos o bienes muebles.
Topedé:	La tasa de interés tiene límites de variabilidad.
No Topedé:	No existen límites en la variabilidad de la tasa de interés de la obligación.
Emisor:	Personas Morales.
Plazo:	Entre 3 y 7 años con un período máximo de gracia igual a la mitad del plazo total.
Valor Nominal:	Cien pesos (\$100.00) o sus múltiplos.
Posibles Adquirientes:	Personas físicas o morales, nacionales o extranjeros.

CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN INMOBILIARIA (CPI'S)

Se definen como títulos que emiten las instituciones de crédito, que tienen como garantía inmuebles comprometidos como patrimonio de un fideicomiso constituido para un proyecto determinado.

Definición: Títulos de crédito nominativos, emitidos por una institución fiduciaria, que dan derecho a una parte alícuota de la titularidad de los bienes inmuebles dados en garantía.

De acuerdo a sus características pueden ser:

Amortizables: aquellos que además del derecho a una parte alícuota de los frutos o rendimientos dan a sus tenedores el derecho de reembolso del valor nominal de los títulos.

Ne Amortizables: aquellos en los que la sociedad emisora no está obligada a hacer el pago del valor nominal de los títulos en cualquier momento y, al extinguirse el fideicomiso se distribuye, entre los tenedores de títulos, el producto de la venta.

Emisor:	La división fiduciaria de una Institución de Banca Múltiple.
Objetivo:	Canalizar recursos financieros a toda clase de empresas (fideicomitentes) industriales y mercantiles, sobre inmuebles fideicomitidos a través de una institución bancaria (fiduciario) que emite los certificados en base al inmueble.
Garantía:	Los bienes inmuebles propiedad de la emisora y afectados en fideicomiso.
Plazo:	Máximo de 3 a 5 años.
Valor Nominal:	Diez Pesos (\$10.00) o sus múltiplos.
Posibles Adquirentes:	Personas físicas o morales de nacionalidad mexicana o extranjera.
Custodia:	INDEVAL.

CERTIFICADOS DE PARTICIPACIÓN ORDINARIA (CPO'S)

Son títulos de crédito que confieren derechos sobre la propiedad y/o usufructo, derivado de bienes afectados en fideicomiso.

Estos "constituyen una modalidad dentro de los instrumentos de renta fija que permite al inversionista, además del cobro de un interés mínimo garantizado, la obtención de una ganancia que está en relación a la plusvalía que el inmueble, objeto del destino de la emisión adquiera en el periodo de amortización de los certificados"¹⁰.

BONOS BANCARIOS DE DESARROLLO (BBD'S)

Instrumento pasivo de captación bancaria que es emitido por la banca de desarrollo cuyo objetivo es apoyar el desarrollo de las actividades de un ramo específico de la economía.

BONOS DE RENOVACIÓN URBANA (BORS)

Crédito colectivo a cargo del gobierno federal con objeto de indemnizar a los dueños de inmuebles que fueron expropiados debido al sismo durante 1985.

¹⁰ Instituto de Capacitación Económica, op. cit. pág. 106.

PAGARES DE MEDIANO PLAZO

Títulos de Crédito suscritos por sociedades mexicanas, denominados en moneda nacional, emitidos a plazos no menores de uno ni mayores de tres años, destinados a circular en el mercado de valores.

PAGARES FINANCIEROS

Son pagarés suscritos por organizaciones auxiliares del crédito, destinados a circular en el mercado nacional, los cuales no pueden ser adquiridos por otras empresas auxiliares del crédito ni se pueden recomprar.

2.2.3 PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE CAPITALES

El mercado de valores genera una gran cantidad de información que puede ser utilizada tanto por la comunidad bursátil como por funcionarios gubernamentales. Dicho mercado puede considerarse, en cierta forma, como un indicador que tiende a reflejar las expectativas de la economía en forma anticipada a través de los rendimientos esperados. De ahí la importancia que una medida del desempeño de este mercado es indispensable.

La idea general de los índices de la Bolsa de Valores consiste en tener una estimación estadística o estimado que refleje adecuadamente el comportamiento de la actividad bursátil. Esto es, los índices de las bolsas de valores pretenden, mediante el análisis de una muestra reflejar el comportamiento promedio del mercado accionario.

El Índice de Precios y Cotizaciones (IPyC)

Es un valor que mide los movimientos en los precios del mercado accionario en su forma general para todo el mercado o para las emisoras mas representativas del mismo.

Los propósitos del índice bursátil son:

- Ofrecer un índice de rentabilidad del mercado accionario.
- Barómetro de las expectativas de la economía.
- Barómetro de los cambios en el sector financiero.
- Referencia para determinar los riesgos del mercado bursátil y de las acciones particulares.

El fundamento teórico que soporta la hipótesis que establece que el comportamiento del mercado de valores se puede medir a través de una muestra correctamente seleccionada se basa en los siguientes dos puntos:

- El hecho de que una gran proporción del valor total de las acciones listadas en la Bolsa Mexicana de Valores pertenece a un número relativamente reducido de emisoras.

- La tendencia a moverse en la misma dirección que, en promedio y en el mediano y largo plazo, se observe en el precio de las acciones.

Otro de los pasos en la elaboración de índices consiste en combinar las acciones de la muestra mediante la elaboración de promedios, para lo cual existen dos grandes grupos de técnicas para promediar: promedios aritméticos y promedios geométricos.

Los precios de las acciones incluidas en la muestra deben combinarse a fin de formar el índice de precios. Esto trae consigo el problema de determinar la importancia relativa de cada una de estas acciones. Típicamente, el peso, o ponderación otorgada a cada acción se calcula ya sea en función a su precio de mercado o bien en función a su valor de capitalización (o sea en valor total de mercado).

Actualmente, todas las bolsas de valores en el mundo tienen un indicador que exprese el comportamiento promedio de los precios en sus respectivos mercados accionarios.

En general, los procedimientos de cálculos usados típicamente caen en las siguientes categorías:

- Promedio de precios acumulados (Índices de precios ponderados).*
- Fórmula de Paasche (Índices ponderados por valor de capitalización).*
- Método encadenado de Laspeyres (Índices no ponderados).*
- Derivación de Paasche y Laspeyres (Índices por rendimiento).*

De esta manera, el índice de precios y cotizaciones (IPyC) estará definido en términos de la siguiente fórmula:

$$IPC_t = IPC_{t-1} \left(\frac{\sum P_{it} \cdot Q_{it-1}}{\sum P_{it-1} \cdot Q_{it-1}} \right)$$

Donde:

IPC_t	Es el valor del índice de precios y cotizaciones en el día t .
IPC_{t-1}	Es el valor del índice de precios y cotizaciones en el día $t-1$.
Q_{it}	Es el número de acciones inscritas en la i -ésima emisión en el día t .
P_{it}	Es el precio de cierre de la i -ésima emisión en el día t .
F_{it}	Es el factor de ajuste por ejercicio de derechos.

Los índices basados en ponderaciones (aritméticas y geométricas) tienden a determinar las acciones de mayor peso del mercado, en el caso de los índices bursátiles no ponderados (aritméticos o geométricos) se supone que todas las acciones tienen el mismo peso, la idea en la construcción de un índice, es obtener un valor único para un momento específico del tiempo.

El índice más empleado para la construcción de los índices bursátiles en las bolsas de valores es el promedio aritmético.

i) Promedio aritmético no ponderado.

Es la suma de los números (precios de las acciones) dividido por n (el total de números).

$$PANP = \frac{X1 + X2 + \dots + Xn}{n}$$

ii) Promedio aritmético ponderado.

Es la suma de los x números multiplicados por su factor de ponderación (capitalización del mercado), dividido por el total de los valores.

$$PAP = \frac{W1X1 + W2X2 + \dots + Xn}{n}$$

Donde: $W1 + W2 + \dots + Wn = 1$

El Índice Bursátil.

Este índice fue desarrollado con el objeto de contar con otra alternativa de medición del desempeño del mercado de valores y para la emisión de títulos opcionales basados en índices. La diferencia fundamental de este índice con respecto al índice de precios y cotizaciones (IFyC) es que el tamaño de la muestra es de 20 emisoras y la ponderación de cada emisora tiene como máximo un 10% revisable semestralmente.

Índice de Bursatilidad.

Cuando se desea realizar una inversión, el inversionista precavido elegirá el instrumento que mejor se adecúe a sus expectativas de rendimiento, de riesgo, y que además, le permita obtener la mayor liquidez posible en caso de que así lo requiera. La liquidez está en función directa de la facilidad con la cual el instrumento adquirido puede volver a venderse sin menoscabo del valor que se haya pagado por él y de la ganancia generada durante el tiempo que haya permanecido en calidad de inversión. ¿Cómo puede conocerse que tan líquido puede ser un valor? en el caso de las acciones, la respuesta es: por medio del índice de bursatilidad, el cual es un parámetro que indica el grado de operatividad que registra una acción en comparación con otras en el mercado, y permite establecer una clasificación de las mismas en función del comportamiento de sus principales variables operativas, es decir, en función de:

- Número de acciones.
- Volumen de acciones negociadas.
- Importe operado.
- Valor de capitalización.
- Días de operación.

2.2.4 FÓRMULAS DE MAYOR APLICACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES.

Rendimiento en los Valores del Mercado Accionario.

Los rendimientos de un título accionario se determinan en base a dos factores claramente diferenciados a saber:

- Ganancia de Capital.
- Pago de Dividendos.

En el primer caso, el rendimiento proviene de las ganancias obtenidas por el diferencial de compra-venta. En el segundo caso, son los pagos decretados por los accionistas, por concepto de beneficios distribuidos o no retenidos.

Rendimiento por Ganancia de Capital.

Para facilitar la comprensión de esta sección se presenta el siguiente ejemplo:

El primero de enero de 1995, se compró una acción de TELMEX a \$7.5 el 30 de diciembre de 1995 se vendió en \$9.2 considerando que el intermediario bursátil cobró una comisión de 1.5% a la compra y el 1.5% a la venta, determine el rendimiento si el IVA cobrado por operación es del 10% sobre comisiones.

Fórmula de rendimiento.

$$ra = \frac{Pva}{Pca} - 1$$

Donde:

- ra= Rendimiento de la Acción.
Pva= Precio neto de venta de la acción.
Pca= Precio neto de compra de la acción.

Pca= Precio de acción + Comisiones + IVA sobre comisiones.

$$Pca = 7.5 + (7.5 \cdot 0.15(1 + .10)) = (7.5 \cdot 0.165) = 7.6238$$

$$Pca = 7.6238$$

$$Pva = 9.2 + (9.2 \cdot 0.15(1 + .10)) = 9.2 + (9.2 \cdot 0.165) = 9.3518$$

$$ra = \left[\frac{Pva}{Pca} - 1 \right] \cdot 100 = \left[\frac{9.3518}{7.6238} - 1 \right] \cdot 100 = 0.2267 \cdot 100$$

$$ra = 22.67 \%$$

CAPITULO III

LOS CICLOS ECONOMICOS

3.1 TEORÍA DE LOS CICLOS ECONÓMICOS

3.1.1 EL CICLO KEYNESIANO

El análisis de los problemas relativos a las variaciones del ahorro y la inversión debe mucho a las teorías de John Maynard Keynes, el eminente economista inglés. Lord Keynes es el representante más influyente de la rebelión contra las teorías clásicas en lo que se refiere al ahorro y la inversión. Aunque esta revolución empezó con su Tratado sobre el Dinero, publicado en 1930, la expresión completa se encuentra en su famosa Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, publicada en 1936, y cuya influencia en el pensamiento económico corriente y en la política económica práctica puede sobrestimarse.

Aunque Keynes no desarrolló sus teorías como una descripción del ciclo económico, sin embargo pueden describirse en términos de este proceso. El ciclo es un ejemplo especial, en períodos cortos y con movimientos ondulatorios continuos, de ese proceso en acción. Usando el lenguaje de la teoría general, el ciclo económico es esencialmente una fluctuación de la eficiencia marginal del capital en relación con la tasa de interés corriente. Se inicia con algo que estimule el incentivo para invertir, un nuevo invento, el desarrollo de un país nuevo, una guerra o el retorno de la confianza en los negocios como consecuencia de muchas pequeñas influencias que conducen al mismo resultado¹, y que llevan a ese aumento general en el volumen de ingreso y ocupación que se produce por el mecanismo del multiplicador.

La expansión que de esa manera se inicia depende, por supuesto, de la cooperación del sistema bancario que debe proporcionar el dinero nuevo que el aumento de inversión exige y es estimulada por el alza de precios y ganancias que este dinero nuevo pone en movimiento siempre que la producción de bienes de consumo no sea elástica.

Con tales estímulos el suge puede llegar a considerable altura, hasta al nivel de ocupación plena de los recursos; pero, en el transcurso del suge, se presentan algunos factores de desanimación que actúan como freno de una mayor expansión.

Keynes piensa que es probable que la "propensión marginal al consumo", de cuyo mantenimiento depende en gran parte el incentivo para invertir, tienda a disminuir el mismo tiempo que crece la distación. Los hábitos convencionales de consumo hacen que la comunidad gaste una cantidad menor cuando aumenta su ingreso. Además, la expansión aumenta la parte del ingreso total que va a dar a manos de los empresarios, cuya propensión al consumo es tal vez más baja que el promedio de la comunidad. Cuando aumenta de nuevo la ocupación, los ahorros que se gastaban en socorros privados o públicos se liberan de estos usos y con toda probabilidad no se gastan por completo. La baja de la propensión al consumo se puede contrarrestar temporalmente por el alza de valores de la bolsa que hace que la gente "se sienta" lo suficientemente rica para gastar con libertad, sobre todo las clases acomodadas que, como Keynes sostiene, "pueden ser extremadamente sensibles a los cambios imprevistos en el valor nominal de su riqueza", pero tal cosa no hace sino retardar la caída inevitable.

La propensión en decrecimiento hacia el consumo contribuye a separar el ingreso total y los gastos en consumo, así como a fomentar el volumen de inversión que debe hacerse si se

¹ J. M. Keynes, Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Ed. Fondo de Cultura Económica, México, 1933.

mantiene el nivel normal de producción. Mas tal aumento en la inversión se hace cada vez menos probable.

La disminución de la propensión al consumo reduce las previsiones de los empresarios. Otros factores quizás más poderosos contribuyen a este resultado. Mientras mayor es el aumento de actividad, más grande es la presión que se ejerce sobre los productores de bienes de capital, aumentan los precios que tienen que pagar a los factores de producción y, por lo mismo, sube el precio de oferta de los bienes de capital. Al mismo tiempo, la obtención creciente de bienes de capital debe bajar los rendimientos esperados, a medida que la competencia por la venta de la producción amenaza reducir el nivel de los precios. Debemos recordar que la eficiencia marginal del capital es la relación entre los ingresos previstos de los bienes de capital adicionales y su precio de oferta; cuando aumenta la expansión, ambos factores de esta relación se mueven desfavorablemente para los empresarios. Esto producirá algunos fracasos. Las previsiones basadas en un rendimiento, digamos, del 6% se convierten en la realidad en un 2% con lo cual la eficiencia marginal del capital sufre un colapso brusco.

Este desafortunado final puede posponerse si la tasa de interés se conserva bastante baja, pues el incentivo para invertir depende de la relación de la eficiencia marginal del capital con la tasa de interés. El alza de la tasa de interés se debe a un cambio en el deseo de la gente de mantener riqueza en forma de efectivo y al que Keynes llama "preferencia de liquidez". Esta se determina por la fuerza de los motivos que hacen que el público guarde efectivo.

Tales motivos son:

- 1) El motivo *operación*, o sea la necesidad de efectivo para las operaciones corrientes personales o de negocios.
- 2) El motivo *precaución*, que provee el efectivo necesario para gastos inesperados y compras anticipadas o para cubrir ciertas obligaciones fijas.
- 3) El motivo *especulativo*, es decir, las necesidades de efectivo para anticiparse a los cambios de precios de los bienes y valores.

Si estos motivos son fuertes el interés debe ser alto para inducir a la gente a desprenderse de efectivo, si son débiles, el interés puede ser bajo; y es precisamente cuando la tasa de interés es más baja que la eficiencia marginal del capital en un período de expansión, cuando la inversión aumenta. Todos los motivos de la preferencia de liquidez crecen cuando aumenta la inversión. Las transacciones exigen más dinero; el futuro puede ser un poco incierto y parecerá que los bienes y valores tienen un precio demasiado alto. Los Bancos pueden contrarrestar estas fuerzas aumentando la oferta de dinero, pero la sujeción a sus reservas les impide hacerlo. De aquí que la tasa de interés subirá y esta tasa, a su vez, cuando la eficiencia marginal del capital ha empezado a bajar, participará en el desencadenamiento de la crisis.

Las previsiones optimistas de los empresarios se desvanecen como una consecuencia de estos cambios desfavorables. El auge ha terminado, absorbido por el "brusco colapso de la eficiencia marginal del capital" y la depresión comienza.

La reducción de la inversión que ahora empieza disminuye la ocupación y el ingreso en todas las actividades primarias que, a su vez, reducen la demanda efectiva en las ocupaciones secundarias, y así sucesivamente. El efecto de "esta reducción (como en el caso del aumento) depende del multiplicador. Si éste es grande, la reducción en el ingreso total será grande; si es pequeño, la reducción será pequeña. Si cada grupo reduce su consumo con cada reducción de ingreso, la reducción total llevará la actividad a un nivel muy bajo; si, por el contrario, cada grupo reduce su consumo menos que su ingreso echando mano de ahorros acumulados para conservar su nivel de vida, la reducción total no será tan grande"².

En todo caso ocurre una reducción, a menos que se tomen a tiempo las medidas necesarias para mantener elevada la demanda efectiva. La reducción puede ser importante debido a los temores de la comunidad en general y del mundo de los negocios. La gente se inclina al "atazoramiento" y la preferencia de liquidez llega a ser muy alta, y mientras traten de aumentar sus "ahorros", el ingreso seguirá bajando. Entretanto, la confianza de los hombres de empresa desaparecerá completamente. El colapso de la previsiones y de la eficiencia marginal del capital es de tal manera grave que la inversión neta será insignificante. Es cierto que la tasa del interés, a su debido tiempo, empieza a bajar y tal vez caiga muy bajo a medida que la oferta de dinero, que ya no se necesita en los negocios, se ajusta aun a la más alta preferencia de liquidez de la comunidad. No obstante, una baja de interés puede no atraer momentáneamente a los empresarios.

El proceso se exagera por los efectos de una baja en la bolsa de valores que reduce todavía más la propensión marginal al consumo y por la aparición de existencias excesivas de artículos que hacen que la recuperación se retarde hasta que éstas sean eliminadas.

Se eliminan en su oportunidad, y tanto más pronto cuanto más altos son los costos de su manejo, pues es preferible sacrificar el precio a pagar mayores intereses. Además, después de cierto periodo, la obsolescencia y el deterioro crean una escasez relativa de capital y, por lo tanto, un alza en la lucratividad futura de los bienes de inversión. Cuando empieza a producirse esta influencia, la eficiencia marginal del capital sube de nuevo, y si la tasa de interés continúa siendo favorablemente baja, comienza la recuperación y el ciclo se inicia a través de una nueva oscilación.

3.1.2 EL PROCESO DE ROBERTSON

D. H. Robertson sostiene que los ingresos recibidos en cualquier tiempo no están disponibles inmediatamente.³ Existe un retraso entre la recepción y la disposición del ingreso. Concibe el proceso económico a través de una serie de periodos cortos o mediciones de tiempo suficientemente cortos para ser "homogéneos" significando que no se realizan cambios importantes dentro de ellos. Llama "días" a estos periodos cuya principal característica es que el ingreso recibido por un día dado no está disponible para ese día, sino sólo al día siguiente. Eso significa que las decisiones para disponer del ingreso corriente que determinarán si este será usado en gastos o para aumentar los saldos monetarios, realmente pertenecen, no al ingreso recibido en ese día, sino al ingreso de ayer y al gasto de hoy.

² J. A. Estey, *Tratado sobre los Ciclos Económicos*. Fondo de Cultura Económica, México, 1967.

³ D.H. Robertson, "Saving and Hoarding", *Economic Journal*, sept. 1920.

Si el ingreso no está aumentando o disminuyendo, esta división en días no importa demasiado porque el ingreso en un día dado sería igual al ingreso del día anterior y el ingreso ganado en cualquier día es igual al ingreso disponible.

Bajo estas circunstancias, el ahorro y la inversión deben ser iguales necesariamente, pero si por ejemplo, el ingreso está aumentando, entonces el ingreso recibido en cualquier día es mayor que el ingreso disponible de ese día. Esta situación puede presentarse por un aumento en la tasa de inversión y puesto que el ingreso de ayer, por hipótesis, puede ser insuficiente, tanto para comprar los bienes de consumo de hoy como para proporcionar los fondos para el aumento total de la inversión, la nueva inversión debe ser financiada con crédito adicional de los bancos o con "desastoramiento".

No obstante, el aumento del ingreso que se origina así, no es ingreso disponible y no aumenta el volumen de gasto y de ahorro en ese día. Por eso, la inversión es mayor que el ahorro. Y mientras continúe la expansión que se derivará del aumento de precios y de ganancias consecuente con la corriente aumentada de ingreso monetario, continuará el exceso de inversión sobre el ahorro como lo define Robertson.

Igualmente si el ingreso está bajando, la inversión será mejor que el ahorro y continuará mientras el ingreso baja, por lo tanto, retomamos a la afirmación de que la idea del desequilibrio de la inversión y el ahorro es una forma conveniente para aclarar los procesos de la expansión y contracción que constituyen el ciclo económico.

3.2 DEFINICIÓN Y CLASIFICACIÓN DE LOS CICLOS ECONÓMICOS

¿Qué es el ciclo?

El ciclo, en su forma, resulta ser una fluctuación en la eficiencia marginal del capital en la medida en que las previsiones de los empresarios suben y bajan. "Son las variaciones de la inversión esencialmente las que causan y constituyen el ciclo, las que producen las mayores oscilaciones y las que imponen una variación correspondiente en el ingreso y la ocupación de la población. El alza pone en movimiento toda clase de fuerzas y continúa hasta que el ingreso y, por lo tanto, el ahorro, se sitúan en los niveles apropiados. Este nivel podría ser un equilibrio nuevo y estable si las mismas fuerzas que lo han producido no pusieran en libertad factores de desintegración que afectan desfavorablemente las previsiones optimistas de los empresarios"⁴.

Por esto se produce un colapso de la inversión, y si no hay una reducción adecuada de los ahorros, disminuye el ingreso de la comunidad por la contracción de la producción, hasta que los ahorros llegan a la necesaria igualdad con la inversión. Tal posición podría ser también un equilibrio estable si no hubiera fuerzas que producen nuevos desequilibrios.

Todos estos desequilibrios son el resultado de las decisiones de los empresarios, quienes, por el aumento o disminución de las inversiones, imponen aumentos o disminuciones múltiples en el ingreso y la ocupación de la comunidad.

⁴ Pella Argentina, Enrique. *Ciclos Económicos y Política de Estabilización*, 2a. Edición, Siglo XXI Editores, México, 1980.

Los ciclos, como dice Pigou, no son gemelos; pero sí de la misma familia, y, como la familia, poseen características susceptibles de ser descentas.

Partamos del supuesto de que el sistema económico se encuentra temporalmente en equilibrio, de tal manera que los empresarios que toman las decisiones para hacer uso de los recursos no tienen ningún motivo, tomados en conjunto, ni para reducir ni aumentar sus actividades. Esta situación no se encuentra en la vida real, pero es un supuesto conveniente y un punto del que podemos partir para describir las fluctuaciones ondulatorias del ciclo económico.

Asimismo, el equilibrio está sujeto a perturbaciones en cualquier momento y los factores que pueden producirlas son casi innumerables; sin embargo, algunos de ellos, evidentemente perturbadores, no tienen un efecto significativo.

Sin embargo, hay otros factores perturbadores que son capaces de afectar con amplitud el proceso económico total. Estimulan el sistema total; mueven a los empresarios en general a aumentar sus actividades y ponen a trabajar más recursos. Estos estimulantes de la actividad general han sido llamados "factores generadores"; son producidos a veces por fuerzas externas al sistema económico y en este caso se les llama factores "exógenos". Son exógenos porque no se originan en el funcionamiento ordinario del sistema económico, sino que provienen de afuera, de fuerzas aisladas y no recurrentes.

Estas fuerzas generadoras provocan una serie de reacciones económicas cuya naturaleza depende del complejo general de las condiciones industriales y financieras. Estas reacciones encuentran su expresión no sólo en los cambios de volumen de la actividad productiva, sino también del crédito bancario y en su velocidad de circulación, en los cambios de la tasa de interés de ganancias y de salarios, en el alza y baja de precios y en los cambios de la demanda y de la instalación de equipo. Estas reacciones parecen ser acumulativas por naturaleza. El impulso que surge de la causa generadora es absorbido y amplificado por el sistema financiero e industrial, de tal manera que, una vez iniciados, los cambios se desarrollan con un paso progresivamente en aumento, cubriendo áreas cada vez más amplias de la vida financiera e industrial.

Podemos concluir con J. M. Clark que son las reacciones acumulativas, y no las causas generadoras, las que dan la forma ondulatoria característica y los efectos rítmicos de los ciclos. Es decir, las causas generadoras o "estimulos" producen sus efectos debido a que operan en un sistema económico particular que reacciona de cierta manera. Esta conclusión se deriva del hecho de que el ciclo económico tiende a reproducir las mismas características generales, cualquiera que sea la naturaleza del impulso generador y aunque éste cambie de continuo.

3.3 PRINCIPALES FACTORES ECONÓMICOS DE LOS CICLOS

Como nuestras relaciones fundamentales financieras e industriales en nuestro mundo económico moderno no cambian mucho de un año a otro en un grado considerable, aun de un país a otro (considerando que caen dentro del área del capitalismo moderno), se puede esperar que varias causas generadoras produzcan en diferentes momentos y lugares la misma serie de reacciones

económicas y la aparición y reaparición de muchos de los mismos hechos. Con toda probabilidad esta tendencia produce un cierto parecido de los ciclos en largos períodos y en regiones y áreas muy distantes, causando al mismo tiempo la variación en el desarrollo de los ciclos individuales que es de esperarse, dado el diverso carácter de las causas generadoras.

Como estas reacciones económicas son las que causan la conformación de los cambios cíclicos, deben considerarse propiamente como causas esenciales de ellos, y como se producen por el funcionamiento del sistema y dentro de él, pueden llamarse "fuerzas endógenas".

