



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

"EL IMPACTO DE LOS TESOBONOS EN LA
ECONOMIA MEXICANA (1988-1994)"

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADA EN ECONOMIA
P R E S E N T A :
MARICRUZ VAZQUEZ DIAZ

L

DIRECTOR DE TESIS: LIC. JORGE CARRETO SANGINES.

MEXICO, D. F.

1998.



TESIS CON
FALLA DE CRISTAL

268A'15



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.

Este trabajo esta dedicado a la memoria de la:

Sra. Maria del Socorro Díaz Miranda

*"A ti que me diste tú vida, tu amor y tu espacio
a ti que cargaste en tu vientre dolor y cansancio
a ti que peleaste con uñas y dientes, valiente en
tu casa y en cualquier lugar"*

"A ti te dedico mis triunfos, mis alegrías, mis victorias, por que todo lo que soy te lo debo a tí, ya que eres mi ejemplo a seguir, una mujer valiente que luchó contra la adversidad de una vida difícil, siempre honesta y sin dobleces, incansable en el trabajo, inquebrantable en el dolor y a la vez frágil y tierna, noble y amorosa. Mi más severa juez, mi más grande maestra, mi más sólido pilar, mi más grande amor... Gracias por ser mi amiga, mi confidente y mi cómplice, gracias por regalarme la vida, gracias por la familia que me legaste, unida y solidaria, pero sobre todo ¡MIL GRACIAS POR SER MI MADRE!"

Siempre vivirás en mi corazón...

Maricruz Vázquez Díaz

INDICE

Agradecimientos

Introducción

CAPITULO UNO

PREÁMBULO FINANCIERO

- 1.1 Sistema Monetario Internacional
 - 1.1.1 Sistema Financiero Mexicano**
- 1.2 Estructura y Funcionamiento del Sistema Financiero Mexicano
- 1.3 Evolución Sistema Financiero Mexicano
- 1.4 El Mercado de Valores
 - 1.4.1 Mercado de Dinero**
 - 1.4.2 Mercado de Capitales**
- 1.5 La Reforma Financiera Mexicana
 - 1.5.1 Liberalización de tasas de interés**
 - 1.5.2 Desarrollo del Mercado de Dinero**
 - 1.5.3 Reprivatización y Banca Universal**
 - 1.5.4 Medidas para incrementar la competencia**
 - 1.5.5 Reformas de la banca de desarrollo y los fideicomisos**

CAPITULO DOS

PERSPECTIVA ECONOMICA

2.1 Panorama Inicial

2.1.1 Situación económica interna

2.1.2 Factores externos

2.2 Panorama Económico General (1988-1994)

CAPITULO TRES

DEUDA INTERNA

3.1 Financiamiento del Gobierno

3.1.1 Fijación de impuestos

3.1.2 Emisión de deuda

3.1.3 Emisión de moneda

3.2 Deuda Pública Interna

3.2.1 Deuda externa

3.2.2 Deuda interna

3.3 Instrumentos de Deuda

3.3.1 Deuda Privada

3.3.2 Deuda Pública

3.4 Deuda Interna en México

CAPITULO CUATRO

BONOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION

4.1 Definición

4.1.1 Objetivos de los Tesobonos

4.1.2 Emisiones

4.1.3 Plazos de inversión

4.1.4 Mecanismos de inversión a través de Casas de Bolsa

4.1.5 El descuento y la tasa de descuento

4.1.6 El rendimiento a vencimiento

4.2 Impacto y efectos de los Tesobonos en la Economía Mexicana

4.3 Causas del Fracaso

4.4 Paquete Financiero

4.5.1 Plan de financiamiento de la deuda publica mexicana

4.5.2 Acuerdos del Paquete Créditicio

CONCLUSIONES

BIBLIOGRAFIA

Creo en Dios infinito, desconocido, intangible y único; creador del cielo y la tierra.

Creo en Jesús de Nazareth, reformador social, sin paralelo, audaz, superior e iluminado; consolador de los que sufren.

Creo en los padres que me engendraron y en los que engendraron a mis padres, creo en mis hermanos.

Creo en el hombre que ha de ser mi compañero para toda la vida

Creo en los hombres de buena voluntad, honrados y honestos, en las mujeres buenas e inteligentes que dan la vida por quien aman, en la inocencia de los niños que juegan y rien y en los jóvenes responsables que luchan y estudian.

Creo en el sol, el viento y la lluvia.

Creo en la semilla que germina y en el capullo que florece.

Creo en el maestro que me enseñó a escribir y en el profesor que me enseñó a pensar.

Creo en el carpintero que construye y en el marino que navega hacia lo desconocido.

Creo en los que pasaron por el mundo y dejaron algo a la humanidad.

Creo en Lincoln y la liberación de los esclavos, en Víctor Hugo y la exaltación de los humildes, en Beethoven y la grandeza del espíritu, en Bolívar y la sangre derramada por la libertad.

Creo en los que sacrificaron la gloria por la bondad, en los que cambiaron el poder por el honor y en los que dejaron la riqueza por la justicia.

También creo en el dolor y en la esperanza del proscrito.

Creo en todos los que pueden morir en paz con Dios y con los hombres.

...Finalmente creo en mis metas, en lo que pienso, en mis sueños, en mis ilusiones, CREO EN MÍ..

Todo pasa y todo queda,
pero lo nuestro es pasar,
pasar haciendo caminos,
caminos sobre la mar...

Caminante son tus huellas,
el camino y nada más;
caminante no hay camino,
se hace camino al andar.

Al andar se hace camino
y al volver la vista atrás
se ve la senda que nunca
se ha de volver a pisar.

Agradecimientos

Este trabajo es un esfuerzo personal que fue concluido gracias a la intervencion de un equipo de gente que siempre me apoyo, que no permiti6 que la adversidad me venciera y hoy juntos, hemos alcanzado una de mis principales metas en la vida, mil gracias:

Primero a DIOS, por darme unos padres ejemplares que con su dedicaci6n y esfuerzo lograron hacer de m3 lo que ahora soy, por contar con unos hermanos solidarios e incondicionales, por mis sobrinos que alegran y le dan sabor a mi vida, por permitirme conocer a un hombre bueno y honesto que me ama y que amo, por atravesar gente maravillosa en mi camino que hoy son parte de mi y que los llamo amigos; gracias Dios por regalarme el don de la vida, porque soy feliz, por que creo en t3, por que soy parte de este maravilloso universo.

A mi padre, el SR. ALBERTO VÁZQUEZ BECERRIL. por que eres mi ejemplo de lucha, de trabajo y perseverancia, de superaci6n y de 6xito, gracias por tu apoyo econ6mico y moral. Gracias porque todo lo que me has dado a lo largo de mi vida, ha sido fruto de un honesto, loable y honrado trabajo. Gracias por ser un excelente padre, te agradezco que la filosofia de tu vida este basada en la integridad, la rectitud, la firmeza y la fortaleza. Gracias por que me escogistes una madre intachable, y juntos lograron una familia unida y feliz... Hoy padre este triunfo tambi6n es tuyo. Y ahora s3 como dijo la t3a Chucha ...

A mi madre, la SRA. MARIA DEL SOCORRO DIAZ MIRANDA, por que me legaste una educaci6n que es hoy parte fundamental de mi idiosincracia, por que fuiste compa6era de mis juegos , por que luchaste por mi felicidad, por que siempre me diste lo mejor de t3 a costa de sacrificio y dolor, por que siempre cre3ste en m3 aun cuando yo te fallaba, por que cuando te necesite nunca me dejaste sola, por que siempre fuiste digna e intachable, por todo tu amor y por todo lo que no puedo expresarte con palabras.

A MIS HERMANOS :

A Pili, siempre he creído que Dios te puso en nuestras vida para que aprendieramos de tí, eres una persona respetable, admirable, noble, honesta y sobre todo firme en sus convicciones. Hoy te doy gracias por todo tu apoyo moral, intelectual y económico, el cual es indispensable en mi vida. Gracias por ser ser una excelente hermana y por llenar el hueco que dejó ella al marcharse. Y sí llegue, mmmh. .

A Lili, gracias por ser mi amiga, mi cómplice y mi confidente, por apoyarme y ayudarme siempre que te necesito, por creer y confiar en mí, por que parte de lo soy te lo debo a tí. Te pido que nunca cambies conmigo y que siempre estes segura de lo mucho que te quiero.

A Beto, gracias por ofrecerme tu apoyo incondicional, por que me has demostrado infinidad de veces lo mucho que te importo, gracias por tus palabras de aliento y de confianza que son tesoros que necesito para seguir adelante. Gracias por aguantarme y por favor ya no consumas benzoato de sodio.

A David, gracias pequeño ángelito.