De esta manera, dos fuerzas diferentes pueden alterar el equilibrio de donde partimos: las causas generadoras exógenas como las guerras, los inventos, los cambios agrícolas y los descubrimientos de oro, y, por otra parte, las reacciones económicas o fuerzas endógenas determinadas por la reacción de la estructura económica total a las fuerzas generadoras, reacciones que, a su vez, son causas activas de cambios mayores y continuos, específicamente en los ciclos económicos, el aumento generalizado de precios, las variaciones en el producto, el ahorro y la inversión, los cambios en comercio exterior, etc.

Dentro de estos factores endógenos podemos distinguir tres factores económicos que, según opinión personal, son los principales factores que originan fluctuaciones y conforman los ciclos económicos, los cuales se enumeran a continuación.

3.3.1 INFLACIÓN

Podemos definirla como un alza generalizada en los precios de los distintos bienes y servicios de una economía. El alza de los precios es consecuencia de la descompensación entre un crecimiento en exceso de la base monetaria (cantidad de dinero en circulación en la economía en un momento determinado) en relación con el crecimiento del sector real de la economía (crecimiento en la producción de bienes y servicios). Es muy común considerar, equivocadamente, a la inflación como una causa en vez de un efecto.

Entendida de una manera simple y condensada, la inflación consiste en la descompensación monetaria ocasionada por un crecimiento mayor de los medios de pago en relación con los bienes y servicios que los respaldan.

Dentro de esta descompensación, existen tres posibilidades:

- a) Crecimiento desmedido de los medios de pago en relación en relación al crecimiento de la producción de bienes y servicios suponiendo que ésta última esté creciendo a un ritmo aceptable, dentro de las circunstancias.
- b) Crecimiento razonable, dentro de las circunstancias, de los medios de pago, acompañado de un crecimiento mediocre en la producción de bienes y servicios.
- c) Una combinación de los dos puntos anteriores.
La inflación se puede presentar tanto en países con alto crecimiento económico, como en países en recesión. Por esta razón podría afirmarse que, al menos, en el corto plazo, la inflación es más o menos independiente del crecimiento económico. Sin embargo, es importante tener en mente que la inflación aún cuando se

experimente en países que atraviesan por un notable crecimiento económico, constituye un factor negativo que dificulta la planeación y el control de los negocios; y en consecuencia, entorpece el desenvolvimiento de la economía en general. Adicionalmente, altos niveles de inflación tienden a mermar (a nivel exponencial) la confianza de la comunidad en su sistema económico. Puesto que la confianza es un elemento esencial para el desarrollo sano de la economía, al irse mermando, lesiona la eficiencia del aparato productivo, pudiendo, en casos extremos, ocasionar un colapso en aquella.

El factor básico que determina el nivel de precios de las acciones en el largo plazo son los resultados de las empresas. Si a pesar de la inflación se presenta un crecimiento aceptable de la economía, invariablemente las utilidades (en promedio) de las empresas serán atractivas y consecuentemente, el nivel de precios de las acciones tenderá a reflejar esa prosperidad.

Desafortunadamente, las diversas experiencias de diferentes países, incluyendo el nuestro, han puesto en evidencia que el crecimiento económico a través de los años, no puede darse en forma consistente, ni de una manera sana y ordenada, simultáneamente con altas tasas de inflación. Esta última, para efectos prácticos, equivale a "robar" prosperidad de los años venideros.

Creer con alta inflación inevitablemente resulta en recesiones mucho más fuertes y duraderas que las que se experimentarían cuando el ciclo económico completo se vive con índices moderados de inflación (ciertamente tasas de un dígito).

Aunque en el largo plazo (y en verdad a veces muy largo) los precios de las acciones tienden a crecer a un ritmo similar al de la inflación, mientras eso ocurre en etapas intermedias de los ciclos inflacionarios, los precios de las acciones suelen rezagarse, a veces por espacio de dos o tres años, antes de, vía incremento de nivel, compensar al tenedor contra la pérdida del poder adquisitivo que ocasiona la inflación.

3.3.2 TIPO DE CAMBIO

De manera sencilla lo definiremos como la cotización de una moneda en términos de otra moneda. La cotización o tipo de cambio se determina por la relación entre oferta y demanda de divisas. En algunos casos los tipos de cambio, como cualquier precio son administrados por la autoridad monetaria del país respectivo.

Cabe señalar que el tipo de cambio es una de las variables claves del sistema económico, ya que es un indicador de las expectativas de los agentes económicos respecto al grado de confianza en el estado de la economía.

De esta manera, el tipo de cambio refleja aspectos decisivos de la política macroeconómica y del entorno internacional reflejándose en la balanza de pagos de un país.

Un aspecto importante a considerar, consiste en que la variable nominal del tipo de cambio puede inducir expectativas indeseables, pero estas no se sostendrán, si los agentes económicos saben que dicho movimiento fue compensado por variaciones en la tasa de inflación de tal manera que la variación real en el tipo de cambio permanece constante. Lo verdaderamente significativo es determinar si la política macroeconómica y los cambios en el

entorno internacional producen modificaciones, en la economía de tal forma que se presione al tipo de cambio para modificaciones, y si la autoridad central está dispuesta a permitirlo y el porqué de su decisión.

El mercado cambiario nacional se encuentra regulado por la Ley Monetaria de los Estados Unidos Mexicanos y por la Ley Orgánica del Banco de México. Por lo cual es responsabilidad del Banco de México la regulación monetaria, cambiaria y crediticia. Una de las variables claves para medir el desempeño de una economía lo constituye el tipo de cambio. En un contexto de tipos de cambio flexibles es frecuente observar una mayor volatilidad de estos respecto a otras variables claves como sería el caso de la oferta de dinero y la tasa de inflación. En una economía que plantea sanear las finanzas públicas y abatir la inflación, una excesiva volatilidad de los tipos de cambio puede dañar severamente la estabilidad de la economía².

La variabilidad excesiva del tipo de cambio, hace que no exista un consenso generalizado de las expectativas y bajo estas condiciones los mercados cambiarios tienden a atraer a un gran número de especuladores, los cuales intentan explotar la elasticidad de las expectativas para hacer ganancias.

El mercado de cambios es uno de los más requeridos por los especuladores, a tal grado que la demanda de transacciones spot, en este mercado es muy superior a la correspondiente demanda de coberturas, es decir, la demanda total de operaciones de productos derivados en divisas es una fracción pequeña del total de operaciones spot.

Formalmente en nuestro país existen dos mercados:

- 1) Mercado de Menudeo: (ventanilla)
 - Efectivo
 - Documentos
 - Transferencias
- 2) Mercado de Mayoreo o Intercambio.
La estructura de las cotizaciones del mercado spot se realizan en tres valores: Cash, Spot y Forward y el 95% de las transacciones son peso/dólar.

Existe la prohibición de liquidar transacciones o depositar pesos en bancos del extranjero, lo que divide al mercado en dos partes: dólar/otras monedas y peso/dólar.

Tipo de Cambio Fijo y Devaluación.

Se mantiene un tipo de cambio fijo contra otra moneda, hasta que no se puede sostener. En este momento se devalúa una moneda contra otra de un solo golpe (devaluación brusca), para reflejar las tasas de inflación tanto históricas como esperadas entre un país y otros con los cuales se comercia. Esta fue la política seguida por el gobierno mexicano en las devaluaciones de 1954 y 1976.

Desliz.

Se fija un tipo de cambio y luego se le somete a un proceso de desliz gradual contra la otra moneda. El desliz se fija por las autoridades financieras según las tasas de inflación estimadas

² Carr. R. Efraín, Vega R. Francisco J. Et. al. "El Mercado de Valores en México", Estructura y Funcionamiento. Ariel Divulgación, México, 1995

de un país contra otros. Este es el sistema que se adoptó en México, cuando el peso empezó a deslizarse por primera vez.

Flotación Libre.

Como ya se mencionó anteriormente, un mercado libre de divisas es un sistema en el que el tipo de cambio no se fija por una autoridad financiera sino por el libre juego de oferta y demanda, según la opinión del mercado respecto a la tasa de inflación comparativa de un país contra otro. Asimismo, para asegurar compras o ventas futuras de la moneda para fines del comercio internacional, normalmente existe un mercado de futuros de la divisa que tiene una estrecha relación con el mercado spot (mercado de entrega inmediata de divisas), a partir de fines de 1994 hasta la actualidad el funcionamiento del tipo de cambio en México se rige por este tipo de flotación⁸.

3.3.3 TASA DE INTERÉS

Es parte del sentido común concebir a la tasa de interés como el pago que los usuarios del crédito hacen a sus acreedores, así como la compensación que los otorgantes del crédito reciben de sus deudores. Ambos conceptos son parte de un mismo fenómeno, la oferta y la demanda de crédito, siendo la tasa de interés equivalente al precio que se fija en el mercado de dinero por la intersección de la oferta y demanda de fondos prestables.

Sin embargo, en la teoría económica existen dos importantes escuelas que tienen diferentes puntos de vista en cuanto a las fuerzas que determinan la mencionada oferta y demanda de fondos:

La teoría clásica del interés, que lo concibe como un fenómeno real determinado por el grado de austeridad de una sociedad económica frente a los rendimientos esperados de la inversión productiva y la teoría keynesiana de la tasa de interés, que la concibe como un fenómeno monetario determinado por la oferta monetaria generada por el banco central y el sistema bancario, frente a la demanda de dinero del público que se explica mediante la teoría de la preferencia por la liquidez y su esquema macroeconómico del gasto-ingreso.

Ambas escuelas están de acuerdo en que quienes prestan recursos, lo hacen esperando una compensación en el futuro: mientras quienes utilizan el crédito, lo hacen para contar con los fondos suficientes para financiar algún proyecto u operación que les reportará un beneficio. En este sentido, podemos concebir a la tasa de interés como un precio que se fija en el mercado de dinero, por la interacción que existe entre la oferta y demanda de recursos futuros. También puede concebirse como el precio que iguala las decisiones de asignación intertemporal de recursos, involucrando recursos futuros a cambio de recursos en el presente, igualando así el ahorro y la inversión de una comunidad.

Ambas teorías están de acuerdo con las definiciones anteriores. Las diferencias surgen a nivel del énfasis que se da a los determinantes de la oferta y demanda de fondos.

Sin embargo, dado que el objetivo del presente trabajo no es la discusión teórica, consideraremos a la teoría keynesiana la cual toma como punto de partida que, en una

⁸ Hayman, T. op. cit.

economía moderna, la mayor parte de la oferta monetaria está compuesta por dinero interno -o sea dinero respaldado con deudas de los agentes económicos, como son las cuentas de cheques- , de modo que para que se genere este tipo de medio de pago, es preciso que existan agentes económicos que deseen incurrir en gastos deficitarios.

Si no existe esta disposición de parte de los agentes de contraer deudas, no podrá generarse dinero, a pesar de que la autoridad monetaria provea al sistema bancario de las reservas necesarias para expandir el crédito, cuando exista esta disposición de los agentes a gastar en exceso de su ingreso, la autoridad monetaria puede, en efecto, controlar la expansión de medios de pago regulando el financiamiento interno del banco central y/o las reservas legales impuestas a los bancos.

En este caso la política monetaria puede impedir que la tasa de interés real suba, y así estimular la inversión, el empleo, etc. Cuando no exista tal disposición al endeudamiento nada puede hacer la política monetaria, y tendrá que auxiliarse en la política fiscal para lograr sus fines.

De esta manera el modelo keynesiano señala la capacidad de la autoridad monetaria para influir en el ingreso real esta determinada por el supuesto de que los precios son rígidos. La rigidez de los precios para los modernos keynesianos, se explica por factores económicos e institucionales que operan cuando existe competencia imperfecta e incertidumbre respecto al futuro.

3.4 FASES DE LOS CICLOS ECONÓMICOS

A continuación examinaremos el funcionamiento de las reacciones económicas antes mencionadas en las distintas fases del ciclo económico.

3.4.1 DILATACIÓN

"Bajo el estímulo de cualquier causa generadora que se pone en juego y en previsión de un aumento de ganancias, los empresarios aumentan el área de sus actividades, ponen más gente a trabajar en sus plantas y ordenan más materias primas. La demanda de materiales aumenta la ocupación en otras plantas, aumentando también la demanda de bienes de consumo cuando los obreros gastan el salario adicional que los empresarios desembolsan. Si la posición de donde se inició la dilatación fue de ocupación parcial de los recursos (como puede ser el caso aun en el supuesto de equilibrio, a menos de que haya competencia perfecta), el aumento de demanda de bienes se satisface por un aumento rápido en la oferta y la dilatación se marca por una mayor producción sin un alza de precios.

Como se realiza un aumento considerable en los salarios pagados a los individuos dedicados a la producción de materiales y equipos, y como, por otra parte, sus salarios se gastan en bienes de consumo, es posible que se presente un retraso en la producción de tales bienes con relación a los pagos totales de salarios; en este caso puede ocurrir un alza de precios. Los registros de los ciclos demuestran que las dilataciones presentan, generalmente, un

aumento en el nivel de precios, aumento que aparece retrasado durante las primeras etapas de dilatación, pero que se acelera mucho en las últimas".

Esta alza de precios se acompaña, y en realidad depende, de un aumento en el volumen del dinero en circulación que se logra, en gran parte, por una expansión de los depósitos bancarios, característica distintiva de prosperidad. Sería del todo imposible vender una producción mayor a precios medios más altos, sin una mayor cantidad de dinero.

Completará el resultado la velocidad de circulación, si el aumento es bastante pronunciado. Sin embargo, los hechos parecen indicar que, si bien es cierto que la velocidad de circulación es mayor en periodos de auge, su aumento sólo basta para explicar una producción más grande. El mayor volumen de dinero puede explicar el alza de precios.

Como veremos con más detalles algunos economistas consideran que este período constructivo, comúnmente llamado "período de gestación" tiene un papel predominante como causa del proceso cíclico.

El alza de precios, que es la característica de la fase de dilatación, no es de ninguna manera uniforme.

Estas variaciones en el desarrollo de precios diferentes son un ejemplo de una tendencia hacia la dispersión que parece ser característica de niveles de precios generalmente cambiantes. Perturban en cierta medida la simetría del equilibrio del sistema de precios, sus relaciones y sus cambios se extienden entre un nivel y otro y producen al mismo tiempo, en más o en menos, cambios considerables en la distribución del ingreso nacional.

La dilatación se marca no sólo por cambios en los precios relativos de los artículos, sino también por cambios en los distintos elementos de la estructura de los costos.

Esta perturbación típica de la estructura de costos produce una tendencia en cada período de dilatación a aumentar el margen de ganancias. Debido a que varios elementos del costo se retrasan con relación al alza general del nivel de precios, se amplía el margen entre lo que reciben y lo que gastan.

3.4.2 AUJE

Este aumento de ganancias y la perspectiva de su continuación produce comúnmente un rápido aumento en la cotización del mercado de valores. Todos ellos, incluyendo los bonos, suben bajo la influencia de una mayor confianza. Los cambios principales se presentan en las acciones, que por reflejar los valores capitalizados de las posibles ganancias, registran en forma exagerada las utilidades crecientes de la empresa.

Este desarrollo depende, a su vez, de la expansión en la circulación monetaria de la nación, especialmente de su crédito bancario; expansión que los hechos revelan que se produce. Las mejores perspectivas de los negocios y las altas cotizaciones de los valores en la bolsa, hacen que las autoridades bancarias estén dispuestas a dar mayores facilidades de crédito. Las mismas circunstancias tienden a acelerar la velocidad de circulación de todo el

⁷ J. A. Estey, Op. cit. pág. 103.

crédito disponible. Es posible que esta mayor inversión que facilita el crédito bancario consista no tanto en un mayor capital de trabajo como en nuevas adiciones al capital fijo, plantas, maquinaria y equipo. Este gasto de capital es particularmente potente para reterar la dilatación, produciendo aumentos importantes en el desembolso de salarios y especialmente durante la época de gestación, tiende a aumentar todavía más la demanda de bienes de consumo y a fortalecer el nivel de precios.

Una parte de los antecedentes de esta dilatación se encuentra en el espíritu de confianza y optimismo que parecen engendrar la producción, los precios y las ganancias mayores. Los registros de cada ciclo atestiguan la importancia de las olas de optimismo que barren la comunidad financiera y de los negocios en las épocas de expansión, cuya exhibición más dramática se encuentra en los auges de la propiedad raíz y del mercado de valores característicos en esas épocas.

Si ahora vemos retrospectivamente este proceso de expansión observaremos cómo empezando con lo que quizás fue un estímulo relativamente pequeño, la actividad crece en forma acumulativa hasta llevar a todo el sistema económico a un ritmo de producción muy acelerado. La causa generadora estimula una serie de actividades productivas conectadas con otras, engendrando un alza de precios y de ganancias y produciendo un aumento acumulativo de inversiones permanentes de capital, como construcciones de edificios y maquinarias que, a su vez, crean más edificios y maquinarias para la creación de otros edificios y maquinarias, hasta alcanzar ese ritmo total acelerado de la actividad económica.

Podría suponerse que este proceso de expansión no se alcanzaría hasta llegar a una ocupación plena de los recursos, y, más todavía, que este alto nivel de producción podría mantenerse indefinidamente porque la producción de bienes de cada productor es la fuente de la demanda de bienes de otro productores. Desgraciadamente, no es esto lo que sucede. En su lugar, el ritmo de actividad empieza a disminuir lentamente y, tarde o temprano, por medio de un cambio gradual o de una transición abrupta, la fase de dilatación termina y se entra en una de receso. Así llega al punto de flexión del ciclo.

Fin de la expansión

Las circunstancias que rodean la fase de receso indican que las fuerzas acumulativas que producen la dilatación se debilitan más y más, o, si preferimos decirlo de otra manera, las vence una serie de fuerzas limitativas que engendra la propia dilatación.

1. La primera es el alza gradual de los costos con relación a los precios.

La fuerte presión de la demanda de los productores en el mercado de materiales, de trabajo y de dinero empieza a caer con el aumento de precios, salarios y tasas de interés, tasas que se habían quedado atrás por las reservas disponibles, pero que, en último término, sienten la influencia de la escasez.

2. El problema del aumento de costos unitarios, que se deriva fundamentalmente de la escasez última de medios eficientes de producción, podría ser neutralizado si fuera posible continuar aumentando los precios de venta; pero esta posibilidad parece encontrar dos fuertes obstáculos: uno es el límite impuesto por la elasticidad decreciente del crédito bancario; el otro es la

difficultad evidentemente mayor de subir los precios sin provocar la resistencia de los consumidores.

- a) La expansión del crédito bancario es un requisito indispensable para un alza continuada de precios. Los niveles de precios altos hacen relativamente poco lucrativa la minería de oro y desalientan la producción marginal; tienen asimismo a estimular las importaciones y a desanimar las exportaciones, creando una balanza comercial desfavorable y una tendencia a la salida de oro.

La presión sobre las reservas, que provocan el aumento de depósitos y las extracciones interna y externa, conducirá en su momento a que los bancos aumenten su tasa de interés, analicen con más cuidado los proyectos que se les presenten y aun presionen sobre los prestatarios menos solventes para que paguen sus adeudos. Es posible que este aumento de la tasa de interés y el principio del "racionamiento" del crédito sean un freno fuerte a un mayor aumento de precios. Al suceder esto restringen también, y probablemente en forma más abrupta, el aumento en los valores de bolsa, y así, limitando el valor de los colaterales, agrava todavía más la restricción de crédito.

- b) Este freno de los bancos al alza de precios lo subrayan sin duda las dificultades acumuladas para vender. Es verdad que algunos precios, como las tarifas de carga y de los servicios públicos, están sujetos a reglamentos y no aumentan con facilidad; a otros los fijan contratos de larga duración, y otros, todavía, han sido establecidos por medio de publicidad y cambiosos puede despertar el resentimiento de los consumidores. Pero fundamentalmente puede haber límites al consumo impuestos por la relativa estabilidad de lo que Keynes llama "la propensión al consumo". Es posible que el nivel de vida sea convencional y que no sea fácil elevarlo en épocas de expansión, de modo que resulte más fácil ahorrar los mayores ingresos que gastarlos en consumo. Gran parte de la expansión ocurre en el campo de los bienes durables, como casas y automóviles, cuya demanda no puede aumentar fácilmente una vez que se ha iniciado la expansión inicial.

El problema, fundamentalmente, se encuentra en las tensiones de la estructura económica que parecen ser el acompañamiento inevitable de una época de dilatación: tensiones que quizá puedan ser descritas provisionalmente como el resultado de la incapacidad para mantener un equilibrio adecuado entre todas las distintas partes del proceso económico.

3.4.3 RECESO

El receso cubre un tiempo relativamente corto. Marca el punto de flexión durante el cual las fuerzas que producen la contracción se superponen al fin a las de la dilatación. Sus signos visibles son la liquidación en el mercado de valores, tensión el sistema bancario y alguna liquidación de préstamos bancarios, así como la iniciación de la baja de precios³.

³ Pestaña Aragón, Enrique, Op. cit. pág. 19

En realidad, existen pruebas de que los primeros signos del receso y la causa eficiente del debilitamiento de toda la estructura industrial, es la baja de la producción y de las órdenes en las industrias productoras de bienes de capital.

La caída del mercado de valores es la señal dramática del advenimiento del receso. Los diversos aspectos desalentadores de la situación económica influyen en el pulso sensible del estudio del sentimiento industrial y financiero. La baja, sin duda, se debe en gran parte a la admisión de que las ganancias no pueden mantenerse y a la reflexión que aquélla opera en el grupo especulativo, inclinado a no fiar el futuro.

La baja en el mercado de valores no sólo anticipa la baja de los precios y las ganancias, sino que ayuda a producirla.

El mercado de valores, más débil, hace que las compañías que habían contemplado una expansión mediante ventas de nuevas emisiones las mantengan fuera del mercado, reduciendo en esa forma lo que habrían sido órdenes de equipo o construcciones. El debilitamiento de la base del crédito que todo esto supone, reduce el mercado de dinero y hace que los bancos estén poco dispuestos a aumentar o aun a mantener el volumen de préstamos.

Esta onda acumulativa de liquidación que se apodera del mercado de valores, del de dinero y del de mercancías, es el preludio de la fase más o menos prolongada de actividad decreciente -de contracción de los negocios- que ahora se presenta.

Cuando ocurre una crisis y particularmente un pánico, parecen asociarse con un colapso de la confianza que produce rápidas demandas de liquidez y que por la misma naturaleza de las cosas se alimenta de su propia imposibilidad de satisfacción. Esta crisis de nervios puede producirse por alguna quiebra espectacular e inesperada. Una firma, un banco o una compañía anuncia su incapacidad para cubrir sus deudas. Este anuncio debilita otras firmas y bancos en el momento en que aparecen signos fatales de desastre en la estructura económica; además, produce una ola de miedo que culmina con un pánico general sobre las instituciones financieras, con un "sálvese quien pueda" final. La situación puede salvarse si los bancos intentan neutralizar esta situación con una actitud de liberalidad estudiada, preparándose para prestar fondos a todos los que tengan buen nombre o seguridad y cubriendo con rapidez las primeras demandas de efectivo.

La característica de un período de contracción en el que se presenta el receso es la disminución general de la actividad económica. Hay una notable baja en la producción de bienes y servicios y en la ocupación. Esta baja es general en todo el campo de la actividad, pero de ninguna manera es uniforme. Algunos sectores, como el comercio al menudeo, se afectan relativamente poco.

A pesar de la reducción en la producción de bienes y servicios, la contracción está marcada por una baja en el nivel de precios medios. En las primeras etapas la baja puede ser causada por la liquidación de existencias acumuladas durante la expansión. A medida que la contracción se desarrolla parece que la causa decisiva es la reducción del volumen de dinero en uso real. La reducción general de la actividad y las malas perspectivas de todos los negocios se convierten en una baja señalada del volumen de depósitos bancarios. Los préstamos ya hechos se reembolsan en lo posible y no hay nuevos que los sustituyan. Ni los bancos ni los negocios parecen estar dispuestos a continuar la escala normal de préstamos. Este hecho reduce mucho

el total de crédito monetario disponible, y el que lo está, así como la moneda en circulación, sufren una reducción señalada en su uso, según lo expresan los índices de velocidad de la circulación. El temor al futuro mueve a muchos a ahorrar para las emergencias; las malas perspectivas de ganancias hacen que los depósitos en los negocios se encuentren ociosos; la baja misma en el nivel de precios que esto engendra hace lucrativo posponer las compras.

Esta baja en el poder de compra es el antecedente de la baja de precios que, a pesar de la reducción general de la producción, caracteriza la depresión.

En la contracción, como en la dilatación, el ritmo de cambio en los precios es completamente desigual. Algunos artículos bajan muy poco; otros sufren un verdadero colapso.

Estos cambios desiguales en el nivel de precios deforma su estructura, cambia la distribución del ingreso y puede servir para prolongar la depresión.

Junto con esta deformación en la estructura de precios aparece una deformación en las relaciones costo-precio. Los salarios y los sueldos tienden a retrasarse con relación al nivel de precios. La opinión pública, la costumbre, las normas sindicales y la resistencia de una y otra clase ayudan a producir este resultado. Subsisten sin reducción varios gastos llamados, en general, gastos generales. Las tasas de interés, las rentas, los seguros y los impuestos son lentos en su movimiento descendente. Para las deudas existentes el interés es fijo y sólo puede cambiarse por el difícil proceso de negociación o por el recurso desagradable de la bancarota. Debido a estos cambios relativos en los precios y en los costos el margen de ganancias tiende a desaparecer y a ser reemplazado por pérdidas. Todo esto desanima mucho los negocios y crea cierto tipo de pesimismo que exagera las pérdidas potenciales, pesimismo que, mientras dura, contribuye a la inactividad y al estancamiento.

Así se completa el círculo de dificultades acumulativas. El debilitamiento de las expectativas de donde se inició el receso trae consigo la paja de ganancias, la reducción de la producción y una baja mayor de los precios con disminución de ganancias; y así, bajo el desaliento de esta última, que sustituye ahora lo que al principio sólo era temor, se presenta otra ola de reducción de la producción con mayor desocupación, mayor reducción de la producción, mayor baja en el crédito bancario y de la velocidad de circulación y una mayor deflación de los precios. Es este cúmulo de cosas lo que hace la contracción tan peligrosa y tan grave en las grandes depresiones.

El fondo de la depresión, a que la contracción ha llevado la economía, puede ser corto, pero hay algunas depresiones que se mantienen en el fondo por un tiempo demasiado largo.

3.4.4 RECUPERACIÓN

Quizá la fuerza más importante es la que trabaja para el restablecimiento de las relaciones normales de precios y las relaciones precio-costo que tanto deforma la deflación. Al fin de cuentas los precios dejan de bajar, sin duda debido, en parte, a la terminación gradual de las existencias y de los acervos acumulados de la época de dilatación. Esta etapa se alcanza más aprisa en sectores como la minería, donde la producción puede controlarse; más despacio en la agricultura, donde la naturaleza y el individualismo extremo interfieren creando restricciones.