A Moy, gracias por tu solidaridad, por ser el hermano ideal, por cuidarme y preocuparte por mí y por ser tan especial. Gracias por alegrar la vida de mi Madre y la de toda la familia. Recuerda que te quiero y que siempre podrás contar conmigo, pero... no cuentes con tú Neón.

A Dini, te agradezco que existas, por que sin ti la vida nunca hubiera sido igual, no tendría ese sabor tan agradable al recordar lo que hemos vivido juntas; experiencias alegres y tristes pero siempre juntas, no lo olvides SIEMPRE JUNTAS. "Patita musical" eres parte importante en mi vida y nada de lo que pudiera escribirte aquí, podría explicar mi amor por tí.

A MIS SOBRINOS:

Juan Jesús y Emmanuel, para que el día de mañana sean hombres de bien, se superen y no den marcha atrás en el logro de sus metas. Recuerden que el destino no es una casualidad, uno mismo es quien lo traza. Siempre los llevo en mi corazón . . .

A mi cuñado Juan Jesús por su apoyo y cariño a la familia en las buenas y en las malas, por haber querido y respetado a mi Madre. Recuerda que eres y serás el ejemplo a seguir de tús hijos, inculcales ser hombres dignos, conscientes de sus actos y responsables, ayúdales a trazar un plan y seguirlo pese a todas las circunstancias exteriores.

A Erick por ser parte de mi vida, por tu amor, por tu apoyo y comprensión, por creer en mí; por estar justo en el momento que me haces falta, por tu confianza, por respetar lo que NO te gusta de mí, gracias por todo lo que me das a cambio de nada. Gracias por caminar a mi lado haciendo mi senda más fácil. Ésta meta, mi amor, es sólo una de las muchas que celebraremos juntos. Y recuerda "tú saltas, yo salto".

A mi compadre y mejor amigo Ivan Aldape, por que eres uno más de mis hermanos, por tu amistad incondicional, por tu lealtad y desinteresado apoyo, por marcarme mis errores, sin lastimarme. Por escucharme y aligerar el peso de mis problemas. Gracias "Gomi" por saber ser amigo.

A mis excepcionales amigos que fueron y son parte de la "Estudiantina San Luis " : Diana , Moni , Pati, Doris, Elisa, Roxana, Jazmín, Alondra, Chucho, Omar, Ivan, Alex, Juan de Dios, Luis, Manolo, Aarón, Memo, Daniel, Marco, Pepe, y muy en especial a la "LUISA" a ustedes les agradezco todos los momentos imborrables que estan en mi corazón, así pasen los años jamás podré olvidar que son parte de mí. ¡AUPA TUNA!

A Yolanda Reséndiz, Adriana Rodríguez, Esteban Martínez, Felipe Caloso, compañeros profesionistas destacados en el escenario estudiantil de los cuales he aprendido diversas e importantes cuestiones para la vida, pero sobre todo el valor de la amistad.

A Alma Delia Morales, Pedro Solís, Jesús Jiménez, personas que adoptaron en su vida una disciplina basada en principios intachables. Amigos que quiero, admiro y respeto y que desgraciadamente el tiempo y la distancia no permiten que nos frecuentemos, pero que saben que siempre pueden contar conmigo y yo con ellos.

Quiero dar un especial agradecimiento al Lic. JORGE CARRETO SANGINES, por la asesoría brindada a esta tesis y por ofrecerme durante este tiempo su atención, sus enseñanzas, su comprensión, su apoyo, su profesionalismo, su ética, su ejemplo y sobre todo su amistad. ¡GRACIAS MAESTRO!

A todos mis maestros que fueron parte de mi formación académica, muy en especial a la Lic. Celia Guadalupe Osorno Ruíz, Lic. Victor Manuel Colina Rubio, Mtro. José Martín Rodríguez Aguilar y al Lic. David Mondragón Centeno.

A mi querida Facultad de Economía, por ser semillero de profesionistas que son futuro de un país que cree en su juventud y en un mañana mejor.

A la máxima casa de estudios la UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MÉXICO, por haber acogido a la hija de un humilde pensionado reflejando de esta manera que la Universidad brinda la oportunidad de superarse a todo el que lo desea, por que en esta vida nada es imposible. GRACIAS.

. . . y a todos los que olvide . . . hoy y que posteriormente lamentaré no haberlos recordado.