Las tasas de interés alcanzan niveles bajos como resultado de la presión creciente de fondos acumulados en los mercados financieros excluidos de los gastos comerciales ordinarios. No sólo bajan las tasas de interés a corto plazo, sino también las tasas a largo plazo, con el alza consiguiente en el valor de los bonos de primera clase. Las tasas de interés a largo plazo fijadas contractualmente descienden en todas partes por acuerdos mutuos y a menudo por la recapitalización o por otra reconstrucción financiera.

Mientras más se posponga la recuperación, más crecerán las fuerzas favorables y a su debido tiempo, quizás con la ayuda de ciertas "causas generadoras" del exterior, pueden neutralizar las débiles fuerzas de la depresión e iniciar las fases de la recuperación.

Los primeros signos de este cambio de fase, aparte del restablecimiento de las relaciones entre precios y costos, características de la depresión y esenciales para su término, parece encontrarse comúnmente en el nivel de las cotizaciones de los valores y en las actividades de las industrias de construcción y de equipo.

Las actividades de la bolsa de valores tienen una tendencia en todas las épocas a dirigir la producción y todas las condiciones preliminares a la recuperación son favorables a esta tendencia. Es seguro que la recuperación inminente de ganancias se refleje en el precio de los valores a medida que los cambios llenan su función de dar por descontado el futuro. Además, el bajo nivel de interés es favorable a un aumento de préstamos a los cambiistas y estimula el sentimiento de alza. Esta alza en las cotizaciones del mercado de valores está acompañada y al mismo tiempo favorece una expansión de la construcción y de otros proyectos de inversión de capital. No sólo hace confiar este aumento del precio de los valores en que se aproxima la recuperación y no sólo apresura la construcción que se avicina, sino que el mejoramiento de los precios favorece las nuevas emisiones y facilita el financiamiento de los proyectos a largo plazo.

Es una cuestión discutible si puede llegar la recuperación hasta ciertos niveles algo más que modestos, si se carece de causas generadoras que, como hemos visto, son comúnmente las que producen el principio de una era de dilatación después que se ha logrado el equilibrio. Varios factores pueden retrasar la recuperación y hacer actuar, más de lo que a menudo sucede, un estímulo que dé el impulso necesario.

Hay una enorme disposición contra las tasas bajas de salarios, que se explica por una necesidad de mantener el poder de compra necesario para la prosperidad industrial.

Además, existe una rigidez creciente de ciertos precios evidentemente bajo el control de grupos monopolistas o bajo la influencia de la competencia imperfecta, rigidez que es, sobre todo, importante por su influencia en el campo de la producción de bienes de capital, cuya baja demanda es causa de algunas de las áreas más profundas de depresión.

"Esta serie de reacciones acumulativas que hemos trazado a través de las fases sucesivas del ciclo muestras en forma amplia que su desarrollo no se ajusta estrictamente a la reacción "normal" del sistema económico ante perturbaciones del equilibrio. El sistema económico, "normalmente", es un mecanismo autorregular y autocorrector. Las perturbaciones del equilibrio ponen en movimiento fuerzas que actúan con prontitud para restablecerlo. En los fenómenos

económicos, como en los fenómenos de la naturaleza, los cambios producidos por cualquier fuerza ayudan a neutralizar ésta⁹.

El desarrollo del ciclo económico viola las condiciones del equilibrio estable. Lo que se descubre con el ciclo económico es una inestabilidad fundamental del sistema. Si se desplaza del equilibrio, las fuerzas puestas en movimiento no tienden a restablecerlo, sino más bien hacen que el sistema se aleje más allá del equilibrio que antes. Esta desviación progresiva continúa hasta que la tensión resultante crea límites que aun las fuerzas acumulativas de la dilatación o de la contracción, poderosas como son, no pueden dominar.

Sin duda, si se desea hacer cierta concesión, aun este proceso puede ser incluido en el concepto de desarrollo "normal". El mismo proceso de la expansión hasta el receso y de la contracción hasta la recuperación, muestran que aun las perturbaciones más poderosas ponen en movimiento fuerzas que a su debido tiempo las llevan a un fin. En este sentido ¿qué es un ciclo económico sino un ejemplo del mecanismo autocorrector por el cual se neutralizan las perturbaciones? Es cierto que el retraso es a menudo considerable y que la perturbación parece prolongarse mientras se corrige a sí misma, pero quizás es sólo un asunto de grado. A pesar de los tipos familiares de expansión y contracción, las fluctuaciones cíclicas pequeñas se presentan sin mayores perturbaciones de las que se encuentran comúnmente en gran número de cambios no cíclicos a que está expuesto el sistema económico. Aun cuando los ciclos mayores son más espectaculares, es difícil trazar una línea precisa de dónde debe describirse lo que ocurre como una desviación acumulativa del equilibrio, o, al contrario, como una reacción correctiva de la perturbación.

Sin embargo, debe admitirse que el ciclo, si es un ejemplo de mecanismo autocorrector de la perturbación, es muy burdo desde el punto de vista económico. Si, por ejemplo, ocurre un aumento decisivo de oro en un país, la reacción propia es un nuevo equilibrio en un nivel más alto de ingresos nominales y precios, del mismo modo que en el caso contrario de una pérdida de oro la reacción propia es una baja del nivel de ingresos y precios. El hecho de que el primero sólo pueda producirse por el difícil proceso de un auge y el último por la experiencia bien penosa de una depresión, es un motivo de desaliento, porque la "corrección" en cada caso es tan violenta que pone en movimiento una nueva perturbación igualmente violenta, cuya corrección sólo puede lograrse, a su vez, por otra corrección más poderosa, y así sucesivamente en una serie sin fin de fluctuaciones. Es doloroso tener que esta siempre aplazando la corrección de tal manera que el equilibrio nunca se restablezca, pues los perjuicios sociales que representan y las penalidades individuales y las pérdidas causadas por este proceso elaborado de ajustes, son una de nuestras dificultades económicas más serias. Por esta razón está justificado considerar los ciclos económicos como un ejemplo de perturbaciones acumulativas más que de correcciones posibles.

⁹ J. A. Estey, Op. cit. pág. 119

CAPITULO IV

LOS CICLOS ECONOMICOS EN MEXICO

4.1 ANTECEDENTES (1970-1988)

Hasta la primera mitad de los años sesenta el mercado de valores era un componente poco significativo del sistema financiero nacional. El agotamiento del desarrollo estabilizador y sus efectos desarticulantes sobre el patrón monetario-financiero, fueron las circunstancias en las que se impulsaría la modernización de la bolsa para que se constituyera en una modalidad alternativa de financiamiento a la acumulación.

Las reformas legales al mercado de valores llevadas a cabo durante este período se inscriben en el más amplio contexto de las políticas gubernamentales del momento -incluida la reestructuración bancaria-, que intentaron impulsar el paso a lo que se vió como un desarrollo compartido durante la administración de Echeverría.

En un horizonte retrospectivo de largo plazo, el desarrollo estabilizador fue el momento maduro del patrón nacional de acumulación configurado desde la segunda postguerra, cuyos rasgos dominantes pueden resumirse en la sustitución de importaciones, la expansión del mercado interno y una modalidad específica de intervención estatal en la economía. Con el agotamiento de este patrón en la segunda mitad de los sesenta se evidencian rasgos de una crisis estructural en dicha modalidad de acumulación, los que fueron enfrentados con reformas dentro de la misma lógica de este patrón económico, en las que ocuparon un papel relevante las modificaciones en los modos financieros de control del excedente.

El mercado de valores fue un elemento representativo de las tendencias que siguieron tales reformas, y jugó con ellas un papel central en las características, las contradicciones y las perspectivas del mencionado proceso de transformación del patrón nacional de acumulación.

El llamado desarrollo estabilizador se fincó en un sólido pacto entre las fracciones dominantes del capital y del gobierno, respecto a la creación y los usos del excedente en el país¹

Dicho pacto involucraba, por un lado, a la alta burocracia financiera del gobierno que dirige la Secretaría de Hacienda y el Banco de México; y por el otro, la banca privada nacional, el capital extranjero con inversiones directas y los grandes capitales nacionales de la industria y el comercio.

En el plano financiero eran hegemónicos dentro de este bloque la burocracia de Hacienda y del Banco de México, y la gran banca privada². La banca pública nacional y los organismos multinacionales de crédito jugaron un papel especial pero subordinado dentro de este pacto. Por ejemplo, las instituciones nacionales de crédito funcionaban como banca de promoción y desarrollo, otorgando créditos pero sin realizar una captación relevante en el mercado local³.

Bajo esta hegemonía fue posible durante la década de los sesenta mantener estables los precios, las tasas de interés y el tipo de cambio; y pudo conformarse un patrón de financiamiento de la acumulación que era funcional a las necesidades reproductivas de esta modalidad de industrialización sustituta.

¹ Germán C. Quintana, E. y Ejar, G. "Dinam y Hegemonía. El Papel Político de las Finanzas Públicas", en Investigación Económica No. 180, PEA, México, México.

² Tula, Carlos. "Las Políticas Económicas en México (1970-1976)", Siglo XXI editores, 1a. edición, 1976, México, pp. 42 y 43.

³ *Ibid.*, p. 31

Las fundamentales relaciones financieras que caracterizaban a dicho patrón de financiamiento eran las siguientes:

En relación al exterior, se estableció una estrategia de libertad cambiaria y de flujos de capitales así como de inmovilidad del tipo de cambio que garantizaba la confianza de los inversionistas respecto al riesgo devaluatorio. Sobre esta base se obtenían divisas por medio de los créditos de la banca de desarrollo pública internacional, el ingreso de divisas por exportaciones y la inversión extranjera directa. Estas divisas se aplicaban al financiamiento de la inversión fija privada y para la realización de obras de infraestructura por parte del Gobierno.

En el interior del país, se desarrolló una estrategia de tasas de interés reales positivas para alentar a los capitales a que permanecieran en el mismo. El gobierno operaba con una estrategia de presupuesto deficitario; pero con el fin de evitar procesos inflacionarios, este déficit no era financiado con emisión primaria sino que las fuentes de su financiamiento eran el encaje legal y la emisión de títulos de deuda garantizados a la par.

Por su parte las grandes empresas se autofinanciaban con base en una elevada tasa de reinversión de utilidades, las que estaban favorecidas por una estructura fiscal complicada, de baja incidencia para el capital, y socialmente regresiva; en menor medida utilizaban el crédito bancario interno para el financiamiento de corto plazo.

Por último la demanda de bienes de consumo durables, que representaban el segmento dinamizador del patrón industrial, era financiada mediante créditos otorgados por sociedades financieras o por las propias empresas.

Este patrón de financiamiento generaba una particular relación entre banca privada nacional y gobierno, en la que la primera tenía un gran poder, porque centralizaba y distribuía la mayor parte de los flujos dinerarios privados; esto porque gozaba de un mercado protegido debido a que la banca extranjera estaba excluida de participar en el mercado financiero nacional, y porque al mismo tiempo, manejaba a discreción los fondos que llegaban del extranjero, tanto los que captaba directamente como los que ingresaban a través de la intermediación financiera del sector público⁴.

A cambio de esta situación privilegiada, la banca privada nacional suministraba al gobierno los recursos que éste necesitaba para financiar su déficit, vía encaje legal y crédito. Conforme a la lógica de este patrón de financiamiento, el gobierno no podría obtener estos recursos de otras fuentes como la tributaria o la venta de bienes y servicios, ya que estos fondos estaban destinados a estimular la inversión de capital vía subsidios y transferencias; y porque como hemos dicho el fundamento de la estrategia estabilizadora excluía la emisión primaria como modo de financiamiento por sus efectos inflacionarios⁵.

Dentro de este esquema financiero el gran capital industrial y comercial privado nacional crecen durante la década de los sesenta asociado a las empresas transnacionales, subsidiado por el Estado y en articulación con el capital bancario. Esto último bajo tres modos: absorbiendo bancos privados, fusionándose con ellos o manteniéndose independientes de los bancos pero bajo el trato de cliente preferencial de los mismos.

Así, con el mencionado patrón de financiamiento a la acumulación se produjo una elevada concentración en "los polos de captación de recursos financieros, precisamente en los

⁴ Tello, Carlos. "La Nacionalización de la Banca en México", siglo XXI editores, 2a. edición, 1984, México.
⁵ *Ibid.*, p. 43

grupos que controlan e impulsan al sistema de mostrador". Es decir, los grupos bancario-industriales y bancario-comerciales a los que se conoció luego como los "grupos financieros". Con ello se constituía una amalgama de intereses cuya reproducción se cumplía bajo la lógica del gran capital, con núcleo y liderazgo de las instituciones privadas de crédito en el control del excedente mediante los circuitos financieros.

En este contexto, el mercado de valores era muy poco relevante como espacio de financiamiento para la acumulación productiva, lo que se evidenciaba en la reducida operación de acciones empresariales dentro del mismo; la mayoría de los instrumentos operados en este mercado eran los títulos de deuda pública y las obligaciones privadas.

Las operaciones del mercado de valores eran efectuadas por cuatro tipos de intermediarios: los departamentos de valores de algunos bancos; las sociedades que operaban como casas de bolsa; los agentes de bolsa y las sociedades de inversión.

En lo que respecta a casas y agentes de bolsa, sus ingresos más cuantiosos provenían de operaciones realizadas para intermediarios no bursátiles, dado que las primeras dependían de los bancos y los segundos operaban sus mayores volúmenes por cuenta de las sociedades financieras. En el caso de los fondos de inversión estos "han sido utilizados como instrumentos auxiliares de financiamiento de grupo. Esto es, el grupo bancario-industrial que controla la concesión, se vale del fondo colocándole paquetes de acciones de sus propias empresas, las que en muchos casos no son ni abiertas ni bursátiles".

De conjunto, éstos eran unos pocos intermediarios privados que para fines de los sesenta se encontraban dominados por los principales bancos. Visto este poder de los grandes bancos privados y dada la mencionada interrelación de éstos con las grandes empresas industriales y comerciales, no es difícil comprender porqué la ulterior modernización de la parte no bancaria del sistema financiero, y en particular de la intermediación bursátil, tendería a favorecer en particular las necesidades de crecimiento de los grupos financieros de capital privado.

Este patrón de financiamiento funcionó adecuadamente durante los sesenta, asegurando que las relaciones financieras reciclaran el excedente hacia la valorización productiva del capital bajo las condiciones dadas. Sin embargo, las contradicciones del patrón de acumulación productiva hicieron imposible sostener esta lógica financiera.

En lo que se refiere al sector externo, existían diversos factores de desequilibrio. En primer lugar, los provocados por el progresivo debilitamiento de las actividades exportadoras frente al incremento de la actividad importadora que surgía de la modalidad de acumulación; esto significó que al reducirse relativamente el flujo de divisas obtenidas por concepto de exportaciones, fuese necesario financiar crecientemente las importaciones públicas y privadas a través del endeudamiento externo.

Por otra parte, había desequilibrios financieros provocados por la evolución de las empresas transnacionales, las que inicialmente habían generado entradas positivas de divisas por inversiones directas. Pero luego comenzaron a financiarse con base en la contratación de préstamos externos y al mismo tiempo, comenzaron a remitir utilidades y regalías a sus matrices sin reinvertir productivamente sus ganancias. En consecuencia, se volvieron progresivamente deficitarias en sus relaciones con el exterior, tanto por lo que se refiere a sus balances comerciales como por los saldos entre salidas por pagos factoriales e ingresos de capital fresco al país.

^o Caso Barón, Jorge, "El Mercado de Valores en México", CEMLA, 1971, México.

En lo que respecta a la dinámica de la economía interna, se comenzó a observar la reducción en el ritmo de crecimiento de la inversión privada y el aumento de las presiones inflacionarias; junto con ello se producía la creciente colocación de los excedentes generados por la actividad productiva en los circuitos financieros no bancarios nacionales o remitidos fuera del país, debido a las dificultades para incrementar la inversión productiva dentro de las condiciones de demanda y rentabilidad relativa que eran propias del patrón de acumulación tradicional.

La remisión de capitales al exterior comenzó a afectar la captación bancaria, con lo que se estrechaba el margen de maniobra existente para hacer frente a una creciente demanda de financiamiento por parte del sector público y de los grupos de altos ingresos insertos en un patrón de consumo dinámico y sofisticado.

A consecuencia de los distintos desequilibrios económicos mencionados se contrajeron los fondos que posibilitaban el financiamiento de la acumulación, lo que presionó al gobierno a buscar cada vez más préstamos externos; y en un contexto manifiesto de presiones inflacionarias, condujo a elevar las tasas de interés con el fin de fomentar el ahorro interno y externo así como para retener los capitales en el país. Sin embargo, esto alentó las tendencias inflacionarias y recesivas, lo que significó para las empresas que sus costos financieros en pesos se elevaran. En consecuencia, dado que persistía un tipo de cambio fijo, las grandes empresas acudieron progresivamente al expediente de financiarse con base en deuda externa.

A lo anterior hay que añadir el hecho de que los ya mencionados requerimientos decrecientes de inversión y producción generados por el menor ritmo de la actividad económica, hizo que las empresas más concentradas y con gran capacidad de generación de flujos de efectivo se encontraran con fondos disponibles que no se canalizaban a la inversión productiva. Esto las colocaba en la necesidad de encontrar una alternativa para estos fondos; la disyuntiva fundamental era invertir los fondos en el sistema financiero nacional o remitirlos al exterior para que se valorizaran financieramente en algunos de los grandes mercados del extranjero. Esto se convirtió en un factor adicional de incremento de la tendencia especulativa financiera y de desequilibrio cambiario.

De conjunto, a fines de los sesenta la agudización de los desequilibrios externos e internos abrieron las puertas a la especulación financiera y cambiaria, marcando la pauta que seguiría la crisis y la transformación del patrón nacional de acumulación vigente.

Las contradicciones del patrón de acumulación del desarrollo estabilizador al finalizar la década de los sesenta reflejaban el hecho de que este había entrado en una fase de agotamiento, tal como se evidenció en los desequilibrios del sector externo, la crisis agrícola y la contracción en el ritmo de crecimiento de la actividad económica. En consecuencia, se hacía necesario enfrentar transformaciones estructurales profundas en el patrón de acumulación que permitieran mantener la dinámica expansiva de la economía en el contexto de las condiciones de la economía mundial y del desarrollo alcanzado por el país.

Estos cambios estructurales que exigía la crisis del patrón del desarrollo estabilizador no podían separarse de modificaciones en el modo como se articulaban y reproducían las fracciones del capital y el Estado, por lo que esta crisis implicaba necesariamente la transformación de las relaciones de hegemonía, su contenido y su forma.

Asimismo esta necesidad de reforma debía manifestarse también en el sistema financiero tanto por las dificultades ya señaladas, como porque las transformaciones estructurales de la economía debían acompañarse de cambios en los mecanismos y las reglas de repartición financiera del excedente entre las distintas fracciones de capital.

Sin embargo, todo esto no es asumido así por los actores dominantes del proceso quienes manifestaron gran rigidez para asumir la necesidad de las transformaciones estructurales planteadas.

Aquel agotamiento del patrón de acumulación significó una reducción relativa del excedente económico controlado en el país; lo cual se tradujo en el inicio de una pugna entre las fracciones dominantes por el control de los montos relativamente reducidos de excedente, provocando fisuras en el pacto hegemónico. Por otra parte y conforme a las condiciones, la crisis estructural se manifestaba como generada, por un lado, por restricciones financieras externas y, por el otro, por los déficit de demanda interna que surgían de la modalidad vigente en la distribución del ingreso.

En consecuencia, tanto por la resistencia al cambio de los actores dominantes, como por la pugna entre ellos provocada por la reducción relativa del excedente que ponía en discusión el patrón de apropiación vigente, y por la existencia de causas financieras externas y de distribución del ingreso, se enfrentó este agotamiento del patrón de acumulación con la tesis de que era posible mantener el estilo de desarrollo aplicando reformas al modelo existente.

Esto fue lo que intentó el gobierno de Echeverría al promover el paso del desarrollo estabilizador al desarrollo compartido.

Ese carácter "compartido" con que se calificó el proyecto no sólo expresaba que se pretendía redistribuir la riqueza hacia sectores más amplios de la sociedad y eliminar así un factor que frenaba la reproducción ampliada de la demanda y la oferta internas. También reflejaba el hecho de que una inversión privada en descenso justificaba una acción más decisiva del Estado en algunas áreas de la producción, estimulando especialmente ciertas ramas, como las industrias productoras de bienes intermedios y de capital, que habían quedado rezagadas con respecto al dinamismo de las ramas de bienes de consumo duradero.

En el marco de su proyecto reformista, el gobierno se comprometió en ambiciosos programas de inversión (siderurgia, nucleoelectricidad, infraestructura, transporte, riego, puertos industriales) y en gasto social (creación de empleo, vivienda, subsidios al consumo básico, aumento salariales).

Una reforma estructural de la dimensión señalada requería disponer y movilizar una cantidad considerable de recursos. Tres eran los destinos principales de dichos fondos.

- a) Solventar el intervencionismo creciente y reordenador por parte del sector público;
- b) salir del deterioro externo pagando las importaciones de los bienes de capital que hacían falta para profundizar la sustitución de importaciones, de los alimentos que escaseaban, y generando las divisas necesarias para asegurar las remesas por regalías y utilidades que transferían a sus matrices las empresas transnacionales; y
- c) proveer los recursos y mecanismos que reanimaran a la inversión privada y que facilitarían la reasignación de esta última en términos del propio proyecto innovador.

Pero el mencionado descenso en el ingreso de divisas por concepto de exportación de servicios y mercancías debilitaba la capacidad de la economía en su conjunto para importar y para financiar el gasto y el déficit público, configurando una restricción financiera externa que se caracterizó en la administración Echeverría como limitante fundamental para continuar con el estilo de desarrollo llevado en los sesenta. Esto se agravaba si se consideraban las presiones inflacionarias internas y la inestabilidad monetaria, la recesión y el proteccionismo comercial que comenzaba a padecer la economía mundial. De conjunto, esta restricción financiera conducía a incrementar el endeudamiento externo.

Este patrón de financiamiento del desarrollo estabilizador había sido más insuficiente e inadecuado para resolver el problema. En particular, el sector bancario, predominante en el sistema financiero, mostraba rigideces que lo hacían aparecer como incapaz de secundar el resto de transformaciones requeridas, conduciendo a una suerte de bloqueo financiero que se convertía en un elemento adicional de inestabilidad.

En consecuencia el patrón de financiamiento configurado en los sesenta constituía en dos sentidos un obstáculo para la reforma. Por una parte, dificultaba la posibilidad de financiar en la medida necesaria a las ramas industriales y agrícolas rezagadas y las transformaciones necesarias en la infraestructura; por la otra, porque obstruía la emergencia de nuevas fracciones del capital. Así, tanto en el nivel macro como en el microeconómico, dicho patrón financiero impedía la diversificación económica y empresarial.

Por otro lado, debido a las razones antes indicadas el sistema tendía a ser altamente líquido y sensible a los desequilibrios económicos. Por eso, los capitales industriales y los propios bancos de depósito y ahorro, aprovechaban los vínculos patrimoniales que había entre ellos y con otras instituciones, reciclando sus recursos hacia títulos financieros. Los bonos, obligaciones, certificados y acciones de instituciones hipotecarias y financieras van sustituyendo a los depósitos a plazo y a la vista⁷.

La reducción relativa de los recursos de las instituciones de depósito y de ahorro frente a las financieras, se debía a las atractivas características de liquidez y rendimiento que han venido disfrutando sus pasivos y a la fuerte demanda de recursos que los grupos financieros ejercen para sus propias industrias⁸.

También se registra una tendencia hacia la reducción de los plazos de contratación y vencimiento de los títulos, lo cual sugiere dos tipos de operaciones: el menor uso de los recursos como capital de préstamo de largo plazo; y una inducción hacia la creación del mercado secundario, deudas sobre deudas, en detrimento de la función de financiamiento a la inversión productiva que debía cumplir el sistema de crédito.

En síntesis, el progresivo estancamiento de la economía y la llamada "huelga" de inversión privada aparecen como los factores fundamentales para explicar la trayectoria especulativa que después caracterizaría nitidamente al sistema financiero mexicano. Este ámbito se constituía ya como un espacio de valorización más redituable que el productivo, y destacaba como una novedosa área en la cual disputar el excedente social disponible.

⁷ Cardoso, M. Elzo. "Patrón Monetario y Acumulación en México", Siglo XXI editores, 1a. edición, 1984.
⁸ Caso Barón, Jorge, op. cit., pp. 168 y 169.

La situación generada bajo el patrón financiero existente restringía el margen de acción que tenía el Estado frente al gran capital nacional y extranjero. En especial con este último pues, dadas las circunstancias, debía acudir cada vez más al endeudamiento externo.

Es evidente que el poder que la banca privada obtenía por esta situación amenazaba la capacidad estatal de dar cauce a la reforma y, más grave aún, si se presentaba la ocasión, que no estaba lejana en un contexto de crisis, podía deslucir la estructura económica y la viabilidad misma de la acumulación.

Es en el contexto de las tensiones financieras generadas con el agotamiento del desarrollo estabilizador y al volverse imprescindible aplicar correctores a las tendencias que lo habían caracterizado, que aparecen las condiciones que otorgarían vitalidad al mercado de valores en México, hasta el punto de que en 1975 se promulgaría su nueva Ley. Tres necesidades se combinaron para la reforma financiera: subsanar la falta de capitales para continuar el desarrollo y la integración de la industria nacional; tener fuertes opciones de financiamiento ante el previsible estrangulamiento externo; y crear un contrapeso al poder del duopolio bancario (Banco Nacional de México y Banco de Comercio).

El panorama distorsionado y limitante que se ha expuesto, al mismo tiempo que la silenciosa pero creciente pugna entre el gobierno y la banca privada, parece haber sido principalmente lo que estuvo detrás de la secuencia de reformas parciales al sistema financiero que desembocaría en la creación de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y la conversión de la banca comercial en banca múltiple.

Ante el establecimiento de la banca múltiple, las nuevas disposiciones legales parecen resultar más de presiones económicas y políticas que de la intención de mejorar el servicio a la clientela, buscar economías externas y ahorrar en costos que supuestamente derivarían de la integración técnica y administrativa.