INTRODUCCIÓN

Durante el sexenio 1988-1994, México captó importantes cantidades de capitales extranjeros mismos que fueron canalizadas en parte al ámbito financiero, dando un importante impulso a este sector. Asimismo, la política perseguida por el gobierno en ese lapso se caracterizó por aplicar una política antinflacionaria utilizando al tipo de cambio como "ancla", lo que de hecho, implicó la sobrevaluación de la moneda. De igual manera, una de sus prioridades fue sanear las finanzas e impulsar el comercio exterior. El Gobierno del Presidente Carlos Salinas de Gortari, logró reducir la inflación pasajeramente pues su política no propició el crecimiento de la producción, sino más bien la entrada de importaciones baratas y capital especulativo extranjero. Este trabajo pretende analizar la coyuntura económica, política y las consecuencias sociales que se resintieron al final del sexenio; lo que nos permite profundizar en el tema central de esta tesis: los Bonos de la Tesorería de la Federación.

Así, en el primer capítulo, exponemos una breve reseña de la evolución del sistema monetario Internacional, en el cual se encuentra insertado el sistema financiero mexicano y donde puntualizamos el desarrollo y evolución de este último, esta reseña lleva a describir un panorama financiero muy difícil y con profundas y adversas implicaciones en la planta productiva nacional.

En el segundo capítulo abrimos un panorama general de la economía mexicana durante el sexenio 1988-1994, en función de las condiciones políticas y económicas nacionales e internacionales que predominaban en el periodo en consideración. Esto nos conduce a analizar una a una las variables que conjuntamente llevaron al país a una desestabilización económica, política y social; destacando, desde luego, las tasas de interés, la base monetaria, la declinación gradual de las reservas internacionales, el progresivo déficit comercial y el PIB.

Continuando en el tercer capítulo, arribamos al problema de la deuda interna en México; situación que nos obliga a abordar los mecanismos de financiamiento que el Gobierno Federal utiliza; asimismo, en este capítulo se expone un análisis de los diversos instrumentos de deuda que operan en nuestro país.

Finalmente, ya una vez visualizados los factores que se presentaron en el sexenio 1988-1994, hacemos referencia en el cuarto y último capítulo de este trabajo, al tema que nos atañe, los Tesobonos.

En este capítulo se explica la importancia que tuvieron los Bonos de la Tesorería de la Federación en la economía mexicana; asimismo analizamos las razones por las cuales surgieron los Tesobonos, los efectos y problemas que ocasionaron estos instrumentos de cobertura cambiaria.

Los Tesobonos tenían una gran similitud con los Pagarés de la Federación (Pagafes), los cuales eran instrumentos que representaban deuda del Gobierno a corto plazo, indizados al dólar (tipo de cambio controlado).

El Gobierno decide introducir en julio de 1989, los Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos), denominados en dólares e indizados al tipo de cambio libre. En un inicio, el público inversionista mostraba poco interés y gran desconfianza para adquirir los nuevos instrumentos de cobertura.

Sin embargo, en el último año del sexenio 1988-1994, los Tesobonos jugaron un importante papel en el mercado de dinero y por ende en la economía mexicana.

Por su parte, el déficit en cuenta corriente aumentó de 2 mil a 28 mil millones de dólares entre 1988-1994, situándose en torno al 8% del PIB. El financiamiento externo del creciente déficit, se realizó a través de la entrada de capitales foráneos canalizados principalmente a la inversión de cartera.

Cuadro I

CUADRO INDICADOR 1988-1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB (crec. real)	1.2	3.3	4.4	3.8	2.6	1.1	3.1
Form.Bruta Cap.Fijo (% PIB)	20	18	18	19	20	28	21
INV. DIRECTA*	2.011	2.785	2.649	4.792	4.393	4.901	3.321**
INV. CARTERA*	121	298	-3.985	12.138	19.175	27.867	8.811**
INFLACIÓN	61.7	20.0	26.5	22.7	15.5	9.7	19.0

* miles de dólares

**sólo hasta el 2º trimestre 1994

n d No hay dato

Fuente. La macroeconomía de los mercados emergentes, González Rodríguez

El flujo de capitales extranjeros (Ver cuadro I) hacia México dio lugar a un importante incremento en las reservas internacionales, permitiendo financiar el creciente déficit comercial y las obligaciones de corto plazo; el problema se presentó cuando los activos internacionales disminuyeron drásticamente y el gobierno se vio presionado a pagar dichas deudas.