Es claro, sin embargo, que la evolución subsiguiente del sistema financiero y de la disputa entre las fracciones dominantes no puede atribuirse exclusivamente a las reformas legales aunque aquéllas hayan sancionado su impulso. Antes bien, se trata de un conjunto de relaciones y articulaciones que fueron materializándose a lo largo de los años y, en particular, derivadas del patrón de financiamiento del desarrollo estabilizador ya considerado. Así, a pasar de que el proyecto reformista del desarrollo compartido pretendía darle el servicio bancario un sentido social y contrarrestar la concentración de recursos, parece correcto afirmar que en la práctica la política económica debió montarse sobre la fuerza de las tendencias centralizadoras y especulativas que hacían de la fracción bancaria el líder del gran capital; o, por lo menos, que no pudo frenar la consolidación y las presiones que ella le imponía.

Dentro de esta lógica es comprensible que las mencionadas reformas parciales al sistema financiero desembocaran en la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1975. Porque según la Exposición de Motivos, la institucionalización del Mercado de Valores contribuiría al logro de los objetivos de política económica, tales como : la democratización del capital; la diversificación de las fuentes de financiamiento de las unidades económicas; la ampliación de la gama de instrumentos de inversión; la capitalización adecuada de las empresas; el incremento en la recaudación de impuestos a través del mejor conocimiento de los estados financieros de

los causantes, y la mexicanización de la industria por medio de la participación de accionistas nacionales⁹.

4.2. BOOM PETROLERO (1977 A 1982)

Este periodo abarca la fase final del ciclo del patrón nacional de acumulación de la industrialización sustitutiva, porque la expansión petrolera permitió que la economía mexicana creciera a un ritmo sin precedentes, desatando con ello una serie de factores que condujeron al desplome de dicho patrón en 1982.

Tres factores fueron los principales que provocaron este resultado.

- 1) El primero esta dado por el curso que tomó la asignación del excedente en general y el excedente petrolero en particular. En esto destaca la canalización desmesurada del excedente para su valorización en la esfera especulativa, contribuyendo a bloquear la capacidad reproductiva material de la acumulación y de transformación del modelo de desarrollo buscada a través del uso de los excedentes petroleros.
- 2) El segundo el desplazamiento del patrón monetario nacional y su upeditación al dólar como consecuencia de la desarticulación de los circuitos dinerarios que generó la especulación financiera y cambiaria.
- 3) En el tercer factor lo esencial es el estado final de descomposición del bloque hegemónico al que se llegó con la crisis de 1982 y la consolidación del casi absoluto liderazgo económico y político en la coyuntura por parte de las fracciones bancarias nacional y extranjera.

Ninguno de los elementos anteriores se desarrolló aisladamente. Por el contrario, el sistema financiero -y en especial su sector bancario-, al ser el espacio donde se interconectaban los circuitos monetario, cambiario, fiscal y empresarial, quedó convertido por los sectores en pugna, tanto los públicos como los privados, en el lugar por excelencia donde dirimir la disputa por el control del excedente.

El mercado de valores reflejó esta disputa y contribuyó a fortalecer el predominio de las principales fracciones empresariales encabezadas por la banca, tanto por lo que representó como mecanismo para lograr alta rentabilidad financiera, como porque permitió financiar al déficit público y, también, porque permitió centralizar flujos de capital y acervo patrimonial del sector privado.

Sin embargo, esta centralización monetario-financiera generó su propio límite ya que dislocó las condiciones básicas para la continuidad de la reproducción ampliada de la acumulación productiva. De hecho la disponibilidad de los recursos petroleros, que parecía poder restaurar la concertación entre las fracciones dominantes del capital y el Estado, en realidad no hizo sino acelerar las tensiones y fricciones que debilitaban al pacto desde años atrás. Por ello, el fin del auge petrolero conduciría al quiebre definitivo del pacto hegemónico anterior y a la

⁹ La Ley del Mercado de Valores de 1975 realizó el objetivo de "llevar a los pequeños y medianos inversionistas oportunidades alternativas de ahorro e inversión y que permitiera escapar, a las empresas industriales y comerciales tener una mayor disponibilidad en sus fuentes de financiamiento y, con ello, una mayor disponibilidad del crédito bancario.

necesidad impostergable de reforzar la transformación del patrón nacional de acumulación y de establecer un nuevo bloque hegemónico.

Lo anterior muestra por una parte que el retorno de la confianza y la recuperación económica en 1977 y 1978 se tradujo en la reanimación de la actividad financiera y en el declive de la dolarización en los circuitos internos.

Por el mismo tiempo, esto se acompañó por el hecho de que el financiamiento al gobierno dependiera más de los créditos externos; que la contratación de estos pasara a realizarse preferentemente con la banca privada transnacional; y que a pesar de la reducción del endeudamiento neto la deuda total creciera por causa de la elevación de las tasas de interés internacionales. Así, el amparo de las tensiones monetarias en la economía mundial y la búsqueda de espacios de valorización y resguardo que movía a los capitales internacionales, fue conformándose la situación financiera externa que en combinación con los desequilibrios internos, conduciría al colapso de la deuda externa en 1982.

Por lo demás, ya entonces quedaba claro que el desarrollo de la crisis mexicana, junto con los acontecimientos externos mencionados, había dado como resultado que el capital bancario transnacional evitado por el FMI, sustituyera a la inversión extranjera directa de empresas transnacionales como uno de los interlocutores privilegiados del gobierno para decidir el curso que seguiría la situación en los años sucesivos; y por ello, dicha banca transnacional se había comprometido y vinculado con los grupos nacionales liderados por los bancos, lo que le permitiría participar activamente en la disputa por el excedente.

Sin duda, la disponibilidad de los excedentes generados por el aumento de los precios internacionales del petróleo durante el período en consideración vino a afianzar este esquema. La explotación compulsiva del petróleo creó un flujo triple de recursos que se distribuía ante el Estado y los grupos empresariales.

En el plano financiero interno, la captación y el crédito en moneda extranjera mostraron un repunte ligeramente superior al de la nacional, especialmente en el caso de la banca privada y mixta.

En tal contexto, ya en el año de 1979 afloraron significativas divergencias en el interior de las fracciones hegemónicas del capital y el Gobierno respecto al modo de "administrar la abundancia". Si bien había coincidencias básicas respecto a la necesidad de modificar la estructura económica del país y ampliar los cauces de la participación civil en las decisiones del poder, también había diferencias en lo que tocaba al camino por seguir, la utilización de los recursos petroleros, el papel del Estado y la orientación de las transferencias¹⁰.

Bajo este despliegue de contradicciones y con el compromiso del gobierno de impulsar a las industrias y los sectores rezagados, así como de no estarse al endeudamiento externo, más su intención de no volver a bloquear el financiamiento privado a la inversión imponiéndole excesivas cargas, el gobierno trató de robustecer modalidades alternativas de financiamiento a la acumulación tal como la que representaba el mercado de valores, principalmente en lo que se refiere a la operación de acciones industriales.

Para ello era preciso vencer los obstáculos que impedían la consolidación de este mercado, tales como la mayor rentabilidad de los instrumentos de ahorro bancarios y financieros muy líquidos; la mayor tasa fiscal a los títulos de deuda y los activos de renta variable; la

¹⁰ Murillo, Arturo. "La Estrategia Gubernamental: Planes y Programas Económicos", en Taller de Coyuntura, DEPE/UNAM, 1980.

amenaza de competencia que pudiera representar el mercado bursátil para las instituciones bancarias, el perjuicio de los empresarios acerca de la discreción que había en sus operaciones y utilidades; y en la coyuntura, la tendencia a la dolarización como forma de especulación que dominaba los años sesenta¹¹.

Para 1976, las circunstancias para profundizar el desarrollo del mercado de valores eran favorables, por una parte porque la dolarización parecía detenida; y por la otra porque la elevada concentración bancaria reducía las probabilidades de que el desarrollo de la bolsa pudiera hacer daño a las instituciones bancarias, ya que las siete casas pertenecientes directamente a bancos operaban el 38.5% del total; y que el flujo de excedentes, por obra de los recursos petroleros, parecía creciente y aún inacebato¹².

El gobierno de López Portillo tomó diversas medidas para impulsar al mercado bursátil: canalización de recursos de la banca privada para capitalizar a las instituciones bursátiles; fomento a la creación de casas de bolsa para sustituir a los agentes individuales; autorizar la revalorización de activos de las empresas cotizadoras; promulgar la exención fiscal a ganancias bursátiles y la mecanización de empresas con capital extranjero así como inyectar directamente recursos públicos en este mercado¹³.

Tres indicadores muestran los alcances y límites de este empuje: la introducción de Petrobonos y Cetes; el crecimiento del mercado accionario; y la reducción del porcentaje de financiamiento otorgado por el mercado de valores respecto al total del sistema bancario y financiero.

Sin embargo, estos cambios positivos en los mercados de títulos y acciones no se reflejaron en un impacto similar sobre el conjunto de la economía.

En primer lugar, el impulso al mercado de valores antes mencionado no generó un modelo financiero que innovara los instrumentos de captación de fondos y de financiamiento al sector público para evitar una relación directa entre déficit gubernamental y emisión primaria; por el contrario, dicho impulso se tradujo en una reorientación significativa de las fuentes de financiamiento.

El otro elemento explicativo del "boom" y el desplome bursátil del período es la evolución del mercado accionario, que fue estimulada a través de diversas medidas de carácter fiscal orientadas a modernizar el sistema de captación y financiamiento empresarial de largo plazo y en moneda nacional.

Diversos factores vinculados a tendencias especulativas que se desarrollaban en la economía nacional e internacional, se combinaron para dar lugar a ese comportamiento. En efecto, el auge bursátil estaba alentado por las expectativas optimistas que había respecto al crecimiento del producto y la actividad económica nacional en general. Ello se confirma cuando se observa que sólo en 1978 el rendimiento accionario promedio fue mayor al 50% y en algunos casos llegó hasta el 200 por ciento¹⁴.

Sin duda, frente a tasas de interés reales negativas y a la creciente liquidez de las empresas por las utilidades que recibieron, el mercado bursátil accionario representaba una

¹¹ Quijano, José Manuel. "Estado y Banca Privada. Ensayos No. 3, Colecc. Economía, CIDE, 1981.

¹² *Ibid.*, p. 158.

¹³ Quijano, José Manuel. "Especulación y Estrangulamiento Financiero: 1976-1981", en La Banca Pasada y Presente, Ensayos No. 5 Colecc. Economía, CIDE, 1983.

¹⁴ Alencor, Jorge. "La Bolsa Mexicana de Valores en 1978", en Taller de Coyuntura, 1978, La Crisis quedó atrás?, DEPE/FEUNAM.

opción excelente para la valorización financiera, al tiempo que existían las fuerzas económicas para su expansión. Además, este crecimiento bursátil se daba en un ambiente especulativo general practicado en los ámbitos comercial, cambiario, inmobiliario y fiscal.

Ahora bien, hay por lo menos dos aspectos que permiten caracterizar este crecimiento del mercado accionario como poco sólido.

En primer lugar porque el mercado bursátil estaba sumamente concentrado, facilitando el manejo especulativo.

Asimismo, para las empresas que cotizaban en bolsa se les generó un atractivo circuito de rentabilidad financiera: captar fondos colocando acciones sin riesgo de perder el control patrimonial y sin pagar impuestos; depositar luego en bancos el capital obtenido por esta vía, recibiendo por ello intereses elevados en términos reales; para, finalmente, ser prestatarios de los recursos que necesitaban como capital de trabajo.

En segundo lugar dicho auge fue poco sólido porque estuvo fundado básicamente en la operación secundaria de títulos.

Estos factores junto con la sobrevaluación de los precios de las acciones y a un cambio de expectativas anticipadas sobre el ciclo económico, están en la base del despiome de la bolsa en 1979. La expansión de la oferta de acciones al principio de año y la sobrevaluación de sus cotizaciones, junto al ascenso de la especulación con metales preciosos, provocó la venta masiva de acciones y la caída de sus precios. Esto evidenció la debilidad del proyecto que buscaba convertir el mercado de valores en una modalidad sólida de financiamiento de largo plazo para la acumulación productiva; y con ello también se mostraba la fragilidad del restaurado pacto entre los grupos dominantes del capital privado y el Gobierno ya que no conseguían generar un nuevo patrón de financiamiento capaz de introducir un modo viable de acumulación productiva.

Al final del período 1978-1979, el mercado de valores presentaba los siguientes rasgos:

- a) Un cierto crecimiento respecto al nivel histórico pero a la vez una tendencia al estancamiento relativo,
- b) un carácter sumamente concentrado y ligado a los bancos privados,
- c) la recomposición de su estructura, porque por una parte los títulos de renta fija bancaria pierden importancia frente a los de la deuda interna pública y de renta variable; pero al mismo tiempo predomina el mercado de dinero sobre el mercado de capitales, y
- d) un crecimiento de la operatividad con acciones, resultado más de la expansión de las operaciones secundarias que de la colocación primaria.

En consecuencia, en el marco del respaldo que representaba la disponibilidad de recursos petroleros y del endeudamiento creciente que lo acompañó, la política de inyectar recursos a la modalidad de financiamiento vía mercado bursátil que trataba de hacer que el ahorro nacional destinado a la acumulación fuera más eficiente, grande e integrado al desarrollo industrial y de otros sectores, produjo paradójicamente un mecanismo favorable a la especulación financiera y al fortalecimiento del capital bancario extranjero y nacional.

En el período que transcurre entre 1977 y 1982 se precipitaron las tendencias que conducían a la desarticulación del sistema financiero y al estancamiento de la economía, al tiempo que se agudizó la disputa por apropiarse y resguardar el excedente disponible.

Esta "crisis dentro de la crisis" y el derrumbe en 1982 de la estrategia de petrolización que había llevado al auge, no reflejó sino la imposibilidad de que continuase el pacto entre las fracciones dominantes del capital y el gobierno; porque su base de sustentación, que era el patrón nacional de acumulación de la industrialización sustitutiva, encontraba ya límites y contradicciones insuperables que orlaban tanto al patrón como al propio pacto a una transformación substancial.

Tal pacto entre las fracciones dominantes del capital y del Estado, que parecía haber sido renovado al principio del sexenio y que tuvo ligeras fricciones en 1979, comenzó a debilitarse al año siguiente. Curiosamente en 1980, mientras que los distintos grupos del sector privado reducían la agresividad de sus críticas al gobierno, el Presidente de la República, tal vez creyendo que el auge de los años anteriores había sentado bases sólidas para la orientación económica y el acuerdo con dichas fracciones, decretó el 18 de marzo de 1980 que: a) se pondría en marcha el Sistema Alimentario Mexicano, b) se establecía un tope a la producción y exportación de petróleo, y c) México no ingresaría al GATT.

Las tres decisiones anuncian la intención de no apresurar las transformaciones industriales y del sector externo, así como la de atender especial y prontamente la insuficiencia agrícola y alimentaria.

Esto segundo pretendía elevar la productividad agrícola mediante una alianza económico-política entre el gobierno, los campesinos y los agricultores capitalistas pero sin afectar la estructura de la tenencia agraria; y los dos últimos puntos revelaban el triunfo de los sectores nacionalistas de la sociedad, y de los grupos menos oligopólicos de los empresarios. Era, en suma, la última oportunidad de mantener vigente una política económica y de desarrollo en un Estado de tipo social tradicional.

Todos estos propósitos se verían frustrados, o de plano cambiados en el curso de los años siguientes a esta proclamación de 1980. En el contexto de declive de la producción y la exportación, creció la desconfianza económica y política, las expectativas devaluatorias e inflacionarias, así como la incapacidad de la política económica para salir adelante de la etapa. Ello procesó y fue resultado del desgrace del pacto. Las fracciones capitalistas encumbradas y controladoras de los circuitos bancario y financiero se dieron a la tarea de salvarse del desastre, no haciendo otra cosa que precipitarlo. Tello¹⁹, expone de manera clara este proceso final de fragmentación. A mediados de julio de 1981 se aceleraron la inflación, la dolarización, la fuga de capitales (2,492 millones de dólares en el primer semestre del año a 8,423 millones de dólares en el segundo), los desequilibrios financieros público y externo, las presiones devaluatorias y la reducción de las reservas internacionales.

Para hacer frente a estos desequilibrios la política gubernamental acudió sucesivamente al expediente recesivo. Contrajo, por un lado, la oferta monetaria, el crédito, el gasto público y la demanda agregada; aumentó, por el otro, las tasas internas de interés y la libertad de cambios (retiró al Banco de México del mercado cambiario en febrero de 1982), con el propósito de desligar las reservas de la fuga de capital y propiciar el ahorro interno. Pero estas medidas no

¹⁹ Tello, Carlos. "La Nacionalización de la Banca en México", op. cit. p. 113

lograron fomentar la confianza y acentuaron los problemas que pretendían frenar, prolongando la inestabilidad hasta el mes de septiembre.

Hasta agosto de 1982 entre los críticos empresariales a la política económica se incluía a los banqueros, quienes en su discurso mantenían las expectativas devaluatorias y de fuga de capitales. El viernes truco de ese mes la Secretaría de Hacienda y el Banco de México dieron a conocer una serie de reglas según las cuales los depósitos en moneda extranjera no podían ser transferidos al exterior y aquí en el país debían ser pagados en moneda nacional.

Esta decisión de las autoridades, orientadas a controlar la fuga de capitales por la vía de liquidar los "mercaderes" y cerrar los circuitos de conexión hacia la banca extranjera, provocó la rebeldía de la banca privada nacional. El domingo quince la Asociación de Banqueros publicó un desplegado donde informaba al público que la determinación gubernamental no tenía razón para cumplirse.

El poder de la banca se manifestó al día siguiente: contradiciendo la decisión del viernes, las autoridades reiniciaron el lunes la transferencia de divisas al sistema bancario y, de ese modo, el financiamiento a la especulación. Más aún, el martes diecisiete la Secretaría de Hacienda, quizá con un afán ingenuo de conciliación, dio a conocer las menores cargas tributarias a la inversión, nuevas negociaciones con el FMI para reactivar el flujo de préstamos y el incremento de la plataforma de exportaciones petroleras a 1,700,000 barriles diarios. Esto pareció tranquilizar a los empresarios pero no detuvo la especulación y la salida de capitales.

A lo largo de la coyuntura los llamados grupos económicos nacionales encabezados por la banca privada habían logrado controlar los mecanismos de valorización del capital, apropiación y distribución del excedente, influyendo fuertemente el funcionamiento general de la economía.

Esto era un factor que introducía tensiones y distanciamiento entre ellos y el resto de las fracciones capitalistas, fundamentando así la crítica genérica de los empresarios a la política económica que, a pesar de las declaraciones, era favorable a los mencionados grupos.

Pero también planteaba fricciones agudas de estos grupos con el mismo gobierno, cada vez más impotente para ejercer sus funciones rectoras y poder asegurar las condiciones que exigía la reproducción del capital social.

El hecho de que la banca privada nacional tuviera en esos años relaciones y compromisos estrechos con el capital bancario transnacional, y que gracias a ello estuvieran abiertos los canales para retirar el capital del país con o sin registro, constituía peligrosamente la posibilidad estatal de gestión de los circuitos dinerarios y la soberanía.

Estas diversas tensiones desembocaron en la medida nacionalizadora de la banca anunciada sorpresivamente por el presidente López Portillo el día 1 de septiembre de 1982 en su informe anual al Congreso. Dicha medida fue justificada por el gobierno en razón de la necesidad de actuar ante la progresiva desarticulación de los circuitos monetarios y financieros generada por la fuga de capitales que habían promovido los banqueros, y que amenazaba con la pérdida de soberanía monetaria nacional.

Al estallar la crisis de 1982, la vertiginosa disputa por el control del excedente librada y la que desembocó en la crisis del patrón de acumulación dejaba entre otros, los saldos siguientes:

- a) La interrelación y superedificación de los circuitos monetario-crediticios nacionales a los de la banca transnacional, haciendo de ésta uno de los principales agentes que en lo sucesivo disputarían el excedente;
- b) el quiebre final del pacto hegemónico entre las fracciones dominantes, que había conocido intentos efímeros de compostura desde inicios de los setenta;
- c) una situación económica a la deriva y un vacío de poder estatal que necesitaban ser recompuestos de manera urgente y radical, y
- d) una situación de incertidumbre generalizada acerca de las condiciones materiales y las reglas de asignación del excedente que permitieran la continuidad en la reproducción del capital.

En el período que transcurre entre el estallido de la crisis de deuda en 1982 y fines de 1987, el capitalismo mexicano experimentó modificaciones intensas y profundas, tanto en lo que se refiere al conjunto del patrón de acumulación como en lo que hace a las relaciones financieras.

En lo que respecta a los cambios en las relaciones financieras, se traducen en mutaciones de gran alcance en el patrón financiero nacional y su relación con la acumulación de capital productivo. Ellos son, básicamente, la dependencia creciente de la economía nacional respecto a la deuda externa, la estatura de las finanzas públicas a un tipo de endeudamiento íntimo más oneroso que el tradicional, la expansión explosiva de los mercados de dinero no bancarios, y la prominencia de las formas financieras de rentabilidad del capital.

En particular, esto último expresa un proceso de reasignación del excedente por la vía financiera que, más allá de sus efectos redistributivos, involucra cambios sustanciales en las reglas y los procedimientos en que se sustenta el control de dicho excedente así como una recomposición de las relaciones entre las fracciones dominantes del capital y el Estado.

4.3 SUPERCICLO ACCIONARIO (1982 A 1987)

El prolongado auge que se observa durante este período es uno de los más importantes resultados que provocó la coyuntura financiera de la crisis; y en esa medida también trasciende como uno de los principales ejes en que descansa la modernización del sistema financiero. Dentro de este proceso destaca el superciclo desarrollado en el segmento accionario de dicho mercado, que culminó con el crac de octubre de 1987.

Los fenómenos desarrollados en el mercado de valores durante estos años muestran el punto extremo al que había llegado la crisis del patrón nacional de acumulación anterior, al tiempo que fungen como una de las más poderosas palancas en que se apoya la configuración del nuevo.

En conjunto, se trata de un proceso intensivo de centralización dineraria que agudiza las tendencias contradictorias que se vanían desarrollando desde años atrás, llevándolas hasta el límite de su resistencia; y que al trastocarlas, contribuyó a impulsarlas hacia una nueva matriz generadora de otro modelo de desarrollo.

Desde este punto de vista se puede afirmar que la política económica del período reforzó dicho proceso cumplido en la esfera financiera, no sólo por los instrumentos utilizados para alcanzar sus objetivos de corto y largo plazos, sino también por las reformas institucionales y legales promovidas.

La crisis desatada durante 1981-1982 fue un momento culminante en el largo período de transformaciones y ajustes que venía experimentando la economía mexicana desde los años setenta. En esta crisis se manifestaron con mayor nitidez que nunca fenómenos que ya se perfilaban desde mucho antes: por un lado, la utilización del espacio monetario-financiero como forma preponderante para valorizar el capital; por otro lado, el control hegemónico del excedente por parte de las fracciones bancarias del capital.

La desarticulación tendencial de las modalidades de financiamiento a la acumulación, que se había producido a lo largo de la crisis en el patrón de acumulación, fue precipitada en el bienio 1981-1982 por la interrupción de los préstamos externos y la estrepitosa caída de los precios internacionales del petróleo. La deficiencia y debilidad del sistema monetario-financiero nacional ante esta crisis se evidenció en el comportamiento incontrolado del índice inflacionario, la dolarización, la fuga de capitales, la devaluación y todo tipo de prácticas especulativas.

Al dispararse estas variables, dislocaron los circuitos financieros que possibilitaban la valorización del capital y los disociaron totalmente de la acumulación productiva.

En consecuencia, se presentó una serie de restricciones a la continuidad de la reproducción ampliada del capital social, tales como la inestabilidad de precios y del tipo de cambio, el estrangulamiento del sector externo y de las finanzas públicas, y la falta de ahorro disponible para la inversión productiva privada. Por ello la coyuntura financiera pasó a ser el problema de más urgente resolución en la crisis en 1981-1982.

Como consecuencia de dicha pugna, en los meses previos al ascenso de la administración De la Madrid se había desembocado en la salida de los recursos monetarios del país a través de la fuga de capitales; se había puesto en riesgo el mantenimiento de las condiciones mínimas necesarias para la reproducción del capital social en su conjunto; se había perdido la capacidad estatal para gestionar los circuitos dinerarios nacionales y se había llegado a la ruptura del pacto hegemónico que se había intentado reconstruir desde 1977.

Dentro de ese contexto, la nacionalización de la banca y el control de cambios decretados por el presidente López Portillo cael al final de su gestión, en septiembre de 1982, parecieron ser decisiones que podían frenar las tendencias apuntadas; y que con ello el Estado podría recuperar la capacidad de regulación de los circuitos dinerarios internos, su articulación con los externos, así como el control en el uso y la distribución del excedente dentro de la lógica tradicional. Es decir, que dichas medidas permitirían reconstruir el mando gubernamental para orientar la economía bajo un paradigma de desarrollo bajo la activa intervención estatal, congruente con el que hasta entonces había sido la interpretación dominante del proyecto nacional revolucionario.

En efecto, desde la perspectiva de la nueva administración el colapso de 1982 proporcionaba las condiciones económicas, políticas e ideológicas para producir el gran cambio estructural en las modalidades de acumulación permitiendo iniciar una nueva configuración bajo el signo de una política de privatización y apertura inducida de la economía hacia el mercado mundial.

Para ello se buscó articular la estrategia de corto plazo con la de profundización y aceleramiento de la transformación del patrón nacional de acumulación; la política estabilizadora y recesiva seguida por la administración De la Madrid propició al mismo tiempo la transferencia del excedente hacia las fracciones del capital por su eficiencia estaban mejor dotadas para el cambio estructural y que son las mismas que lograrían controlar los circuitos financieros.

Así se fijaron dos premisas principales para la gestión de corto plazo: la primera, que el pago de la deuda externa era una variable inmovible, con la tesis de que el país debía volver a ser sujeto de crédito externo y campo confiable de la inversión extranjera directa; la segunda premisa era que para abatir las presiones inflacionarias se mantendría una severa contracción monetaria y crediticia, por lo cual se definieron condiciones que otillarían el gobierno a financiar su gasto a través de la colocación de títulos de la deuda pública, impulsando con ello la expansión del mercado de valores.

Este impulso a dicho mercado, junto con el sostenimiento de elevadas tasas de interés para fomentar el ahorro nacional y evitar la fuga de capitales en el contexto recesivo del mercado interno, explica que las empresas privadas, y en general los particulares enterados, trataran de valorizar su capital en el medio bursátil.

El ciclo recesión-inflación que caracteriza a la actividad económica de los años que transcurren desde 1983 hasta 1987, aunado a la restricción externa, es un factor que delimitó de modo general las condiciones que prevalecieron en el sistema financiero.

Con ello se estableció un círculo vicioso: ante una capacidad de ahorro deteriorada y la necesidad de cumplir con el servicio de la deuda externa, se aplicó una política económica que pretendió elevar dicho ahorro por medio de rendimientos financieros altos; pero dadas las circunstancias, la liquidez capturada por esta vía no se convirtió en financiamiento a la inversión productiva, sino que se colocó en inversiones de cartera que reeditaban altos beneficios en el corto plazo.

Así, este incremento del capital disponible canalizado como ahorro financiero no se tradujo en demanda efectiva que estimulara la producción; esto incidió a su vez en ventas menores, producción en descenso y caída en la demanda de medios de producción, abatiendo los niveles de ingreso y empleo, a pesar de que continuaba incrementándose el ahorro nacional bajo forma financiera.

Este círculo vicioso se explica en parte porque a partir de la crisis de deuda externa la disponibilidad de divisas se convirtió en un factor de verdadero estrangulamiento de las finanzas nacionales.

Hasta 1982 México había absorbido ahorro del resto del mundo por la vía financiera, con lo que pudo sostener una balanza de cuenta corriente deficitaria. Pero con el estallido de la crisis de la deuda externa a partir de ese año, el país cayó en una virtual moratoria por lo que se vio excluido de los mercados financieros internacionales voluntarios.

Fijada la política de cumplir con el servicio de la deuda externa, México logró mantener la renovación de créditos para poder cumplir con dicho servicio. Pero también debió disponer de divisas para satisfacer la demanda de dólares que requería la llamada "fuga de capitales" durante estos años.

En consecuencia, tanto por concepto de pago del servicio de la deuda como por el de salidas de capital, el país en 1982 se convirtió en un exportador neto de capitales, cambiando aquel sentido tradicional de los flujos financieros internacionales mencionados anteriormente. Es así que hasta 1986 se habría transferido al exterior una magnitud acumulada de 50 mil 700 millones de dólares, equivalente al 45% del total de exportaciones y al 72% de las exportaciones petroleras de ese periodo.

La nueva condición estructural por la cual el país se convirtió en un exportador neto de capitales tuvo una gran importancia porque el endeudamiento externo había sido la salida tradicional del sector público ante las presiones de su déficit y la dificultad política de subseñar con fuentes internas en razón de la disputa con los banqueros privados.

Este cambio de signo en los flujos financieros con el exterior a partir de 1982 trae consigo como contrapartida la elevación de la deuda pública interna, con la cual se cubriría el déficit del sector público; esto llevó a absorber recursos del sistema financiero de manera creciente, explicando la colocación que encuentra el incrementado ahorro financiero privado.

El cambio en la rentabilidad relativa de las distintas esferas de acumulación de capital, premiando las inversiones financieras y las exportaciones, que resultaba de la crisis y de la nueva estrategia de política económica realizada por la administración De la Madrid, junto a la mencionada necesidad de crecientes recursos financieros internos por parte del sector público, se tradujo en cambios cuantitativos y cualitativos de las modalidades de financiamiento.

Mientras que desde 1977 a 1981 el déficit público se había financiado con recursos provenientes del Banco de México en cerca de 45% del total requerido, en 1983 dicho financiamiento ascendió al 60% de dicho total. Pero a partir de entonces la importancia del financiamiento otorgado por el Banco se reduce vertiginosamente a 40.5% en 1985 y a 27.3% en 1986. En su lugar, se incrementa la participación del crédito bancario comercial en el financiamiento del déficit público, ya que pasa de representar el 0.8% en 1983 al 41.3% en 1986, mientras que el financiamiento recibido vía títulos bancarios pasa de 7.4% al 11.35% en ese lapso.

Por otra parte, al reducirse la emisión primaria de dinero como forma de financiar el déficit público, incrementaron su relevancia otros instrumentos financieros del gobierno, en especial los Cetes cuya importancia en la colocación de deuda interna del Gobierno Federal a través de valores pasa de 0.8% en 1978 a 10% en 1981 y de 18% en 1983 a 86% en 1986.

Otra vía de financiamiento surgida en estos años fue el denominado mercado "paralelo". Este último correspondió a los flujos de fondos entre las empresas o particulares fuera de los marcos de la intermediación financiera institucional, realizados entre los que disponían de liquidez de corto plazo y aquellos que demandaban financiamiento y no encontraban satisfacción en la oferta de fondos bancarios o del mercado de dinero en la bolsa.

En general, se trataba de un mercado solvente donde participaban empresas de reconocido prestigio que eran clientes importantes de las principales casas de bolsa; este mercado operaba sustentado en que las propias tesorías de las empresas superavitarias se ponían en contacto con quienes requerían fondos, de manera directa o por medio de algún intermediario especializado.

Según sus características, este mercado no tenía restricciones o reglamentaciones oficiales; las tasas de interés que se pagaban en el mismo eran atractivas, aprovechando que el

diferencial de las tasas bancarias pasivas y activas llegaba incluso en algunos casos hasta 30 y 40 puntos, y que sus costos de intermediación eran más bajos. Se calcula que de este modo en 1985 se manejan en ese mercado "paralelo" cerca de 900 mil millones de pesos, y para 1986 quizá llegó a los 2 billones de pesos.

Finalmente, otro signo de la recomposición en el conjunto de las modalidades de financiamiento a la acumulación de capital fue convertir la deuda externa privada en capital de las empresas como resultado de programas como Fidorca.

Esto último fortalecía la política de inducir compulsivamente al cambio estructural, y también con los perfiles que apunta el nuevo patrón de acumulación. Sin embargo, esta recomposición financiera de las grandes empresas no se tradujo en un incremento significativo de la inversión productiva durante estos años; por el contrario, una porción considerable de dichos fondos se canalizaron a la colocación financiera en títulos de la deuda pública o en los mercados "paralelos", lo que se explica por la atmósfera de especulación que caracteriza a la coyuntura de estos años y la restrictiva política monetaria aplicada.

Luego de haber identificado las circunstancias macroeconómicas generales y del sistema financiero que se presentaron durante el período 1982-1987, podemos considerar en detalle el nuevo papel que comienza a cumplir el mercado de valores a consecuencia de todo ello.

De acuerdo a lo indicado anteriormente, en el contexto del nuevo patrón financiero, y en especial del nuevo significado asumido por el financiamiento de la deuda pública interna, el mercado de valores conoce una expansión extraordinaria.

4.4 EL CRAC DE 1987

El mes de octubre fue una verdadera "feria de emociones" en el mercado accionario de México. Se pasó de un incremento de 7.4% en el índice los días 2, 5 y 6 de octubre a un ajuste de 3.0% al cierre de esa semana, y a otro ajuste del orden del 12.1 por ciento al cierre de la semana posterior.

El viernes 16 de octubre se inicia el derrumbe de los mercados accionarios internacionales. Esta fue una señal que llamó a la retirada tanto a inversionistas que recién habían entrado como de los que ya habían acumulado muy buenos rendimientos y que no esperaron a una posible reducción mayor.

El lunes 19 de octubre la caída fue vertical y el martes continuó el descenso. El pánico había aparecido y el índice cayó 38.2% al cierre de ese día respecto al nivel del 6 de octubre. Al final de esa semana el índice había caído 19.3% respecto al cierre del viernes anterior; el 30 de octubre se redujo a 200,018 puntos, perdiendo 46.4% respecto al 6 de octubre.

En el mes de octubre el índice cayó 41.8% alcanzando decrecimientos de 17% los días 19 y 26. La inflación pasó de 6.6% en septiembre a 8.3% en octubre. Los activos internacionales se redujeron en 1.4%; pero el financiamiento bancario al sector privado no financiero fue de 1.9 billones de pesos en octubre contra 1.3 en septiembre y 1.3 en agosto.

El crac accionario se inició el 6 de octubre desde el punto más alto; y el día 7 de enero de 1988 el índice tocó fondo en su caída cuando llega a 88,607 puntos. Es decir, en tres meses

(con 62 días de actividad en el mercado accionario) la bolsa se desinfló 76.8%; lo que significa que si la actividad de la bolsa accionaria era de 100 en la primera fecha, en la segunda se había contraído a 23.2.

De las 11 de mañana del 5 de octubre de 1987 al momento de abrir la bolsa el día 18 de noviembre de 1987, el índice de la BMV había caído desde 387,014.5 puntos hasta el nivel de 95,484.2 puntos; es decir, 75.3% en 30 días de actividad efectiva.

Una caída vertical a principios de la segunda quincena de noviembre hizo aún más presión para la venta de acciones al precio de mercado, y la liquidez obtenida por estas ventas se canalizó a la especulación de comprar dólares con pesos. Esta demanda de dólares, sumada a la que estaban haciendo en ese momento las empresas para aprovechar la oportunidad de pagar sus deudas en dólares con descuento, condujo al Banco de México a retirarse del mercado libre de cambios, lo cual redundó en una devaluación del 30 por ciento.

La devaluación impulsó ese mismo día 18 de noviembre el alza especulativa del índice del mercado accionario, que al cierre de las operaciones en esa fecha ganaba 26.6% y al día siguiente otro 17.6%.

A partir de ese momento, la caída del índice continuó de modo rápido, ante la desconfianza de los inversionistas. En el mes de noviembre la bolsa cayó 43.2%, la inflación fue de 7.9% y la devaluación de 43.45%. Los activos internacionales cayeron en 1.5% y el financiamiento bancario al sector privado no financiero fue de 1.5 billones. El crédito a otros intermediarios privados en el bimestre octubre y noviembre de 1987 descendió en 0.04 billones mientras en octubre se había elevado en 0.1 billones. Los certificados de depósitos elevaron sus tasas en ese bimestre, 8.56 puntos para los certificados mensuales y 8.75 para los de plazo a tres meses; el pagaré se elevó también en cerca de 10 puntos y los Cetes repuntaron en 5 puntos.

En diciembre de 1987 la bolsa accionaria cerró con una pérdida de 7% para ese mes; durante el año había acumulado una ganancia nominal de 124%, lo que significaba una pérdida real de 14.5% en el mismo período. Las tasas de interés llegaron a niveles sin precedentes, ya que se elevaron desde 12.6 puntos para los Cetes a un mes hasta 19.55 puntos para los Cetes a 28 días. Por su parte las tasas de aceptaciones bancarias pasaron de 93.12 a 135.01% anual.

Los activos internacionales se redujeron en 3.3%, el tipo de cambio libre se revaluó en 3.8%, pero el tipo de cambio controlado se devaluó en 25.4% y la inflación se disparó en 14.8% , casi el doble de la de diciembre de 1986.

Los préstamos al sector privado no financiero fueron de 1.3 billones y los intermediarios financieros privados tuvieron un desendudamiento de 3 mil millones de pesos. El importe de los créditos de margen se había reducido en 30% respecto a septiembre y las operaciones a plazos y a futuro habían sido suspendidas.

A nivel internacional, en el mes de diciembre de 1987 la bolsa accionaria mexicana había reducido su participación en el valor capitalizado mundial al 0.084%; el múltiplo precio de mercado a utilidades en México era de 6.3 veces contra 18.6 veces a nivel mundial; y el del precio de mercado a valor contable se situó en 1.2 veces (al mismo nivel que tenía un año atrás) contra 2.1 veces del promedio internacional.

En esos términos la caída durante el cuarto trimestre de 1987 fue más fuerte en México que en la media de las bolsas del resto del mundo. Mientras a nivel mundial el valor de las acciones en términos de dólares se ajustó en 12% a la baja, la de México lo hizo en 76% también a la baja; la de Estados Unidos cayó 23%; en el Reino Unido la caída fue de 6.8%; en Hong Kong cayó 40.5% y Singapur lo hizo en 32.7%. Aún hubo casos como el de Japón que se elevó en casi 3 por ciento. Después de haber tenido el alza mayor a nivel mundial la bolsa de México conoció la caída más fuerte en términos de los índices en una muestra de 18 bolsas.

De conjunto, concluimos este apartado señalando que gran parte de la racionalidad de este proceso se encontraba en que el Gobierno Federal a través de la costosa deuda pública interna redistribuía el excedente tratando de centralizarlo en el ámbito financiero; y en que una parte sustancial del manejo de los instrumentos financieros no bancarios estaba en manos de las casas de bolsa como núcleo de la cúpula de los grandes grupos de capital privado nacional.

Con esto no se garantizaba que dichos recursos solventaran los requerimientos de un cambio estructural que ampliara la producción, el empleo y los niveles de bienestar; pero sí permitió sostener la reproducción económica bajo formas financieras especulativas y la centralización de capitales, mientras se procesaban a nivel macroeconómico y de las empresas algunos de los ajustes fundamentales para el cambio estructural que buscaba la administración de De la Madrid.

Sin embargo, la crisis bursátil desatada en octubre de 1987 marcó el hecho de que este patrón de financiamiento así como la posibilidad de mantener una reproducción centrada en el predominio de las relaciones financieras había agotado sus posibilidades al finalizar dicha administración. Se abría así un nuevo periodo para la reforma económica y de cambios en el sistema financiero, movidos por la necesidad de profundizar la maduración de los grandes cambios en el patrón de acumulación.

Por último, cabe señalar la existencia de otro circuito de financiamiento claramente orientado a la reestructuración productiva y exportadora de manufacturas, que fue procesado vía banca de desarrollo como Bancomext, la banca multinacional y Eximbank de países desarrollados y el Gobierno Federal. Pero dado el énfasis de nuestra investigación, este circuito quedó fuera de la misma.

4.6 SITUACIÓN ACTUAL

Para muchos países en vías de desarrollo (particularmente para América Latina), la década de los años 80's denominada la década pérdida, representó el prolongado esfuerzo por restablecer la estabilidad de precios y consolidar la base de un crecimiento económico sostenido. Desafortunadamente, después de reiteradas tentativas de estabilización basadas en correcciones parciales de los desequilibrios presupuestales y de balanza de pagos, es frecuente que algunas economías a finales de dicha década enfrentan aún problemas de hiperinflación, debilitadas por la fuga de capitales y por la desintegración de sus sistemas financieros, viéndose inmersas en periodos recesivos muy serios que deterioraron de manera acelerada y desigual los niveles de vida de la mayoría de su población.

La economía mexicana no fue ajena a estos fenómenos, ya que la crisis de los ochenta dio inicio con una fase de aceleración del crecimiento de la demanda agregada, originada por déficit presupuestales que transformaron la estabilidad de cambio y de precios, este incremento

en el gasto público y en el déficit fiscal se manifestó en la inflación interna; ello obedeció en buena medida, al hecho de que el crecimiento acelerado de las importaciones en los sectores público y privado acompañado por una mayor concentración de deuda externa, siendo el sector financiero uno de los primeros en resentir los efectos negativos del desequilibrio fiscal y de la deuda externa, esto obedeció a que el cambio del crecimiento estable a la fase de aceleración no está respaldado por una flexibilidad correspondiente en el sistema financiero¹⁶.

Por otro lado, la insuficiencia del ahorro total y de la intermediación financiera se vio agravada por la falta de un mercado de dinero eficiente, tasas de interés controladas y un sistema financiero excesivamente regulado.

Como consecuencia de estas distorsiones a partir de 1989, al asumir el mandato el Lic. Carlos Salinas de Gortari, como presidente Constitucional la estrategia de desarrollo aplicada a la economía mexicana tuvo como objetivo central la estabilización de las principales variables macroeconómicas, esto según los objetivos del Plan Nacional de Desarrollo (PND 1989-1994)¹⁷ llevaría a un saneamiento de las finanzas públicas, la internacionalización de nuestro comercio y una acelerada promoción del país en los mercados internacionales, la desregulación, el equilibrio fiscal, la estabilidad cambiaria, la contención de la inflación y un sistema de concertación económica con los factores de la producción, con los mismos fines se optó por la línea de una economía de mercado abierto, es decir, asociamos internacionalmente; sin embargo, las formas y los tiempos en que esto último se llevo a cabo, nos muestra en la actualidad que en algunos sectores nos esta impactando desfavorablemente su rapidez.

Asimismo, la administración Salinista asume como uno de sus principales objetivos la renegociación de la deuda externa con la finalidad de canalizar recursos hacia la inversión productiva, este proceso culminó con una reducción en 1990 de alrededor de 13 mil millones de dólares y por lo tanto, con una menor transferencia de recursos hacia el exterior en los años subsiguientes.

En síntesis, dicha estrategia incluye entre otras las siguientes medidas:

- a) Estabilización de las principales variables macroeconómicas (déficit presupuestal, deuda externa y tipo de cambio).
- b) Apertura comercial encaminada al fortalecimiento de las exportaciones no petroleras (mayor competitividad en mercados internacionales).
- c) Desregulación de la actividad económica (dentro del ámbito financiero, principalmente en la apertura de instituciones financieras tanto nacionales como extranjeras).
- d) Privatizaciones.
- e) Atracción de inversión extranjera y acelerar la formación de capital.

Con base en los puntos anteriores, a partir de 1989 la economía mexicana avanza de manera positiva, la cual se mueve en un marco de inflación decreciente, un incremento del producto y del ingreso per cápita, así como de la productividad de la mano de obra que en el inicio del sexenio propicio un incremento de las remuneraciones reales, una elevada tasa de inversión privada y de obras públicas; finanzas públicas sanas que permitieron al gobierno en sus primeros años recurrir al crédito del Banco Central; una mayor profundización financiera asociada a la expansión del ahorro y a una mayor eficiencia del sistema, sin olvidar, la posición

¹⁶ Agustín Armada Peña, "El Camino Mexicano de la Transformación Económica", México, Fondo de Cultura Económica, 1989.

¹⁷ Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, S. P. P., México, 1989.

superavitaria de la cuenta total del sector externo y en particular de la cuenta de capital, reflejo de los factores anteriores y del clima general de confianza en el manejo económico¹⁸.

Para los siguientes cuatro años del sexenio (1989-1993), la perseverancia en el cambio estructural y el mantenimiento de una política macroeconómica tendiente al abatimiento de la inflación, sustentada en la profundización del saneamiento fiscal, razonable nivel de reservas internacionales y en la consecución del crédito del banco central así como la independencia de este, fueron algunas de las variables que determinaron el rumbo de la economía durante dicho período.

Dichas políticas coadyuvaron a la consolidación de la confianza en un clima de creciente estabilidad macroeconómica, a la vez que mejoraron las expectativas en cuanto a la productividad de la inversión en el país, siendo los sectores servicios, industrial y comercial los principales captadores de dicha inversión con promedios anuales de 49.61, 34.83 y 12.54¹⁹ respectivamente; mientras que el sector primario reportó durante dichos años el menor promedio anual de 0.93, tal como se aprecia en la gráfica no. 1.

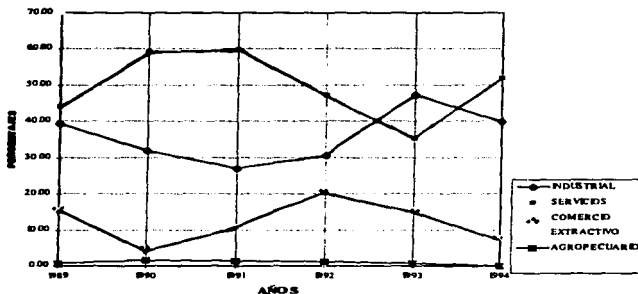
Sin lugar a dudas de 1989 hasta 1993 el cambio estructural había elevado la rentabilidad del capital en un sinnúmero de actividades, con lo cual se habían abierto nuevas oportunidades de inversión.

Estos avances en materia de cambio estructural llevadas a cabo hasta 1993, se manifestaron a partir de 1991 como consecuencia del rápido progreso de la reprivatización de la banca -los bancos desincorporados representaron al final del año el 60 por ciento de la captación del sistema bancario mexicano-, por otro lado, también se llevó a cabo la desincorporación de importantes empresas públicas no financieras y un gran avance en las negociaciones para el Tratado Trilateral de Libre Comercio (TLC).

¹⁸ Banco de México, Informe Anual 1991, México.

¹⁹ SECOFI (Secretaría de Comercio y Fomento Industrial), "Evaluación de la Inversión Extranjera en México", Dirección General de Inversión Extranjera, México, 1994.

GRÁFICA No. 1
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA
(1989-1994)



Fuente: Secretaría de Comercio y Fomento Industrial (SECOFI)

Los porcentajes antes mencionados incluyen la inversión en el Mercado de Valores únicamente para los años 1991 y 1992.

Dichos esfuerzos orientados al cambio estructural se reflejaron principalmente en el saldo del endeudamiento interno, que en 1991 registraba 164,879.5 millones de nuevos pesos y para 1993 pasó a 127,381.6 (tal como se aprecia en el cuadro no. 1); esta disminución sustancial por el pago de servicio del débito estuvo posibilitada por el saneamiento fiscal y por la ya mencionada desincorporación de empresas públicas y de bancos²⁰. Cabe mencionar que también se llevaron a cabo importantes avances en el proceso de liberalización de los mercados financieros, a través de la eliminación del coeficiente de liquidez en lo tocante a los pasivos bancarios en moneda nacional y del control de cambios.

Hasta 1993 la congruencia en el manejo de la política económica propicio un marco macroeconómico de estabilidad, lo cual dio inicio a pensar en la reducción de las perturbaciones internas y fortalecer la capacidad productiva para enfrentar las presiones de origen externo, todo lo cual se tradujo en una mayor seguridad en cuanto a la obtención de la rentabilidad esperada en los proyectos de inversión.

²⁰ Banco de México, Indicadores Económicos 1994, México.

CLASIFICADO No. 1

ESTADO INTERNA DEL GOBIERNO FEDERAL DE 1980 AL PRIMER TRIMESTRE DE 1994.
(millones de P\$ a precios constantes).

PERÍODO	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986*
CIRCULACION TOTAL DE VALORES	106,108.3	147,434.8	184,879.5	143,981.8	127,361.8	142,537.2	188,384.8
CERTIFICADOS DE LA TESORERÍA DE LA REPÚBLICA	44.36%	47.84%	46.29%	41.83%	48.82%	43.47%	24.76%
BONOS DE DEUDA PÚBLICA EN EL BANCO DE RESERVA	0.88%	0.89%	0.16%	0.80%	0.89%	0.88%	0.80%
BONOS DE DEUDA PÚBLICA EN EL BANCO DE RESERVA	8.43%	4.49%	2.81%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
BONOS DE INSTITUCIONES BANCARIAS	0.89%	0.03%	0.01%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
POLEAS DE LA TESORERÍA DE LA REPÚBLICA	0.89%	1.42%	0.83%	0.89%	0.89%	0.89%	0.89%
BONOS DE DESARROLLO (premio)	43.81%	39.12%	34.47%	29.39%	25.42%	10.82%	7.74%
BONOS DE INSTITUCIONES FINANCIERAS Y EMPRESAS PÚBLICAS	0.82%	0.81%	0.81%	0.82%	0.82%	0.81%	0.88%
ALISTADOS	2.49%	4.89%	17.84%	25.16%	27.87%	21.88%	17.88%
YERBOS	0.12%	1.39%	0.14%	0.77%	0.88%	24.14%	49.81%

Fuente: Banco de México, Cuenta Interna

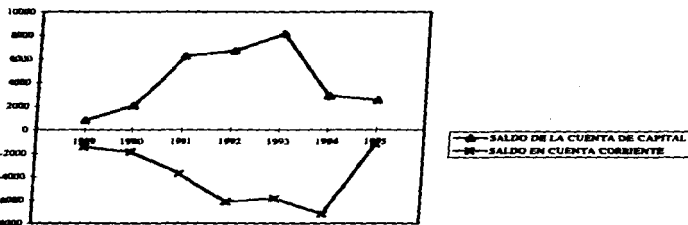
* Cifras al mes de junio de 1986.

Estos depósitos constituidos por el Gobierno Federal en el Banco de México para la adquisición de valores con garantías de regulación monetaria.

Le suma total incluye en el período de septiembre de 1986 a noviembre de 1989, el valor de los portafolios emitidos por PEMEX por un total de 1,329.2 millones de nuevos pesos.

Estos fueron incrementados a partir de 1991 registrando 6,235 millones de dólares, 6,674 para 1992 y un máximo de 8,146 millones de dólares en 1993, mientras que el saldo registrado en la cuenta corriente fue negativo en 1989 por 1,455 millones de dólares, llegando a observar en 1994 una disminución de 7,196 millones de dólares, lo que provocó una ampliación significativa del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos (tal como se aprecia en la gráfica no. 2) lo que no implicó en estos años un problema de balanza de pagos.

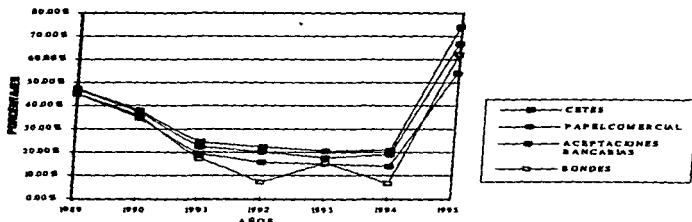
**GRAFICA 2.
CUENTA CORRIENTE Y CUENTA DE CAPITALES**
(millones de dólares)



Fuente: Consultores Internacionales, S. C., en base a datos de Banco de México.

En este caso las entradas de capital y el déficit de la cuenta corriente mostraron dos caras del mismo fenómeno: ambas reflejan un incremento del cociente de inversión privada en relación con el ahorro de este sector. Los recursos provenientes del exterior se mantuvieron con un promedio de 1990 a 1993 de 3,948.93 millones de dólares, representando un incremento promedio anual del 1.04 por ciento sin incluir la inversión registrada en el mercado de valores.

**GRAFICA 3.
PROMEDIOS PONDERADOS ANUALES DE TASAS DE INTERES**
(DE 1989 A MAYO DE 1995).



Fuente: Bolsa Mexicana de Valores.

Dicho aumento facilitó la reducción de las tasas de interés de 1991 hasta 1994 (como se aprecia en la gráfica No. 3), fortaleció la capacidad de importación de la economía y propició un aumento del gasto privado, especialmente en bienes de inversión. Esto último resultó indispensable para el proceso de modernización y ajuste de la planta productiva. Una parte del incremento de la inversión del sector privado se financió directamente con créditos del exterior dirigidos a ese fin o mediante nuevas inversiones extranjeras directas o de "portafolio", créditos externos y repatriación de capitales. Otra porción muy significativa de las entradas de recursos fue esterilizada por el Banco Central sustrayéndolas así de la demanda agregada a través de la venta de valores de su cartera.

Ello contribuyó a una importante acumulación de reservas internacionales a partir de 1991 registrando \$17,547.00 UDS, llegando a un máximo de \$24,538.00 UDS en 1993, lo que significa un incremento promedio del 71 por ciento durante dichos años (ver cuadro no. 2); Este acervo de recursos externos permitió contar con amplia disponibilidad en el caso de presentarse eventuales movimientos adversos de capital.