Dados los asesinatos políticos y las revueltas populares en 1994, así como la laxitud de las autoridades monetarias ante los indicios crecientes de la sobrevaluación del peso, se manifestó abiertamente una falta de confianza por parte de los inversionistas.

En diciembre de 1994 el gobierno comienza a presentar graves problemas para seguir pagando Tesobonos y atendiendo los pagos de deuda, asimismo, de 25

mil millones de dólares en reservas en 1993 a fines de 1994 sólo se contaba con 6,278 millones de dólares.

La elección del régimen cambiario constituye un elemento esencial en un programa económico. La elección del ancla nominal proporciona un estímulo inmediato a la expansión de la actividad económica, pero si se registra una apreciación real excesiva de la moneda o la erosión de las cuentas públicas, se deteriora la credibilidad del programa de estabilización generando una recesión más adelante. El tipo de cambio constituye el instrumento fundamental para lograr que la estabilización de la inflación sea creíble a corto plazo. La política de flotación regulada (conocida como deslizamiento) fue aplicada durante el sexenio 1988-1994. Dicha política fue uno de los pilares del control de precios internos.

Cuando un país decide comprometerse a mantener un determinado tipo de cambio casi a un nivel constante, lo mantiene en estrecha vigilancia. Cuando experimentan una leve baja, el banco central tiene dos opciones. Puede vender títulos para reducir la oferta monetaria y elevar el tipo de interés interior con el fin de detener la incipiente depreciación o puede vender dólares u otros títulos extranjeros y comprar títulos interiores al mismo tiempo.

De esa manera, no variará la oferta monetaria pero aumentará la oferta de títulos extranjeros y disminuirá la oferta de títulos interiores en el mercado. La moneda nacional sufrirá una presión al alza que contrarrestará la incipiente depreciación.

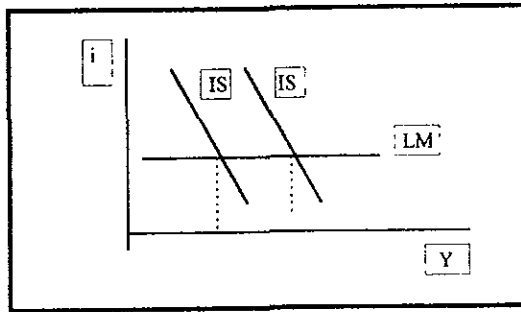
En ocasiones, el banco combina la contracción monetaria con una modificación de cartera. En ese caso, se aprecia la moneda y sube el tipo de interés interior.

Los cambios de los impuestos y del gasto continúan siendo una importante y discutible opción para una economía que haya decidido fijar su tipo de cambio con la política monetaria.

La reducción de los impuestos o el incremento del gasto pueden estimular el empleo y la producción. En un sistema de tipos de cambio fijos, el banco central tiene que mantener constante el tipo de interés, por lo que la curva LM es horizontal.

La política fiscal que desplaza la curva IS no altera el tipo de interés, por lo que, como muestra la gráfica I, la producción experimenta una variación exactamente igual que el desplazamiento horizontal de la curva IS.

GRÁFICA I



La política fiscal produce efectos mayores en una economía en la que el banco central esté fijando el tipo de cambio que en una economía en la que el tipo de cambio sea fluctuante.

Durante el periodo que nos atañe, Estados Unidos aumentó los tipos de interés disminuyendo el atractivo del mercado mexicano. Por su parte la inflación pasó de una tasa de 150% anual en 1987, a 7% en 1994. Sin embargo, a pesar de este resultado, no se logró que se amortiguara la caída de los salarios, estos cayeron como proporción del PIB de un 40.3% en 1976 al comienzo del auge petrolero, a sólo 28.4% en 1988¹. En resumen, en un sistema de tipos de cambios fijos, el banco central debe mantener el nivel interior de acuerdo con el país que constituye el centro del sistema.

¹ Rendon y Salas, 1989

Este tesis tiene como objetivo general, conocer el impacto que tuvieron los Bonos de la Tesorería de la Federación en el mercado de dinero, así como definir las ventajas y desventajas que tienen los instrumentos de cobertura. También se analiza si los Tesobonos lograron incentivar la inversión de largo plazo.