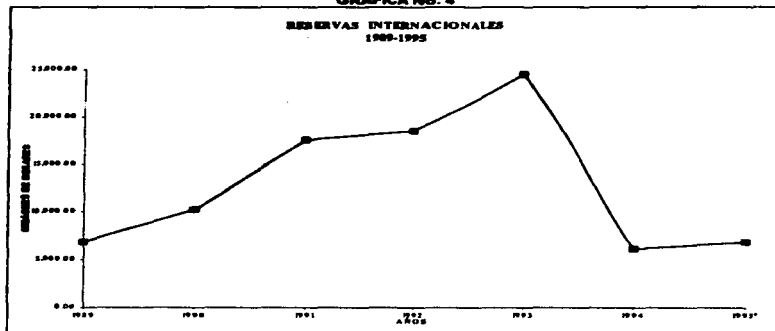
CUADRO 2
RESERVAS INTERNACIONALES
(Millones de dólares)

1990	1991	1992	1993	1994	1995*
6,650.00	10,274.00	17,547.00	24,538.00	6,148.00	6,950.00

FUENTE: Elaborado Por Consultores Internacionales, S.C. con base en datos de Banco de México.

* dato el primer trimestre de 1995.

GRÁFICA No. 4



Asimismo, dicha acumulación hizo posible que de 1989 con respecto a 1993 se tuviera un incremento del 357 por ciento en la base monetaria, es decir, los billetes y monedas en circulación más los depósitos bancarios en el propio Instituto central estuvieran casi en su totalidad respaldados con divisas.

Por lo que respecta a la actividad económica un objetivo central de la política económica durante dicho sexenio consistió en mantener un crecimiento sostenido en el Producto Interno Bruto (PIB), lo cual se cumplió, hasta la primera mitad del sexenio reportando un promedio anual 3.6 por ciento de crecimiento con lo cual hasta ese momento se cumplía parcialmente lo anunciado a través del Plan Nacional de Desarrollo -PND-. A pesar de ello, esta meta se desvaneció en la otra mitad de la pasada administración; cuando en el mismo documento (PND), se esperaba que el PIB creciera en términos reales entre 5.3 y 6 por ciento durante dicho periodo. Sin embargo, con motivo de la desaceleración en varios sectores claves de la economía cuya tendencia decreciente se acentuó durante esta segunda mitad el PIB sólo logra un crecimiento promedio de 2.3 por ciento²¹.

En este sentido, el menor crecimiento se registró durante los años 1993 y 1994 como consecuencia de privilegiar la meta inflacionaria en un digito. Por su parte, el nivel de las tasas de interés internas se traduce en altos costos de operación para el sector productivo, el efecto combinado de estas variables obligó a que el crecimiento económico descendiera a niveles de 1988. El sector primario (agricultura, silvicultura y pesca) presentó la mayor recesión de -1.8 por ciento; a pesar de la reforma al Artículo 27 Constitucional y el "Programa de Apoyos Directos al Campo" (PROCAMPO), instrumentado en el último trimestre de 1993, este sector hasta nuestros días mantiene severos problemas tales como: falta de tecnificación y capitalización, así como una reestructuración al financiamiento otorgado.

Por su parte, el sector industrial (Minería, Manufacturas, Construcción, Electricidad, gas y agua) a partir de 1990 se caracterizan por una evidente desaceleración, registrando en 1993 el nivel más bajo de todo el sexenio lo que representó una reducción de alrededor del 40 por ciento respecto al año anterior.

Por lo que respecta a la demanda agregada el mayor dinamismo se registró en primer lugar en el consumo privado, la formación bruta de capital y exportaciones, en segundo y tercer lugar, respectivamente. Por lo cual de 1989 a 1994 el consumo privado a precios constantes aumentó a una tasa promedio de 3.56 por ciento (como se aprecia en cuadro no.3) De esa manera, el crecimiento acumulado de la inversión casi triplicó al de la economía.

Durante 1994 la actividad económica del país mostró una importante recuperación, de acuerdo al Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática, el valor del Producto Interno Bruto medidos a precios constantes registró un crecimiento de 3.5 por ciento, aumento superior al de 0.7 por ciento observado el año precedente²².

Así, el desempeño de la actividad económica puede considerarse satisfactorio, particularmente al tener en cuenta que en el año ocurrieron graves perturbaciones de origen interno y externo, que impactaron adversamente las expectativas de los agentes económicos. Desde el punto de vista de la oferta agregada, la tasa de crecimiento de la producción se aceleró como resultado de un sustancial incremento de la productividad de la mano de obra, junto con un

²¹ Consultoría Interministerial, S. C., "BEP" (Servicio de Información Económica Profesional), México, Enero de 1994.

²² INEGI "Sistema de Cuentas Nacionales", México, 1994.

aumento en el empleo, aunados al dinamismo mostrado por la formación de capital en los años recientes.

CUADRO No. 3
PRODUCTO INTERNO BRUTO 1990-1995 *

CONCEPTOS	1990	1991	1992	1993	1994	1995 *
PIB TOTAL (MMP)	8,276.7	8,468.9	8,819.8	8,868.8	8,867.8	8,888.2
VARIACIÓN (%)	4.8	3.8	2.8	0.7	3.8	(4.8)
SECTOR 1 (TOTAL)	602.0	608.1	606.4	617.9	629.8	612.7
AGROP., SILVICULTURA Y PESCA	414.0	418.6	412.5	423.3	431.7	318.4
VARIACIÓN (%)	6.8	1.1	(1.5)	2.6	2.0	(28.2)
MINERIA	188.0	189.5	192.9	194.6	197.8	194.3
VARIACIÓN (%)	2.8	0.8	1.8	0.9	1.8	(1.7)
SECTOR 2 (TOTAL)	1,860.4	1,807.4	1,859.8	1,861.7	1,734.1	1,673.7
INDUSTRIA MANUFACTURERA	1,203.9	1,252.3	1,280.7	1,271.0	1,317.1	1,287.6
VARIACIÓN (%)	6.1	4.0	2.3	(0.8)	3.6	(2.2)
CONSTRUCCION	267.8	274.3	295.8	304.0	323.6	296.1
VARIACIÓN (%)	6.9	2.4	7.8	2.8	6.4	(8.5)
ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	78.7	80.8	83.3	86.7	93.4	90.0
VARIACIÓN (%)	2.9	2.7	3.0	4.2	7.7	(3.7)
SECTOR 3 (TOTAL)	3,124.3	3,283.1	3,384.8	3,379.0	3,494.0	3,398.8
COMERCIO, REST. Y HOTELES	1,355.1	1,413.6	1,464.3	1,444.7	1,465.4	1,358.4
VARIACIÓN (%)	4.1	4.3	3.6	(1.3)	2.8	(8.6)
TRANSP., ALMAC. Y COMUNICAC.	346.7	367	394.9	408	439.9	448.8
VARIACIÓN (%)	6.6	5.8	7.6	3.3	7.8	2.0
SERV. FINANC., SEGUROS Y B. INM.	568.6	590.4	612.4	641.0	674.2	667.2
VARIACIÓN (%)	3.8	3.8	3.7	4.7	5.2	(1.0)
SERV. COMUNALES, SOC. Y PERSON.	927.8	962	968.2	979.8	996.6	1020.1
VARIACIÓN (%)	1.8	3.7	0.6	1.2	1.9	2.2
SERVICIOS BANCARIOS IMPUTADOS	(73.9)	(79.9)	(85.0)	(94.5)	(104.1)	(95.9)
VARIACIÓN (%)	6.5	8	6.4	11.2	10.1	(7.9)

* Fuente: INEGI, SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES.

Esto fue particularmente notorio en el sector manufacturero, en el cual desde hace años se inició un cambio estructural muy importante, inducido por la mayor competencia del exterior. En 1994 se observó que aquellas empresas que emprendieron mejoras en sus procesos productivos que incrementaron su ritmo de actividad sucediendo lo contrario con las que no se modernizaron.

Asimismo, el incremento de la demanda, como reflejo de una expansión acelerada de las exportaciones de bienes y servicios y una reactivación del gasto interno, principalmente en su componente de gasto de inversión. De esta manera una de las características del desarrollo de la economía mexicana durante 1994 fue la fuerte aceleración en el gasto en formación de

capital, el cual se incremento a un ritmo de 8.1 por ciento; de ahí que en el año ese concepto haya representado el 23.5 por ciento del Producto Interno Bruto²³.

El incremento del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos (que es la diferencia entre la inversión total y el ahorro interno total), y la apreciación del tipo de cambio real provocaron la devaluación a finales de 1994, esto trajo como consecuencia de manera inmediata lo siguiente:

- a) agotamiento del margen para que el tipo de cambio pudiese ajustarse al alza dentro de la banda de flotación;
- b) sustancial reducción de las reservas internacionales; y
- c) gran incremento de las tasas de interés a niveles que implicaban graves dificultades tanto para los intermediarios financieros como para los deudores.

Estos factores aunados a una renovada volatilidad en los mercados financieros internacionales, a la percepción de algunos participantes en el mercado en cuanto a la dificultad en esas circunstancias de poder financiar el déficit de la cuenta corriente previsto para 1995, y a la intensificación de la actividad del EZLN el 19 de diciembre, provocaron un ataque especulativo de gran magnitud en contra de la moneda nacional. Un embate que ya no pudo ser controlado mediante las medidas que hasta entonces se consideraban eficientes. Con lo anterior se abandonó el régimen cambiario y se pasó a un régimen de libre flotación con lo cual el tipo de cambio interbancario sufrió una depreciación de aproximadamente 71 por ciento a finales de 1994.

Las expectativas económicas del último trimestre de 1994, descartaban la posibilidad de un ajuste cambiario. Si bien se reconocía la presencia de presiones cambiarias, éstas se atribuían a un ambiente de incertidumbre política: cambio de gobierno, definición del nuevo gabinete, conflicto de Chiapas y el asesinato de Ruiz Massieu, con su sucesía de impugnaciones, entre otros. Por lo cual la expectativa de los mexicanos correspondía a una transición ordenada de gobierno, como fue el caso; sin embargo, se esperaba un entorno político relativamente más tranquilo después de la toma de posesión. Se consideraba a la raíz de la problemática de 1994, de naturaleza transitoria y eminentemente política.

La ya común incertidumbre de todo relevo presidencial, sumada a la presencia de continuos actos políticos violentos y los incrementos en las tasas de interés internacionales, acentuaron la fuga de divisas -en especial de corte volátil- utilizadas para financiar el déficit en cuenta corriente, que reflejaba una descomposición entre las compras y ventas de mercancías producto de la sobrevaluación de nuestra moneda.

De acuerdo con datos contenidos en el informe Anual 1994 del Banco de México, en los primeros 19 días de la administración zedillista salieron del país mil 800 millones de dólares, lo que colocaba a las reservas internacionales en 10 mil 475 millones, siendo que 10 meses antes su saldo había alcanzado un máximo histórico de 29 mil millones de dólares²⁴.

La imputación especulativa contra el peso y la necesidad de corregir la sangría en cuenta corriente determinaron que la autoridad modificara la regla cambiaria entonces vigente, acordándose subir a partir del 20 de diciembre de 1994, 53 centavos de unidad -15.3%- al límite superior de la banda de flotación y mantener su deslíz diario en cuatro diezmilésimas de unidad.

²³ Banco de México, "Informe Anual 1994", México.
²⁴ Ídem.

Sin embargo, dicha medida no disminuyó la presión sobre la moneda nacional, por el contrario la incrementó: en solo dos días hubo una fuga de capitales por cuatro mil 633 millones de dólares, que situó a las reservas en un mínimo de cinco mil 854 millones.

Las autoridades nacionales determinaron limitar el impacto inflacionario de la depreciación cambiaria y reducir el gasto agregado de todos los sectores vía consumo, a fin de generar un ahorro -en particular en la administración pública- para dejar de depender del volátil capital foráneo.

Lo anterior implicó comenzar a restringir la base monetaria mediante el encarecimiento de las tasas de interés, imponer un tope máximo a la creación de dinero y fortalecer las finanzas del sector público disminuyendo el nivel de gasto programable y aumentando algunos precios y tarifas del sector público, así como el impuesto al valor agregado (IVA) del 10 al 15 por ciento. Pese a las medidas adoptadas persistió la volatilidad financiera por incertidumbre de inversionistas. Incluso, a cuatro meses y medio de iniciado el gobierno de Ernesto Zedillo, el dólar llegó a ganar 120 por ciento ante el peso; para apoyar los réditos internos casi se sextuplicaron, pues el rendimiento primario de los Cetes a 28 días pasó de 13.85 a 82.65 por ciento.

Una vez garantizada la solvencia del gobierno, los mercados mexicanos retomaron una fase de estabilidad más o menos normal; de sus puntos máximos del año a la fecha, el tipo de cambio se revaluó 17 por ciento y las tasas de interés descendieron 48.75 unidades.

La depreciación del peso ayudó a sanear la cuenta corriente, que de un déficit por siete mil 318 millones de dólares en el cuarto trimestre de 1994, cambió a un superávit por 455 millones entre abril y junio pasados. En materia monetaria, el retiro de dinero se mantuvo en la primera mitad del año, cuando cayó 26 por ciento -15 mil 512 millones de nuevos pesos- el monto de billetes y monedas en circulación; sin embargo, a partir de ese momento se le dio un mínimo respiro a la economía, al ser relanzados hasta ahora medios de pago por mil 207 millones²².

La política de austeridad fiscal, que se abocó a amasar recursos de la sociedad que garanticen el pago del servicio de la deuda, le redituó al sector público un superávit de 15 mil 293 millones de nuevos pesos en el primer semestre del año, es decir, 301.8 por ciento real superior al de similar momento de 1994.

Con la instrumentación de una política económica restrictiva para la estabilización de los mercados financieros se ocasionó un deterioro en el ámbito macroeconómico por la reducción en la cantidad real de dinero en el país. Eso dio peso al desajuste más grave que la economía haya resentido en los pasados 13 años por los efectos devastadores sobre la planta productiva y los niveles de empleo, además por el deterioro provocado en los ingresos de la población. Por otro lado, la ausencia de liquidez propició que las actividades económicas interrumpieran sus procesos de producción y la caída en el volumen de ventas. Esto se dio como resultado de la debilidad del sector real de la economía por la incapacidad de pago de las familias y su consecuente reducción en los niveles de consumo.

Con la presencia de la crisis financiera se dio en forma paralela un efecto negativo sobre la economía nacional. En términos de crecimiento se revirtió la tasa de cuatro por ciento registrada hacia el último trimestre de 1994. De esta manera se abrió el espacio de mayor inestabilidad que históricamente haya resentido el Producto Interno Bruto (PIB), cuyo descenso

²² Idem.

moderado en enero-marzo de 1995: 0.6 por ciento real, se profundizó en el segundo trimestre cuando acumuló una caída real de 10.5 por ciento, en relación a igual período de un año antes.

La recesión se apoderó de las actividades con mayor presencia en el mercado interno: el PIB del sector industrial pasó de un incremento anualizado de 4.6 por ciento en el cuarto trimestre del año pasado a un descenso real de 11.1 por ciento en el segundo tercio de 1995; lo mismo ocurrió con la industria de la construcción que sirve como motor de la actividad productiva, en donde el cambio fue todavía más abrupto: de un incremento de 3.5 a una baja de 23.1 por ciento anual, respectivamente, en el lapso mencionado²⁷.

Otra de las actividades con importancia creciente en el valor de la producción lo representa el sector comercial, que sin embargo no se sustrajo de ese deterioro productivo y su PIB después de mantener un crecimiento de 4.7 por ciento real hacia finales del año pasado, para el segundo trimestre de este año cayó 21.3 por ciento.

La economía está dejando en forma lenta la etapa recesiva que la invadió en la primera parte del año, y se prevé que los indicadores más representativos de la actividad productiva muestren recuperación después de que se haya liberado parte del gasto público con vistas de propiciar la reactivación en los últimos meses.

Ante esto la respuesta de las autoridades económicas para hacer frente a la crisis indica que esa visión estratégica no ha cambiado, y que se ha decidido enfrentarla con base en una política bastante convencional. Junto con los recursos de fuentes externas de financiamientos -y en el contexto de la decisión de cumplir los compromisos externos contraídos- el gobierno anunció el Programa de Emergencia Económica (PEE), el cual se conforma de tres grandes apartados que le dan consistencia:

- 1) Primeramente, las medidas de carácter macroeconómico, se orientan a controlar la inflación y corregir el desequilibrio de la cuenta corriente.
- 2) En el ámbito estructural, se busca sostener la competitividad de la economía y mantener las bases del crecimiento.
- 3) Finalmente, en el aspecto financiero, las medidas se orientan a garantizar la solvencia del país y proteger al sistema financiero de problemas de liquidez y capitalización.

El programa macroeconómico de ajuste propuesto, es de naturaleza esencialmente ortodoxa; se sustenta en una contención de la demanda a través de una política fiscal y monetaria restrictivas; al mismo tiempo los salarios se mantienen como ancla nominal de los precios.

En materia de política fiscal, el ajuste global de ingresos y gastos públicos, implica pasar de un saldo presupuestal equilibrado, originalmente propuesto, a un superávit equivalente al 0.53 por ciento del PIB. El menor gasto público -1.3% se verá compensado por un aumento en el pago de intereses y menores ingresos de 0.6 y 0.2 por ciento respectivamente.

La contención de la demanda se concentrará fundamentalmente en los gastos de consumo e inversión; las exportaciones, por su parte, serán el único factor de apoyo al crecimiento económico.

²⁷ BMEF, "Ejecutivo de Finanzas", La Economía Mexicana, noviembre de 1995.

CAPITULO V

EL MERCADO DE VALORES EN LOS CICLOS ECONOMICOS.

5.1 EL MERCADO DE VALORES EN EL CICLO 1982-1987

El impacto de la expansión del mercado de valores en este periodo se hace evidente si lo referimos como porcentaje del PIB. El importe operado total entre 1978 y 1982 alcanzó el 18.1% del PIB, mientras que entre 1982 y 1986 llegó al 70%, proporción que muestra el contraste entre el despliegue del mercado de valores y la fase recesiva de la dinámica económica.

CUADRO 1
PRODUCTO INTERNO BRUTO
(MILES DE MILLONES DE PESOS A PRECIOS DE 1980)

PERIODO	TOTAL	INCREMENTO %
1982	4,636.2	-0.6
1983	4,634.1	-4.2
1984	4,706.7	3.5
1985	4,917.4	2.5
1986	4,738.6	-3.6
1987	4,825.5	1.8

FUENTE: INEGI, SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES DE MEXICO

En el cuadro apreciamos el valor del PIB para cada año del periodo o ciclo que analizamos y su evolución. En este se aprecia los altibajos porcentuales que coinciden con los periodos de cada ciclo económico. El mercado de valores representó en este periodo cerca de 3,940 mil millones de pesos en promedio, convirtiéndose así en el elemento de empuje y activación financiera que la economía mexicana necesitaba.

Al mismo tiempo, este acelerado crecimiento refleja la importancia del mercado de valores como espacio de financiamiento a los sectores institucionales de la economía, en detrimento del sistema bancario. Esto se confirma en el hecho de que mientras el saldo de instrumentos financieros bancarios (M4) como proporción del PIB se redujo de 35.5% en 1982 a 30.2% en 1986, los activos financieros no bancarios se incrementaron de 3.2% al 7.9%, en igual lapso. Asimismo, el sistema bancario redujo su magnitud relativa dentro del sistema financiero, medida a través de su participación en el total de los agregados monetarios entre 1982 y 1986: de 91.7% a 79.4%, cubriendo la diferencia los activos financieros no bancarios: de 8.3% en 1982 a 20.6% en 1986.

Este auge del mercado de valores permitió la obtención de utilidades extraordinarias por parte de los principales inversionistas y casas de bolsa. Pero junto con esos ingresos, estos agentes adquirieron una enorme capacidad para influir en la política económica debido a su singular papel en el nuevo patrón de financiamiento. Esto se evidenciaba en la pugna entre Banco de México y estos oferentes de fondos en torno a la fijación de las tasas de rendimiento de los Cetes.

A mediados de 1986 se habían agudizado las tendencias recesivas, excediendo las previsiones y poniendo peligrosamente en riesgo el marco económico, social y político del país. Fue entonces que se sustituyó el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE) con el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC), que introducía matices significativos al modelo de política económica aplicado hasta entonces.

Junto con la aparición del PAC, el mercado bursátil registró un crecimiento sin precedente, al tiempo que disminuía la importancia relativa de los Cetes respecto a la del papel comercial, las aceptaciones bancarias y las acciones empresariales.

En particular, el índice de precios y cotizaciones de estas últimas que había crecido 178% de diciembre de 1984 a diciembre de 1985, creció el 321% de esta última fecha a diciembre de 1986, y lo haría en 272% solamente los primeros seis meses de 1987 (ver CUADRO 2). En contraste los importes ofrecidos y operados así como el volumen de las acciones negociadas, registró crecimientos mucho menores.

CUADRO 2
INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES
(PROMEDIOS MENSUALES)

AÑO	1982	1983	1984	1985	1986	1987
ENERO	935.30	793.00	3 375.31	3 709.78	14 203.78	60 281.21
FEBRERO	876.60	882.90	4 032.15	4 202.41	14 149.74	79 824.55
MARZO	1 004.28	893.56	3 350.47	4 396.06	13 378.21	98 523.91
ABRIL	761.34	917.57	2 885.47	4 818.29	12 802.30	122 302.65
MAYO	625.00	1 097.84	3 282.19	4 596.59	14 676.88	143 307.58
JUNIO	566.00	1 476.83	3 172.35	4 597.71	15 997.72	161 666.89
JULIO	557.00	1 703.10	3 301.70	5 698.25	19 399.43	226 988.07
AGOSTO	658.00	1 603.62	3 884.92	6 742.88	22 364.84	287 395.19
SEPTIEMBRE	768.00	2 012.75	4 366.10	7 285.82	28 628.75	343 544.85
OCTUBRE	655.00	2 094.00	3 996.85	9 608.08	35 251.00	299 017.97
NOVIEMBRE	766.00	2 053.00	4 200.01	10 832.26	41 699.26	113 628.15
DECIEMBRE	755.90	2 451.00	4 036.43	11 197.17	47 101.03	105 669.95
PROMEDIO	735.70	1 496.26	3 657.16	6 473.86	23 304.41	170 179.25

FUENTE: ANUARIOS BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

Sin embargo, este auge del mercado de valores y el incremento de su peso relativo respecto al sistema bancario no implica que dicho mercado se hubiera constituido en una opción significativa para el financiamiento de la inversión de las empresas. Por el contrario, el financiamiento ofrecido por instrumentos respecto al importe operado total fue de 2.5% en 1985 y de 0.5% en 1986, lo que no sólo es insignificante sino que también fue decreciente en el bienio. Esto es un claro indicador de que por un lado, instrumentos tradicionalmente concebidos como mecanismos de financiamiento a la inversión en el mercado de capitales, han sido absorbidos por la lógica del mercado de dinero, de alta e inmediata rentabilidad y, por el otro del mayor y cada más importante papel que tiene la especulación financiera en la valorización del capital.

Este auge, por lo demás, estaba íntimamente vinculado a la estructura del mercado de valores, tanto en lo que se refiere a los propietarios de las casas de bolsa como en los que respecta a quienes cotizan y detentan los instrumentos.

Dentro de esta expansión del mercado de valores ocupa un lugar especial el desarrollo del mercado accionario, que conoció un formidable ciclo de auge entre 1983 y

fines de 1987 (tal como se aprecia en el CUADRO 2); la expansión inusitada del mismo y el orden de magnitudes alcanzado durante su desarrollo justifica que por sus extraordinarias características lo denominemos como un superciclo accionario. Esto obliga a un análisis de dicho ciclo para tratar de explicar su significado dentro del cuadro global que estamos considerando, por lo menos por dos razones.

Por una parte porque el objetivo explícito de la estrategia oficial para la reforma financiera considerada anteriormente era promover una "profundización" del sistema a través de estimular el espacio del mercado de valores, en especial el segmento del mercado accionario como generador de financiamiento fresco para la producción. Con ello se buscaba superar los límites del sistema financiero previo a la nacionalización bancaria.

También es preciso señalar que hasta antes del quiebre del mercado accionario en octubre de 1987, la administración De la Madrid había logrado crear la impresión de que la evolución de dicho mercado era un símbolo central del cambio estructural en curso; dicho quiebre abrió múltiples interrogantes sobre sus causas, las que no fueron suficientemente contestadas en su momento.

Por otra parte, también es conveniente detenerse en el análisis de este ciclo del mercado accionario no tanto por los montos relativos, o por la novedad que aportara en cuanto al financiamiento otorgado, que permaneció centrado en el mercado de dinero; sino por que esta evolución del mercado accionario condensa el increíble ambiente especulativo desatado con el nuevo patrón de financiamiento en esta primera etapa del ajuste estructural.

Por todo ello parece pertinente preguntarse sobre qué carácter tuvo esta evolución del mercado accionario y qué relación guardó con los objetivos propuestos por el gobierno.

Recordemos que como consecuencia del largo ajuste en la bolsa desarrollado a partir de 1979, los precios de las acciones se encontraban a niveles extraordinariamente bajos. Por ejemplo, a fines de 1982 y principios de 1983 el conjunto de acciones de las empresas que cotizaban en la BMV, según sus precios de mercado, valían 1.2 miles de millones de dólares; es decir, solo el 5.65% de lo que se exportó en ese año.

Esto, junto con la existencia de liquidez en la economía producida tanto por la recesión de 1982 y su profundización en 1983, como por la políticas de gestión de las crisis aplicadas por el gobierno, incentivaron la adquisición de acciones, elevando la rentabilidad de los mercados.

Con estas bases, el comportamiento del mercado accionario en 1983 fue muy favorable ya que se logró una ganancia real sin precedente de 100.4%; el múltiplo del precio de mercado a utilidad se elevó 4.7 veces; y el del precio a valor en libros se duplicó, reduciéndose el nivel de subvaluación al 40 por ciento. En este año de 1983 el rendimiento de las acciones superó en rentabilidad al resto de los principales instrumentos financieros nacionales e internacionales; y medido en dólares, el índice creció en 200 por ciento.

El supe se mantuvo hasta febrero de 1984, lográndose una ganancia nominal de 496.4% con respecto a diciembre de 1982 y de 712.9% en relación a mayo de 1982. Los beneficios reales obtenidos fueron elevados: en 14 meses se logró 193.75% de ganancia, lo que significó un promedio mensual del 8%; estos porcentajes tenían un fuerte impacto social si se tiene en cuenta que se presentaban en el contexto de una economía que en el año de 1983 había visto caer el PIB real en 4.2% y el salario mínimo en 20.5 por ciento.