CAPITULO UNO **PREÁMBULO FINANCIERO**

La economía mundial ha estado influenciada íntimamente por los acontecimientos históricos que afectan al orbe mundial, por lo cual a casi mediados de siglo surge el sistema Bretton Woods, lo que le permitió a los Estados Unidos establecer su hegemonía económica, razón por la cual en las últimas décadas el sistema financiero mexicano ha tenido que seguir las tendencias que le ha marcado el sistema monetario internacional; México es parte de dicho sistema y como tal ha tenido la necesidad de sufrir transformaciones que le han permitido evolucionar para ser parte de la globalización económica, ajustándose a las necesidades que los mercados internacionales le exigen y que han dado lugar a la creación de instrumentos cada vez más sofisticados que buscan cubrir el perfil que los inversionistas requieren y que permiten captar los flujos financieros que todo gobierno demanda para poder financiar sus actividades productivas, de inversión, de crédito, etc.

En este sentido, este capítulo señala la evolución del sistema monetario internacional y simultáneamente la evolución del sistema financiero mexicano, con el fin de señalar el proceso de modernización financiera que ha tenido como objetivo una mayor eficiencia en la captación de ahorro y de el desarrollo económico.

1.1 SISTEMAS MONETARIOS INTERNACIONALES.

Al finalizar la Segunda Guerra Mundial y después de la caída del patrón oro², se creó el sistema Bretton Woods, el cual era un nuevo sistema monetario internacional³ conocido como sistema de patrón de cambios dólar. Con este nuevo sistema monetario se buscaba una mayor eficiencia por parte del sistema monetario internacional. Este sistema se diferencia del sistema patrón oro en que no había circulación interna de monedas de oro, el dinero no era convertible a

² *El cual consistió en la estabilidad de los tipos de cambio de una moneda convertible a las monedas de otros países. Es decir un modelo cuya principal característica era la homogeneidad de los países en el plano internacional, supuso simetría entre los países y excluyó cualquier tipo de jerarquía y de división internacional del trabajo. Sistema Monetario Internacional, Rafael Paniagua Rutz, Rosalinda Arriaga Navarrete. Edit. UAEM*

³ *Las transacciones económicas entre los diferentes países del mundo hacen necesaria la existencia del dinero mundial, que actúa en el Sistema Monetario Mundial. El Sistema Monetario Mundial ayuda a: a) la compra de mercancías y servicios de un país a otro, b) el pago de mercancías y servicios entre los diversos países y, c) la materialización de la riqueza que se expresa en forma monetaria.*

oro. La moneda era, en cambio, convertible en alguna divisa extranjera que, a su vez, fuese convertible en oro

Se creó una nueva institución, el Fondo Monetario Internacional (FMI)⁴, con el fin de prestar dinero a países que sufrían déficit en la balanza de pagos. Se permitió que los países cambiaran sus tipos de cambio para corregir lo que se denominó "desequilibrio fundamental" o "desequilibrio en los pagos".

Desde 1951 y hasta la actualidad, para acceder a los recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI), los países miembros deben cumplir ciertas condiciones, entre las cuales destaca el establecimiento de programas para disminuir la inflación y reducir sus restricciones sobre el comercio exterior. Asimismo, cuando un país tiene necesidad de hacer uso de la reserva, debe firmar una Carta de Intención en la que explica qué medidas pretende llevar a cabo para mejorar su situación.

El sistema Bretton Woods estipulaba el tipo de cambio fijo, asimismo autonomía en la política nacional.

El sistema Bretton Woods también estipulaba que las divisas debían ser convertibles entre sí, por lo menos en las transacciones de cuenta corriente. Sin embargo, el objetivo de mantener tipos de cambio fijo se contraponía con la capacidad de fijar políticas económicas internas

Una consecuencia del sistema Bretton Woods fue el acuerdo entre los Estados Unidos el cual establecía que este país mantendría su estabilidad económica interna y otros países fijarían la paridad de sus divisas respecto al dólar, acumulando sus reservas en dólares convertibles en oro. Estados Unidos mejoró su posición financiera, es decir no tenía que preocuparse como los demás, por el financiamiento del déficit en su balanza de pagos.

Otra de las consecuencias del sistema Bretton Woods fue que el dólar se sobrevaluó respecto a la cotización que logró por el continuo aumento de dólares en las reservas de otros países.