Esta extraordinaria evolución de los rendimientos en inversiones accionarias parecerían confirmar los argumentos de quienes sostenían el atractivo de este mercado como espacio de inversión, y la pertinencia de la reforma que le dio preeminencia. Sin embargo, hay que anotar que la obtención de estas rentabilidades tan elevadas dependió del momento en que se hubiera ingresado al mercado, porque el riesgo de no invertir a mediano y largo plazos ha sido siempre alto.

Continuando con el análisis del ciclo accionario en la primera fase de 1983-1985, encontramos que en febrero de 1984 se llega al punto más alto en la evolución del índice, a partir de lo cual comienza un ajuste; y que en febrero de 1985 se alcanza el crecimiento nominal anual más bajo de dicho índice desde 1983. Medido en términos reales será hasta octubre de 1985, el mes siguiente de los macrosismos que afectaron a la Ciudad de México, que el índice logra recuperar el punto más alto alcanzado en 1984.

La actividad bursátil durante 1985 destacó por tener 15,132 millones de acciones negociadas contra 2,511 millones en 1984 (véase CUADRO 3). En 1985 se pagó en términos corrientes por cada millón de acciones 198.34 millones de pesos contra 147.71 millones que se pagaron en 1984.

CUADRO 3
VOLUMEN DE ACCIONES OPERADAS
(MILES DE ACCIONES)

PERIODO	ACCIONES INDUST. COM. Y DE SERVICIOS	SEGUROS Y FIANZAS	SOCIEDADES DE INVERSION	CASAS DE BOLSA	CERTIF. DE PARTICIPACIÓ PATRIMONIAL	TOTAL
1982	709 453	0	131 143	0	0	840 596
1983	1 183 379	0	36 979	0	0	1 220 358
1984	2 077 371	94 851	338 598	0	0	2 510 820
1985	2 944 688	102 671	12 076 015	8 535	0	15 131 909
1986	6 652 283	305 893	26 159 941	52 433	0	33 210 550
1987	12 096 245	386 431	5 235 474	1 068 118	309,171	19 089,439

FUENTE: ANUARIOS BURSÁTILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

La rentabilidad real del índice accionario fue de 3.5% en 1984 y de 69.3% en 1985, ambos niveles superiores a los ofrecidos por los otros instrumentos financieros nacionales.

En 1985, el índice medido en términos reales toca fondo en enero y llega a su punto más alto en diciembre; en cuanto a la tendencia, se estableció una fuerte evolución al alza la cual culminó el 23 de enero de 1986.

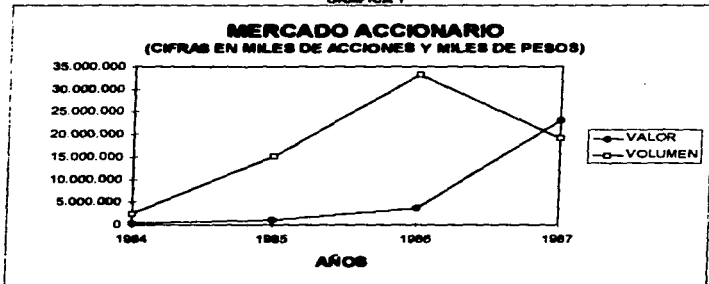
Al terminar 1985 los niveles del mercado accionario de la BMV eran muy atractivos; el valor de las acciones equivalía al 14.8% del total de exportaciones, es decir, 3.2 miles de millones de dólares. El múltiplo del precio utilidad había descendido de 6.6 veces en 1984 a 4.4 veces en 1985, y el del precio a valor contable pasó de 0.4 a 0.5 veces en esos años.

CUADRO 4
VALOR DE LAS ACCIONES OPERADAS
(MILES DE PESOS CORRIENTES)

PERIODO	ACCIONES INDUST. COM. Y DE SERVICIOS	SEGUROS Y FIANZAS	SOCIEDADES DE INVERSION	CASAS DE BOLSA	CERTIF. DE PARTICIPACION PATRIMONIAL	TOTAL
1984	353,391	9,100	8,387	0	0	370,878
1985	578,531	24,989	524,629	2,580	0	1,130,935
1986	2,254,658	74,062	1,351,184	20,984	0	3,700,876
1987	18,806,480	318,547	1,558,324	2,080,375	2,321,102	23,084,828

FUENTE: ANUARIOS BURSÁTILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

GRAFICA 1



En la gráfica 1 podemos observar la evolución del mercado accionario en términos de su volumen de operación y el importe de operación. Ahí notamos la correlación que ambos elementos presentaron hasta antes del año de 1987, a partir del cual, el volumen de las acciones operadas tuvo un descenso del 43% y el importe por esas acciones aumentó en un 524%, lo que refleja la efervescencia financiera que se dio en ese año y que mantuvo las altas expectativas de la inversión especulativa.

En enero de 1986, y medido respecto a diciembre de 1982, el índice accionario había obtenido una ganancia en términos de dólares del 540%; medido en pesos reales se observaba un beneficio de 306.5% para el mismo periodo.

Ya en este mes de enero, el valor de las acciones del mercado había llegado a 4 mil millones de dólares, lo que significaba un incremento de 3.3 veces respecto al valor de diciembre de 1982.

En igual lapso de comparación, el múltiplo precio de mercado a utilidad se había elevado de 2.7 veces a 5 veces y el múltiplo precio de mercado a valor en libros de 0.3 veces a 0.8 veces.

Dada esta evolución, quien había invertido en acciones en enero de 1985, había obtenido en enero de 1986 una ganancia real anual espectacular del orden de 130.4% medida en pesos y de 88% en términos de dólares.

Luego de esto se produce un breve ajuste durante los siguientes tres meses como resultado de una toma de ganancias por parte de los inversionistas. Desde el cierre de enero de 1986 al cierre de abril de ese mismo año, el índice en términos reales cayó en 21.7 por ciento.

Sin embargo, a partir de mayo de 1986 el índice inicia un repunte que se mantendrá al cierre de cada mes de manera incansante durante los 17 meses posteriores. Desde abril de 1986 hasta octubre de 1987 no hubo ajustes de la baja del índice accionario, lo que estableció un comportamiento altamente explosivo para el mercado accionario.

Al igual que 1983, para el país el año de 1986 se caracterizó por ser de recesión económica con una baja brusca del PIB de 3.8% y un ajuste negativo del salario mínimo del 19.7%. También igual que en ese año 1983, el índice de precios y cotizaciones de la BMV logró en 1986 un incremento líder en términos reales a nivel internacional del orden de 104.4 por ciento.

De este modo, durante 1986 la bolsa mexicana se presentaba como la mejor inversión para multiplicar el capital en relativamente poco tiempo.

Asimismo, las previsiones gubernamentales respecto a 1987 se presentaron altamente favorables para el mercado accionario como refugio para el dinero de los ahorradores. Los objetivos del gobierno eran por una parte, reducir más el ritmo inflacionario a través de mantener un tipo de cambio menos subvaluado; y por la otra, fijar un costo financiero menos oneroso, tratando de ajustar la inercia de expectativas hiperinflacionarias que predominaban a fines de 1986 y principios de 1987.

Así, los pequeños y medianos ahorradores veían como una realidad ante sus ojos la posibilidad de beneficios accionarios, que podían compensar los magros rendimientos de los instrumentos tradicionales y la particular caída del nivel real de ingresos ocurrida en los años previos.

Puestas las cosas de este modo, para entrar en el mercado accionario un inversionista potencial no requería estudios técnicos de múltiplos y tendencias; sólo necesitaba un ambiente colectivo deseoso de ganar y optimista respecto al futuro, que junto al empujón de la publicidad a través de los medios de comunicación de masas y el efecto demostración de los que ya habían ganado, creaba el escenario más adecuado para impulsarlo a participar en el superauge bursátil.

Los factores que contribuyeron a este comportamiento fueron: **dos cuestiones de carácter objetivo hacían factible un auge en 1987, sumándose a las circunstancias positivas que generaban las ganancias acumuladas del índice durante cuatro años: los Criterios Generales de Política Económica para 1987, y un ambiente de masas favorable y optimista respecto al futuro del mercado accionario.**

La primera cuestión era la de que técnicamente la bolsa sólo estaba ligeramente por arriba de su valor contable; y la segunda era que existía una abundante liquidez en la economía.

Conjuntamente con este aumento de la liquidez, había disminuido el atractivo de los rendimientos que se obtenían en el sistema financiero y el mercado de divisas: las tasas de interés bancarias se habían estancado desde octubre de 1986; la tasa de Cetes a 28 días había descendido en cuatro puntos entre septiembre de 1986 y febrero de 1987; la devaluación acumulada en enero y febrero de 1987 sólo fue de 13.5% contra una inflación del 15.9 por ciento.

En contraste el índice accionario tuvo un comportamiento tal durante los meses de enero y febrero de 1987 que hacía del mercado accionario un espacio extraordinariamente atractivo para la colocación de aquella disponibilidad de liquidez existente en el sistema, lo que contribuyó a alimentar el superauge que se estaba desarrollando. Al cierre del mes de enero, el índice había obtenido un crecimiento de 28%, porcentaje que no se veía en el mercado desde septiembre de 1986. Y en el mes de febrero registró un ascenso de 32.4%, lo que constituyó el segundo aumento mensual más alto de los años ochenta.

Esto sólo era superado por el aumento del mes de enero de 1984 que fue de 37.6%; aunque en este último caso dicho aumento había sido acompañado de una inflación mensual de 9% mientras que en febrero de 1987 la inflación sólo había sido de 7.2 por ciento.

Para redondear la situación, en el mes de marzo el índice se elevó en 23.4%, mientras la tasa de interés bancaria a tres meses descendía, los Cetes bajaban casi un punto y medio, la inflación era de 6.6% y los activos internacionales se elevaban en 13.3 por ciento. En el trimestre enero-marzo de 1987 el índice accionario había acumulado una ganancia de 109.2; lo que en términos reales significaba acumular en sólo tres meses una ganancia de 69 por ciento.

El optimismo empezó a desbordarse sin freno alguno, como lo muestran varios indicadores.

Por una parte, la evolución del importe promedio de las operaciones diarias. Mientras que en el año de 1986 este promedio había variado desde 4,862.1 millones de pesos en enero a 24,331 millones de pesos en diciembre, en 1987 se pasó desde un monto de 15,737 millones de pesos en enero a otro de 73,446 millones de pesos en abril.

Otro indicador de esta evolución desbordada del optimismo lo constituye el volumen negociado promedio diario: mientras que durante el año 1986 este promedio había sido de 29.6 millones de acciones, en los cuatro primeros meses de 1987 se elevó a 46.4 millones de acciones.

Estos incrementos significaron que en el pago promedio por cada millón de acciones se pasara de 233 millones de pesos en diciembre de 1985 a 346 millones en el primer cuatrimestre de 1987; lo que implicaba un costo 50% mayor en términos reales para todo tipo de acciones, exceptuando las sociedades de inversión.

Para junio de 1987 el índice había acumulado un incremento nominal de 2,434.1% contra una inflación de 54.7% y una devaluación de 47.4 por ciento; las tasas de interés bancarias se habían reducido y el resto continuaba sin cambios.

Por su parte seguía creciendo la liquidez requerida para alimentar este desborde; los préstamos del sistema bancario consolidado al sector privado no financiero durante el primer semestre de 1987 fueron 3.1 veces los recibidos en igual lapso de 1986, mientras que los activos internacionales se incrementaron en 103.2 por ciento.

Todo este desborde se tradujo en incrementos sustanciales de la distintas medidas de la evolución del mercado.

En primer lugar el valor del mercado accionario, que en este mes de junio de 1987 ya era del orden de los 15 mil millones de dólares. Esto representaba el 81.3% del total anualizado de exportaciones del país, medidas entre junio de 1986 a junio de 1987; y contrastaba con lo que había representado dicho valor en diciembre de 1986 que había sido de 43.7 por ciento.

En seis meses, el valor de capitalización del mercado se había multiplicado por 2.14 veces; con lo que pasa a representar el 0.2% del valor promedio de la actividad accionaria mundial, contra el 0.1% que había sido en diciembre de 1986.

Por otra parte, los múltiplos de precios a utilidades y a valor en libros también tuvieron incrementos significativos desde marzo a junio de 1987. En el primer caso pasó de 16.3 a 22.4 veces; con lo que la proporción respecto al mismo múltiplo en el mercado mundial evolucionó desde 1.3 a 1 en marzo a otra de 1.01 a 1 en junio de dicho año. En el caso de la relación precio a valor en libros entre marzo y junio el aumento fue menor ya que se pasó de 1.5 a 1.6 veces, manteniéndose todavía por debajo del promedio mundial.

Por último, la tendencia del mercado accionario entre abril y junio evolucionaba en una dirección inversa a la de los mercados internacionales. Mientras que en estos últimos hubo en ese periodo un ajuste de 0.5%, el mercado mexicano conoció un crecimiento de 25% en términos de dólares.

El acelerado incremento del índice de precios y cotizaciones de la BMV parecía no tener fin. En el mes de julio de 1987 el ascenso del índice rompe todos los registros llegando al 40.4%, mientras que en agosto se elevó en 26.6%; esto luego de haber acumulado desde comienzos de año una tasa promedio de incremento mensual de 22.8 por ciento.

En septiembre el índice subió 19.5% configurando el tercer aumento mensual más bajo durante 1987 después de los de mayo y junio. Sin embargo, la situación del mercado en este mes estaba lejos de aminorarse. En los días previos y posteriores al

Informe presidencial del primero de septiembre, el mercado alcanza altos incrementos diarios con volúmenes de acciones negociadas muy por arriba del promedio mensual.

Previamente al informe, la Presidencia de la República distribuyó un boletín que alentaba el optimismo del mercado ya que en el mismo se señalaba que el auge bursátil era una muestra de la confianza en el país que tenían los inversionistas; y esto mismo se reiteró en el propio informe.

El promedio diario de acciones negociadas en el mes de septiembre fue de 60.1 millones, monto sólo superado hasta ese momento por los 72.2 millones del mes de diciembre de 1986 y los 64.8 millones del mes de junio de 1987.

Por su parte el importe accionario operado durante este mes de septiembre fue de 215.6 millones, lo que significaba un incremento de 27.7 veces con relación a lo operado un año atrás.

Todo esto significó al mismo tiempo, que el millón de acciones se pagara en promedio 905 millones de pesos, medido en pesos de diciembre de 1985; ello representaba seis veces lo que se había pagado por millón de acciones un año antes, y 62.3% más de lo que se erogaba por el mismo volumen de acciones en el mes de agosto de 1987.

De conjunto, esta evolución hacía que se redujera el ritmo de crecimiento de las ganancias que se obtenían en el mercado y que al mismo tiempo se elevara el costo de las operaciones, lo que hacía muy grande el riesgo de permanecer en el mercado.

Al cierre de septiembre de 1987, el índice de la BMV había tenido un beneficio nominal de 728.8%; esto, contra una inflación de 92.9%, una devaluación de 93%, y con descensos de las tasas de interés de los certificados de depósitos, los pagarés a un mes y las tasas de Cetes.

Para el inicio de octubre, era cierto que la rentabilidad accionaria estaba en su punto más alto respecto a la de otros instrumentos financieros nacionales y del resto del mundo; y también era cierto que la liquidez en la economía seguía siendo relativamente abundante.

Pero había otros elementos que hacían incierto el panorama y que no fueron reconocidos por la mayoría de los participantes en el mercado: la inflación superaba a la de 1986 y el tipo de cambio mantenía el mismo nivel de subvaluación que el año anterior; los múltiplos de precios a utilidades se habían disparado peligrosamente, pues de una subvaluación de 0.9 veces en el precio de las acciones del mercado en México en octubre de 1986, se había pasado en octubre de 1987 a una sobrevaluación de 5.3 veces, que era 1.96 veces el nivel del mercado mundial.

En ese lapso el valor del mercado mexicano se había incrementado en 3.2 veces contra 0.5 veces de aumento del valor del mercado internacional.

Por otra parte, la tendencia del mercado accionario mundial venía cambiando drásticamente. Mientras que durante el primer trimestre de 1987 el valor de capitalización

de ese mercado había aumentado en 32%, en el tercer trimestre sólo se había elevado en 6.6%, y de agosto a septiembre había disminuido en 1.6%.

Otro elemento objetivo que debilitaba la posibilidad de una alza continua en el índice accionario de la BAV después de septiembre de 1987 era el comportamiento de las reservas internacionales y el tipo de cambio.

Observando de conjunto estos indicadores, la situación del mercado se hacía muy explosiva; cualquier acontecimiento adverso pondría a prueba el nerviosismo que dominaba a los agentes involucrados.

Dos hechos hicieron patente ese carácter altamente sensible del mercado durante el mes de septiembre y principios de octubre de 1987. El domingo 4 de octubre se dio a conocer el nombre del precandidato del PRI a la Presidencia de la República, lo que repercutió de un modo espectacular en la jornada bursátil del lunes siguiente.

El desarrollo de la actividad del mercado accionario durante el 5 de octubre tuvo un impacto psicológico relevante. Al abrir, hubo una embestida imparable de órdenes de "compre lo que sea a los precios del mercado", de este modo en sólo media hora se negociaron 8.2 millones de acciones y se produjo un alza de 7.2% en el índice; después de esto se produjo la suspensión de las operaciones por orden de la CNV, con el argumento de que era necesario hacer esto para dar tiempo a que el mercado procesara las órdenes de compra y para proteger los intereses de los inversionistas que podían entraparse en una oleada especulativa de muy corto plazo.

Para muchos inversionistas institucionales, el 5 de octubre fue la señal de que en el período próximo el mercado ya no volvería a alcanzar niveles superlativamente superiores a los logrados hasta el momento; por lo tanto que era conveniente proceder a una toma de ganancias para luego volver a comprar en condiciones de baja. Sin embargo, esta apreciación sólo la tuvieron algunos de las grandes conocedores, porque el conjunto del mercado mantuvo el comportamiento alcista.

El índice accionario llegó a su punto más alto el 6 de octubre de 1987, con 373.216 puntos medido a cierre del día. A partir de entonces el índice se deslizó lentamente hacia abajo hasta llegar a 320,595 puntos el día jueves 15 de octubre. Hasta ese momento se consideraba a la caída del índice como una señal de que los inversionistas estaban realizando una toma de utilidades, dado que el índice había caído 14.1% mientras que en los primeros seis días del mes se había elevado en 8.8 por ciento. De esta forma parecía que el mercado se tomaba un sano respiro después de su largo y acelerado ascenso.

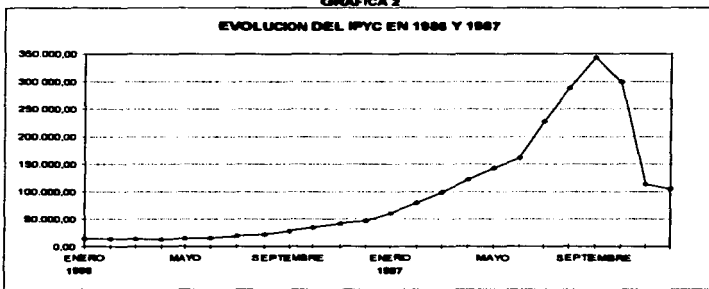
En el punto más alto alcanzado el 6 de octubre, el índice había acumulado durante el año una ganancia nominal de 692.4%, y respecto a diciembre de 1982, el beneficio nominal había sido de 55,109.5%, mientras que en términos reales estos beneficios fueron de 410.3% y 2,649% respectivamente.

Es decir que en promedio mensual se había obtenido hasta ese momento una ganancia de 15% desde fines de diciembre de 1982. El que había invertido un millón de pesos el último día del año de 1982 y había vendido sus acciones el 6 de octubre de

1987, había obtenido 28.5 millones de pesos de ganancia descontada la inflación; o 551 millones de pesos no deflactados.

El crac accionario se inició el 6 de octubre desde el punto más alto; y el día 7 de enero de 1988 el índice tocó fondo en su caída cuando llega a 86,807 puntos. Es decir, en tres meses (con 62 días de actividad en el mercado accionario) la bolsa se desinfló 76.8%; lo que significa que si la actividad de la bolsa accionaria era de 100 en la primera fecha, en la segunda se había contraído a 23.2.

GRAFICA 2



En la gráfica 2 se ilustra la evolución que el índice accionario reportó durante los años de 1986 y de 1987, donde se aprecia de manera muy clara la tendencia alcista del precio de las acciones a finales de 1986, el máximo histórico que alcanzó en septiembre de 1987, y la abrupta caída del IPyC, que comenzó en octubre y concluyó en febrero de 1988.

De manera muy concreta y concisa, se ha demostrado hasta aquí, que el comportamiento de las variables económicas que determinan los ciclos económicos, tiene un alto grado de correlación con el comportamiento del mercado de valores, pues en periodos de depresión económica, el mercado de valores presenta también síntomas de depresión que se reflejan en el nivel de inversiones que capta el IPyC de la Bolsa Mexicana de Valores. No cabe duda que el mercado de valores repercute en las variables económicas y que representa al "termómetro" de la actividad financiera, industrial y productiva del país, pero los procesos económicos también afectan al mercado de valores, con lo que se completa un círculo vicioso en periodos de recesión y un círculo virtuoso en periodos de auge.

5.2 EL MERCADO DE VALORES EN EL CICLO 1989-1994

Este periodo comienza con un panorama muy especial para la economía mexicana, pues se venía de una crisis financiera que detuvo los flujos de capital para el primer trimestre de 1988, con lo cual la inversión se contrajo y los niveles de crecimiento del producto no fueron tan altos como se esperaba (véase CUADRO 5). Existía una tendencia reciente del Índice Nacional de Precios al Consumidor que amenazaba con tener niveles de hiperinflación, y encima de todo, era un año electoral, con lo que las variables económicas y financieras se comportan siempre muy conservadoras y sensibles.

CUADRO 5
PRODUCTO INTERNO BRUTO
(MILES DE MILLONES DE PESOS A PRECIOS DE 1980)

PERIODO	TOTAL	INCREMENTO %
1988	4,887.8	1.3
1989	5,049.0	3.3
1990	5,278.7	-4.5
1991	5,466.5	-3.6
1992	5,619.8	2.8
1993	5,856.5	0.7
1994	5,857.5	3.5
1995	5,585.2	-4.6

FUENTE: INEGI, SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES DE MEXICO

A pesar de ello, las perspectivas del mercado de valores tenían visos de mejoría y de recuperación, pues los capitales que abandonaron el mercado en el momento del crac de 1987, de manera lenta y paulatina comenzaron a incorporarse a la actividad financiera del país.

CUADRO 6
INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES
(PROMEDIOS MENSUALES)

AÑO	1988	1989	1990	1991*	1992	1993	1994	1995	1996
ENERO	136 020.40	210 205.04	444 748.24	822 866.00	1 623.47	1 863.22	2 791.37	2 063.98	3 034.65
FEBRERO	200 586.24	208 307.27	473 018.11	859 185.00	1 890.63	1 546.86	2 585.44	1 546.64	2 632.54
MARZO	174 367.70	232 021.86	489 618.77	803 347.00	1 675.73	1 771.71	2 410.36	1 632.63	2 072.40
ABRIL	154 158.67	261 728.13	525 608.00	801 140.00	1 836.30	1 665.41	2 294.10	1 980.54	3 187.19
MAYO	188 067.22	302 942.29	650 289.84	1 088.17	1 892.33	1 812.89	2 463.73	1 945.13	3 208.51
JUNIO	188 067.47	349 489.94	615 332.89	1 058.02	1 599.28	1 670.29	2 262.86	2 196.08	3 210.63
JULIO	188 078.29	364 250.38	673 136.14	1 193.65	1 599.73	1 788.71	2 462.27	2 375.17	3 007.24
AGOSTO	188 523.80	389 684.74	580 979.35	1 254.60	1 400.37	1 906.59	2 702.73	2 516.98	3 306.47
SEPTIEMBRE	187 872.09	427 880.63	522 083.02	1 257.27	1 327.07	1 840.72	2 748.11	2 362.26	3 236.32
OCTUBRE	187 822.41	400 383.79	611 378.82	1 371.01	1 597.33	2 020.26	2 552.06	2 302.01	3 213.33
NOVIEMBRE	228 579.29	384 748.63	626 711.58	1 384.18	1 715.69	2 215.69	2 591.34	2 689.00	3 291.69
DICIEMBRE	211 531.79	418 925.13	628 790.34	1 431.46	1 758.44	2 602.63	2 375.68	2 776.47	3 361.03
PROMEDIO	188 733.79	329 106.31	570 140.84	929.67	1 671.61	1 856.24	2 520.68	2 219.38	3 079.90

FUENTE: ANUARIOS BURSÁTILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES
* A PARTIR DE MAYO SE SUPRIMIERON TRES CEROS AL IPYC

El cuadro 6 muestra el comportamiento del Índice de Precios y Cotizaciones, mas por mes durante los años de 1988 a 1996. Podemos darnos cuenta que el promedio de todo el año de 1988 y 1989, nunca alcanzó los niveles que el IPYC obtuvo para septiembre de 1987, aunque los últimos meses de 1989 fueron de altos rendimientos para los inversionistas en acciones. Podemos ver que 1989 fue el año de la recuperación en el mercado de valores, pues aunque al final del año sólo se obtuvo un incremento porcentual del índice de 57%, en los meses de septiembre, octubre y diciembre, el IPYC ya rebasaba el 100% del nivel que tenía a principio de año, e incluso rebasaba los niveles del boom accionario de 1987.

El volumen de operación del mercado accionario tuvo un ligero incremento con respecto al ciclo anterior, pues en los primeros 5 años de este periodo, la composición del total de las acciones le otorgaba una mayor participación a las sociedades de inversión, que a las industriales, comerciales y de servicios. De alguna manera esto tiene su explicación en el lento crecimiento que estaban teniendo los sectores productivos y la inversión productiva, con respecto a los fondos de inversión y la inversión especulativa (véase el cuadro 7).

CUADRO 7
VOLUMEN DE ACCIONES OPERADAS
(MILES DE ACCIONES)

PERIODO	ACCIONES INDUST. COM. Y DE SERVICIOS	SEGUROS Y FIANZAS	SOCIEDADES DE INVERSION	CASAS DE BOLSA	CERTIF. DE PARTICIPA- CION PATRIMO- NIAL	TITULOS OPCIONA- LES (MARRAN- TOS)	BONOS BANCA- RIOS (INDEX ADOS)	TOTAL
1988	6,302,890	239,494	35,295,621	684,290	781,045	0	0	43,423,290
1989	4,020,245	78,608	82,883,688	843,783	2,373,107	0	0	90,377,662
1990	5,252,585	183,488	143,588,810	1,021,802	4,215,902	0	0	154,240,097
1991	14,680,974	448,772	43,581,288	4,184,220	9,078,983	0	0	71,926,814
1992	17,843,974	328,417	85,632,033	2,337,883	14,679,029	403,284	0	101,021,700
1993	20,703,249	3,388,911	3,048,688	578,182	3,486,780	304,937,576	112,800	338,243,276
1994	23,141,056	309,811	6,563,240	257,295	136,237	1,056,222	2,780,000	38,214,623
1995	23,123,388	521,603	2,534,389	553	5,600	421,748	327,000	26,934,236
1996	41,929,456	188,613	298,932	185	2,411	175,282	2	42,574,903

FUENTE: ANUARIOS BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

Con el paso del tiempo esa composición cambió para dar paso a nuevos instrumentos que otorgaron mayor dinamismo y fluidez al mercado de capitales. El volumen de acciones operadas se incrementó por la presencia de la emisión de acciones sobre títulos opcionales y bonos bancarios indexados a la inflación. Estos dos últimos instrumentos, como otorgan cobertura, fueron atractivos y fueron demandados de manera importante, en su momento.

El incremento del número de acciones industriales, comerciales y de servicios operadas y la evidente disminución de las de sociedades de inversión reflejan la recuperación del sector productivo y el cambio en la disposición y actitud de los inversionistas.

La evolución del importe de las acciones operadas durante el ciclo económico que estamos describiendo, fue ascendente en términos nominales y en términos reales,

y la composición del valor de esas acciones, siguió un patrón similar al del volumen de acciones operadas (véase cuadro 5).

**CUADRO 5
VALOR DE LAS ACCIONES OPERADAS
(MILES DE PESOS CORRIENTES)**

PERIODO	ACCIONES INDUST. COM. Y DE SERVICIOS	SEGUROS Y FIANZAS	SOCIEDADES DE INVERSION	CASAS DE BOLSA	CERTIF. DE PARTICIPA- CION PATRIMO- NIAL	TITULOS OPCIONA- LES (WARRAN- TS)	BONOS BANCA- RIOS (INDEX ADOS)	TOTAL
1988	11,710,482	113,208	4,618,483	643,484	686,671	0	0	17,542,268
1989	13,444,600	53,540	20,377,376	380,953	1,512,643	0	0	35,778,612
1990	26,017,028	220,343	20,028,031	720,888	5,616,360	0	0	54,600,676
1991	75,908,249	380,140	23,678,685	4,676,302	14,750,625	0	0	119,603,421
1992	113,320,382	344,636	18,517,377	5,844,673	18,281,798	46,622	0	156,465,891
1993	188,283,964	1,774,370	4,028,762	583,938	3,789,489	1,761,080	12,579	200,225,163
1994	279,422,776	1,027,924	12,228,952	772,308	289,678	4,573,793	289,678	290,604,813
1995	220,581,028	422,944	5,539,418	343,000	10,033	1,729,351	29,320	228,664,691
1996	324,682,577	2,318,740	3,487,888	70	0	1,183,839	200	331,703,121

FUENTE: ANUARIOS BURBATAILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

Ese incremento en el valor de las acciones no tuvo necesariamente que seguir al volumen operado de las mismas, pues esa disparidad se explica en los diferentes precios que se cotizaron para las acciones en el periodo descrito. El incremento nominal del importe de las operaciones con acciones tiene que ver con la tendencia natural del incremento de precios bursátiles y los movimientos en el volumen de operación está ligado al proceso de oferta y demanda de los títulos o valores. Es por esto, que en la gráfica 3 encontramos ilustrada esa disparidad.

GRAFICA 3



En tanto se percibía una mejoría en el crecimiento del mercado accionario, en el mercado de dinero los instrumentos que cotizan en él tienen un comportamiento importante, pues la inversión en el corto plazo y los instrumentos con retornos inmediatos se hicieron más confiables en los periodos donde se tenía de nuevo una situación como la de octubre de 1987.

La colocación de Cetes en el periodo de 1988 a 1995 fue normal, sin sobresaltos importantes, pues de toda la deuda emitida por el gobierno, cerca del 90% era amortizada, para dejar sin rezagos los pagos oportunos a los inversionistas (véase CUADRO 9). La evolución de los Cetes en este periodo fue mejorando conforme pasaba el periodo, pues la tasa líder del mercado fue descendiendo muy considerablemente pues de 70% que estaba en 1988, en promedio, se encontró en sólo 14.7% en promedio durante el aún prometedor 1994.

CUADRO 9
COLOCACION PRIMARIA ANUAL DE CERTIFICADOS
DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION
(Monedas en Millones de pesos)

AÑOS	MONTO EMITIDO	MONTO AMORTIZADO	MONTO EN CIRCULACION	TASA DE REND. (A)
1988	482,116,280	470,422,379	51,570,000	70.00%
1989	859,081,400	844,381,400	66,250,000	43.99%
1990	785,000,000	748,350,000	82,900,000	34.81%
1991	304,880,000	290,620,000	97,160,000	19.26%
1992	189,855,000	207,670,000	89,345,000	16.88%
1993	206,400,000	176,435,000	122,310,000	14.95%
1994	147,300,000	197,015,000	72,595,000	14.69%
1995	178,970,000	183,715,000	64,850,000	48.59%

(A) Promedio Aritmético de las Tasas en el Año.

FUENTE: ANUARIOS BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

Es importante mencionar que las tasa de rendimiento líder del mercado permaneció con su tendencia descendiente debido a la confianza que se había generado en la economía y en la administración de Carlos Salinas de Gortari, por lo que la inversión productiva se vio favorecida con el descenso de las tasas de interés.

CUADRO 10
COLOCACION PRIMARIA ANUAL DE PAPEL COMERCIAL
(Monedas en Millones de pesos a valor nominal)

AÑOS	MONTO EMITIDO	MONTO AMORTIZADO	MONTO EN CIRCULACION	TASA DE REND. (A)
1988	4,598,169	4,316,353	441,640	72.47%
1989	28,067,854	25,040,258	4,069,238	42.36%
1990	77,306,791	75,702,375	5,765,652	34.81%
1991	60,786,748	61,997,669	4,554,731	22.20%
1992	39,491,627	41,094,939	2,951,419	28.95%
1993	36,825,610	36,098,729	3,568,300	20.61%
1994	36,252,600	35,783,200	4,057,600	20.91%
1995	153,538,910	153,374,430	4,222,080	59.11%

(A) Promedio Aritmético de las Tasas en el Año.

FUENTE: ANUARIOS BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

La emisión de deuda para financiar el capital de trabajo y el gasto circulante de las empresas también tuvo su auge, tal como lo demuestra el cuadro 10, donde observamos que, si bien la emisión de este instrumento tuvo un descenso a la mitad del periodo, los rendimientos que ofrecía en el corto plazo eran más atractivos que los rendimientos de Cetes.

El financiamiento del gobierno federal en el mercado de dinero también se vio favorecido, gracias a las emisiones de Bonos y Ajustabonos (cuadros 11 y 12 respectivamente), pero la incapacidad gubernamental de amortizar adecuadamente cada 28 y 91 días los plazos vencidos de cada instrumento, provocó tal desconfianza que ni los inversionistas más atrevidos pudieron sostener su posición. Aunque los rendimientos de los Bonos eran atractivos, el capital financiero no pudo encontrar el instrumento dinámico y de rendimientos inmediatos que requiera para su reproducción. Y los Ajustabonos marcaron su fin y su ineficacia desde el momento en que existían diferencias en reconocer las variaciones del Índice Nacional de Precios.

**CUADRO 11
COLOCACION PRIMARIA ANUAL DE BONOS DE DESARROLLO
DEL GOBIERNO FEDERAL (BONDES)**

(Monedas en billas de pesos a valor nominal)

AÑOS	MONTO EMITIDO	MONTO AMORTIZADO	MONTO EN CIRCULACION	TASA DE REND. (A)
1988	20 740	540	20 740	70.00%
1989	94 308	18 040	67 008	46.27%
1990	45 710 000	41 780 500	70 995 000	35.81%
1991	9 815 000	46 170 000	34 600 000	17.30%
1992	18 700 000	29 485 000	23 815 000	23.01%
1993	10 230 000	15 410 000	18 635 000	16.79%
1994	3 990 000	13 275 000	9 350 000	13.22%
1995	58 340 000	7 070 000	60 620 000	52.11%
1996	45 300 000	25 960 000	60 380 000	32.77%

(A) Promedio Aritmético de las Tasas en el Año.

* A partir de este año los montos se encuentran expresados en Nuevos Pesos.

FUENTE: ANUARIOS BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

**CUADRO 12
COLOCACION PRIMARIA ANUAL DE BONOS AJUSTABLES
(AJUSTABONOS) DEL GOBIERNO FEDERAL**

(Monedas en billas de pesos a valor nominal)

AÑOS	MONTO EMITIDO	MONTO AMORTIZADO	MONTO EN CIRCULACION	TASA DE REND. (A)
1988	-	-	-	-
1989	3 900 000	0	3 900 000	16.83%
1990	8 575 000	0	12 475 000	12.71%
1991	20 520 000	0	32 995 000	17.30%
1992	4 325 000	3 900 000	33 420 000	2.25%
1993	5 240 000	8 115 000	30 845 000	5.27%
1994	10 620 000	10 310 000	30 855 000	6.07%
1995	200 000	2 800 000	28 455 000	7.10%
1996	0	12 180 000	16 275 000	0.00%

(A) Promedio Aritmético de las Tasas en el Año.

* A partir de este año los montos se encuentran expresados en Nuevos Pesos.

FUENTE: ANUARIOS BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

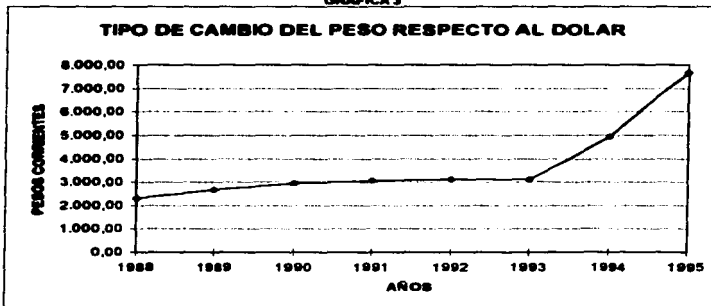
Para principios de 1994, la situación económica, social y política de México sufrió una transformación sin precedentes: desde el primer día en marcha del Tratado de Libre Comercio de América del Norte, se desató una lucha armada en el estado de Chiapas. Este hecho, que si bien no fue tan profundo y dislocante como se esperaba, predispuso a los inversionistas, que miraban con recelo y desconfianza la estabilidad económica y financiera del país. En el aspecto político, los elementos que terminaron por convencer a los inversionistas extranjeros del mercado de valores a retirarse, fueron los asesinatos del candidato oficial a la presidencia de la república Luis Donaldo Colosio y el político guerrerense, pieza clave en lo que sería el nuevo gobierno, Francisco Ruiz Massieu.

Estos hechos, junto con la gradual disminución de las reservas internacionales, provocada por el retiro del capital extranjero y las amortizaciones de instrumentos con vencimientos en ese año, provocaron una crisis de flujos financieros que condujeron a un desequilibrio en el tipo de cambio y en un aumento de las tasas de interés lo que provocó una crisis económica, cuando fue imposible contener las fuerzas del mercado.

Para finales de año, ante la grave situación de la economía el gobierno incurrió en una combinación del tipo de cambio dentro de su banda de flotación, elevaciones de las tasas de interés y el uso de las reservas internacionales, junto con la sustitución de Cetes por Tesobonos, lo cual le permitió amortiguar durante la mayor parte del año los efectos negativos de las turbulencias de los mercados financieros del exterior y de los trágicos hechos acaecidos en 1994.

La decisión de ampliar la banda de flotación del tipo de cambio a finales de 1994, provocó la depreciación del peso frente al dólar, pues las fuerzas del mercado regularon el tipo de cambio y lo elevaron a niveles de casi el 100% de incremento del precio del dólar con respecto al peso (véase la gráfica 3).

GRAFICA 3



No obstante, el virtual agotamiento de los activos financieros de México provocó el estallido de la emergencia económica que colocó al peso en franca desventaja ante la creciente especulación creando incertidumbre entre los inversionistas tanto nacionales como extranjeros en torno a la capacidad del gobierno para poder cumplir con el pago de Tesobonos emitidos con fines de retención de capital extranjero más no de financiamiento.

**CUADRO 13
COLOCACION PRIMARIA ANUAL DE BONOS DE LA TESORERIA
DE LA FEDERACION (TESOBONOS)**
(Montos en billón de pesos a valor nominal)

AÑOS	MONTO EMITIDO	MONTO AMORTIZADO	MONTO EN CIRCULACION	TASA DE REND. (A)
1988	0	0	0	0
1989	800 636	270 332	2 486 562	15,96%
1990 *	29 396 763	28 721 162	3 299 900	13,41%
1991	6 134 673	4 863 935	2 486 562	10,49%
1992	37 615 408	36 802 069	3 299 900	3,49%
1993	51 062 843	27 688 149	26 704 594	4,56%
1994	412 115 300	179 161 000	259 659 000	6,83%
1995	37 997 450	285 460 402	12 196 048	16,41%
1996	0	12 196 048	0	0,00%

(A) Promedio Aritmético de las Tasas en el Año.

* A partir de este año los montos se encuentran expresados en Nuevos Pesos.

FUENTE: ANUARIOS BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES

El retiro masivo de depósitos a corto plazo hacía muy difícil sostener un tipo de cambio preanunciado, y reducía el margen de maniobra gubernamental para cubrir los vencimientos de Tesobonos por 29 mil 206 millones de dólares, según su saldo en circulación (véase CUADRO 13). En respuesta las autoridades monetarias decidieron dejar al libre mercado la fijación de la paridad peso/dólar desde el 22 de diciembre.

Sólo que la depreciación de nuestra divisa convulsión a los mercados financieros mexicanos. Después de la devaluación, el gobierno enfrentó como retos inmediatos la estabilización de los mercados, el apoyo al sistema financiero y el refinanciamiento de la deuda de corto plazo indizada al dólar, esto es en Tesobonos, por lo cual se llevó a cabo con el gobierno estadounidense así como con algunas Instituciones financieras internacionales tales como, el Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial etc. un paquete de financiamiento internacional del que se podrían disponer fondos por 49 mil 800 millones de dólares. Para recibir los préstamos externos y normalizar la evolución de los mercados accionario, cambiario y de dinero, la economía mexicana virtualmente fue sometida por Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional -promotores de la ayuda.¹

¹ Grupo Financiero InverMéxico, "LXI Reunión de Análisis Económico Bursátil", México, Marzo de 1995.

CONCLUSIONES.

Los grandes cambios experimentados por el sistema financiero mexicano en los últimos años, tanto en su estructura institucional como en sus prácticas operativas deben explicarse con base en el análisis de los desequilibrios macroeconómicos que precipitaron las crisis de los años 1982, 1987 y 1994.

En gran medida, la modernización y crecimiento del mercado de valores de México ha encontrado cauces jurídicos adecuados, aunado a una estrecha convergencia y disposición al análisis conjunto, entre las autoridades del sector financiero y el gremio bursátil, en orden a lograr una mayor eficiencia del mercado, a la vez que cautelar su sano desenvolvimiento. No obstante, es un esfuerzo que debe continuar y profundizarse, buscando fórmulas de equilibrio entre los sectores involucrados. La justa evaluación de riesgos y oportunidades debe conducir a la complementariedad entre la regulación y auterregulación.

De esta manera, a partir de la década de los 80's la economía mexicana al igual que varias economías (principalmente latinoamericanas), da inicio a una nueva coyuntura financiera provocada por la crisis y en esa medida dicha década también trasciende como uno de los ejes en que descansa a partir de ahí la modernización del sistema financiero. En este contexto es como el mercado de valores paso de un desempeño poco relevante a convertirse en un espacio de financiamiento para la acumulación productiva.

Sin embargo, debemos tener presente que las condiciones para el desarrollo del mercado de valores en México se encuentran definidas, como fundamento general, por dos grandes campos de la realidad de su entorno.

En primer lugar, se ha de tener en cuenta la situación, proyecciones y objetivos de la economía nacional; en particular, lo que se refiere a las necesidades de financiamiento del sector productivo y de la infraestructura de soporte necesaria para el crecimiento de las actividades generadoras de riqueza. De igual forma, tiene gran incidencia la profunda transformación estructural y jurídica del quehacer económico, su creciente deregulación y la disposición de las autoridades a flexibilizar las prácticas regulatorias, encaminadas a favorecer la funcionalidad y competitividad frente a los mercados internacionales.

En segundo plano debemos considerar que el mercado de valores mexicano está enmarcado por los avances y tendencias en el proceso de globalización financiera; hecho irreversible que nos sitúa en estrecha relación con los más importantes centros financieros del orbe, así como con mercados emergentes que ponan en juego todas sus potencialidades, buscando ubicarse favorablemente en el escenario mundial.

A estas alturas del trayecto, ya tenemos, una visión amplia de beneficios, riesgos, exigencias y expectativas que genera estar compartiendo, a nivel mundial, con economías de muy distintas trayectorias, experiencias y recursos. De este modo, tienden a agudizarse los plazos y los requerimientos estratégicos del mercado bursátil.

Tal como se aprecia en la presente investigación en algunos periodos, los buenos resultados del mercado accionario mexicano han dependido de los esfuerzos de modernización, así como de la estabilidad económica del país y de un conjunto de fenómenos externos favorables; sin embargo, estos mismos factores han llegado a ser fuente de vulnerabilidad ante las tendencias que afectan a los mercados mundiales. Frente a esta delicada situación, debemos reconocer nuestras limitaciones actuales, con el propósito de poner en práctica estrategias de maduración y solidez competitiva de nuestro mercado.

Los ciclos económicos considerados en el presente trabajo a través de las principales variables macroeconómicas tales como: inflación, tipo de cambio, producto interno bruto nos demuestran que su comportamiento presenta un alto grado de correlación con el comportamiento del mercado de valores, tal como se analizó en periodos de depresión económica, el mercado de valores no es ajeno a estos síntomas de depresión que se reflejan en el nivel de inversiones en la Bolsa; sin lugar a dudas que al mercado de valores lo debemos considerar como el "termómetro", de la actividad financiera, industrial y productiva del país.

Es innegable que el mercado accionario está en vías de incrementar paulatinamente su bursatilidad y que aún es bajo el número de emisoras que tienen una presencia constante en las sesiones de remate. Por otra parte, en promedio, la proporción de acciones negociadas en el mercado es muy reducida, con respecto al total de cada emisión. A lo anterior, debe sumarse la necesidad por alcanzar una mayor profundidad y amplitud que favorezca la integración de un mercado más eficiente en la formación de precios de títulos negociados.

Asimismo, debemos considerar que las perspectivas de crecimiento cuantitativo del mercado implican un serio esfuerzo de promoción y activación entre empresarios e inversionistas, quienes, a diferencia de lo que ocurre en mercados de mayor dinamismo, no están suficientemente familiarizados con los instrumentos y las prácticas operativas, ni tienen una percepción clara de los beneficios alcanzables.

Cabe mencionar, que numerosas empresas que pudieran tener acceso al financiamiento bursátil, y por esta vía, emprender proyectos de optimización competitiva, mantienen criterios conservadores en cuanto a la concentración de la tenencia accionaria y un gran sigilo con respecto a su información financiera. En lo que se refiere a la gran masa de ahorradores, prevalece el desconocimiento de las diversas alternativas de capitalización y ahorro bursátil.

Este proceso de desarrollo de la actividad bursátil implica, necesariamente, incrementar el número de emisoras y estimular su bursatilidad, al mismo tiempo que se amplía la masa de inversionistas potenciales, tanto individuales como institucionales. Este problema se relaciona directamente con la internacionalización de la cultura bursátil y, en términos generales, con la generación y canalización de lo que en otros ámbitos de negocios se denomina "hábitos de consumo". Por otra parte, en la medida que se dirijan al mercado de valores la amplia variedad de nuevos productos que se proyectan tales como: los productos derivados futuros (de tasas de interés y del peso) y opciones bursátiles, las mayores emisiones esperadas de papel bursátil, la existencia de nuevas figuras de mercado, el crecimiento y fortalecimiento del Mercado de la Mediana Empresa

Mexicana, (anteriormente conocido como Mercado Intermedio), hasta la creación y autorización de nuevas bolsas de valores etc. estará en posibilidades de convertirse en uno de los mercados de valores más eficientes a nivel internacional; asimismo, se irá logrando una mejor comprensión de los beneficios y mecanismos de inversión bursátil.

En el futuro será necesario evaluar si que es que existen las condiciones económicas para una fase de auge económico, en el que la Bolsa de Valores se convierta en la principal fuente de financiamiento para la inversión productiva, expandiéndose la colocación de acciones, de emisoras y de instrumentos de largo plazo de empresas industriales a fin de permitir la canalización de esos recursos hacia la inversión en nuevas plantas de producción o en ampliación de las existentes, ya que esta es una de sus funciones básicas.

Este panorama alentador, no ha sido producto de simples expectativas sin fundamento, ya que han sido necesarias décadas de reconstrucción económica, las cuales han conllevado enormes costos sociales para la mayor parte de la población.

Por lo tanto, en los próximos años y en el umbral del nuevo milenio deberá buscarse un crecimiento económico sostenido y el mejoramiento en la distribución del ingreso a través de que el Estado menos propietario destine montos inusuales de gasto social especialmente en áreas prioritarias de la actividad económica sin descartar la capacitación.

Nuestro país será sólido si se destinan montos crecientes a mejorar su capital humano. La aportación del sector financiero y del mercado de valores mexicano a esta circunstancia será a través de lograr una eficiencia financiera de primer mundo con lo cual los costos de capital del sistema económico serán mínimos.

Si esto se logra, sin lugar a dudas, en los próximos años el sistema de valores mexicano y el sistema financiero global habrá cumplido un papel de enorme trascendencia para el país.

BIBLIOGRAFIA

TEXTOS.

- A. Estey. Tratado Sobre los Ciclos Económicos, Fondo de Cultura Económica, 6a. Edición, México, 1987.
- Aspe Armella, Pedro. "El Camino Mexicano de la Transformación Económica", México, Fondo de Cultura Económica, 1983.
- Caso Bercht, Jorge. "El Mercado de Acciones en México", CEMLA, 1971, México.
- Cordero, Ma. Elena. "Patrón Monetario y Acumulación en México", Siglo XXI editores, 1a. edición, 1984.
- Garrido C. Quintana, E. Y Ejes, G. "Deuda y Hegemonía. El Papel Político de las Finanzas Públicas", en Investigación Económica No. 180, FE/UNAM, México.
- Haimé Levy, Luis. Régimen Financiero de las Udis, Ediciones Fiscales ISEF, S. A. , México, 1995.
- Heyman, Timothy. Inversión contra inflación. Edit. Milenio, México, 1995.
- Keynes, J. Maynard. Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Edit. Fondo de Cultura Económica, México, 1983.
- Ley de Instituciones de Crédito, 1994.
- Ley del Mercado de Valores, 1984.
- Ley de Sociedades de Inversión, 1994.
- Nuñez Estrada, Hector Rogelio. Mercado de Dinero y Capitales. Edit. PAC, 1994.
- Padilla Aragón, Enrique. Ciclos Económicos y Política de Estabilización. Edit. Siglo XXI, 8a. Edición, México, 1980.
- Quijano, José Manuel. "Estado y Banca Privada. Ensayos No. 3, Colecc. Economía, CIDE, 1981.
- Quijano J. Manuel. "Expansión y Estrangulamiento Financiero: 1978-1981", en La Banca Pasado y Presente, Ensayos No. 5 Colecc. Economía, CIDE, 1985.
- Tello, Carlos. "La Política Económica en México (1970-1978)", Siglo XXI editores, 1a. edición , 1978, México.
- Tello, Carlos. "La Nacionalización de la Banca en México", siglo XXI editores, 2a. edición, 1984, México.

REVISTAS Y FOLLETOS.

- Alcocer, Jorge. "La Bolsa Mexicana de Valores en 1979", en Taller de Coyuntura, 1979, La Crisis quedó atrás?, DEP/FE/UNAM.

- Asociación de Intermediarios Bursátiles. Mercado de Dinero, 1995.
- Banco de México, Informes Anuales de 1984 a 1986.
- Banco de México, Indicadores Económicos 1994, México.
- Bancomext Revista de Comercio Exterior, 1978.
- Bolsa Mexicana de Valores, S. A. Obligaciones. Folleto Informativo.
- Bolsa Mexicana de Valores, S. A. Anuario Bursátil. (Años de 1982 a 1986)
- Bolsa Mexicana de Valores, S. A. El Mercado de Valores Mexicano, Folleto de Divulgación, IMMEC, 1995.
- Consultores Internacionales, S. C. , "SIEP" (Servicio de Información Económica Profesional), México, Enero de 1994.
- Grupo Financiero InverMéxico, "LXIV Reunión de Análisis Económico Bursátil", México, octubre de 1996.
- Grupo Financiero InverMéxico, "LXI Reunión de Análisis Económico Bursátil", México, Marzo de 1995.
- Instituto de Capacitación Especializada, S. C. , Mercado de Valores. Material de Prácticas Bursátiles, 1996.
- Investigación Económica. Revista de la Facultad de Economía-UNAM, varios números.
- INEGI "Sistema de Cuentas Nacionales", México, 1994.
- IMEF, "Ejecutivos de Finanzas", La Economía Mexicana, noviembre de 1995.
- Martínez, Victor Manuel. Notas sobre el curso de Mercado de Dinero. UAM-A, 1990.
- Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994, S. P. P. , México, 1989.
- SECOFI (Secretaría de Comercio y Fomento Industrial), "Evolución de la Inversión Extranjera en México", Dirección General de Inversión Extranjera, México, 1994.
- Diarios. El Economista, Reforma, El Financiero.
- JEFFREY SACH, "Lecciones de la Debeche Mexicana", Diario Reforma, 4 de Agosto de 1995.
- Folleto Informativo "Obligaciones" Operadora de Bolsa, Grupo Financiero Serfin.
- SECOFI (Secretaría de Comercio y Fomento Industrial), "Evolución de la Inversión Extranjera en México", Dirección General de Inversión Extranjera, México, 1994.

CONFERENCIAS:

"Inversionistas Globales ante Mercados Emergentes". Conferencia dictada en el marco del 95 aniversario de la BMV, por David Gill, Noviembre de 1989, México.