El sistema Bretton Woods tenía importantes deficiencias, primero la convertibilidad del oro estaba destinada a ser cada vez menos factible puesto que las obligaciones aumentaron respecto a las existencias de oro de Estados

⁴ *Organismo multinacional encargado de proporcionar las divisas, a los países con déficit en su balanza de pagos estabilizando así la circulación monetaria internacional, evitando desequilibrios prolongados y sosteniendo las cotizaciones monetarias de los países respecto al dólar.*

Unidos, después de que dicha convertibilidad se acabó, el mundo continuó acumulando dólares.

El dólar proporcionó liquidez adicional, es decir aumento las reservas internacionales en otros países, dicho de otro modo la cantidad de dólares comprendidos en las reservas de otros países alcanzaron su nivel máximo de aceptabilidad., conforme se seguían promoviendo salidas de saldos en dólares se acrecentó la desconfianza en el dólar y la especulación en favor del oro.

Las reservas de EE.UU. disminuyeron durante este período, en parte a que sus existencias de oro salieron a otros países Ver cuadro 1.

Cuadro 1

	RESERVAS INTERNACIONALES AL FINAL DEL AÑO			
	Miles de Millones de dólares			
	1945	1960	1970	1980
Oro*	33.3	38.0	34.2	41.8
Poseción de oro de EE.UU.	20.1	17.8	11.1	11.2

Fuente: Datos del Federal Reserva Bolletín e International Financial Statistics, varios números.

* Al precio oficial de 35 dólares la onza antes de 1980 y 42 dólares en 1980

Por otro lado, como ya se dijo, el sistema Bretton Woods estipulaba que las divisas debían ser convertibles para las transacciones de cuenta corriente y no para las de las cuentas de capital; se creyó que los países podrían mantener el control sobre los flujos de capital, siempre bajo el régimen del sistema Bretton Woods.

Sin embargo, dada la naturaleza evolutiva del comercio, cada vez fue más difícil separar estas dos cuentas, a su vez el mundo experimentó un enorme crecimiento de las inversiones internacionales directas y en el portafolio de movimientos de capital. Bajo estas circunstancias se registró un importante movimiento de fondos. El manejo de las políticas monetarias internas fue complicado. En la mayoría de los países, la autonomía política se vio amenazada, aun cuando debió haber sido preservada bajo el sistema Bretton Woods.

Desde 1969 a 1970 el gobierno de Nixon busco frenar el déficit en el saldo de la balanza global, lo que originó gran especulación que implicó en la huida del dólar, así grandes cantidades de dólares comenzaron a cambiarse.

El Sistema Bretton Woods, fue abandonado a principios de los años 70's, esto sucedió cuando Estados Unidos no pudo hacer frente a las presiones sobre el dólar (que era la divisa de referencia) ya que la fuente de liquidez habían sido los dólares del déficit americano de balanza de pagos. Esos dólares debían ser obligatoriamente comprados por los bancos centrales del resto del mundo.

El problema no era la escasez de reservas, sino su exceso. Como esos dólares eran convertibles en oro en la Reserva Federal de los Estados Unidos, el sistema sólo era satisfactorio si Estados Unidos hubiera podido aumentar sus compras de oro proporcionalmente a la emisión de dólares para el pago del déficit exterior. El sistema de creación de moneda internacional por el déficit exterior de Estados Unidos, no era viable. Los acuerdos de Bretton Woods se transformaron en un sistema de patrón dólar.

En 1971, el Presidente Nixon declaró la inconvertibilidad del dólar en oro. Este sistema se volvió no operante porque la convertibilidad en oro del dólar ya no era posible puesto que las obligaciones aumentaron respecto a las existencias de oro de Estados Unidos. Se llegó así al flotamiento generalizado de las divisas manteniendo el dólar su posición de moneda mundial, el presidente Nixon anuncio en agosto de 1971 su nueva política económica consistente en:

- a) Suspensión temporal del vinculo entre el dólar y el oro.
- b) Sobre tasa del 10% a las importaciones.
- c) Control de precios y salarios para atacar las presiones inflacionarias.
- d) Reducción de ayuda económica al extranjero

La inflación de EE.UU. a finales de los sesentas, provocó un gran flujo de dólares. Como resultado del enorme movimiento de capital, esta parte del sistema Bretton Woods se vino abajo definitivamente en 1973.

La evolución a un sistema de flotación para las principales divisas del mundo planteó retos substanciales a los mercados de divisas. Antes de marzo de 1973, cuando el período de tipos de cambio flotantes inició, los intercambios cotidianos de divisas eran generalmente pequeños. Las fluctuaciones generalmente estaban ligadas a desajustes en las balanzas de pagos. El FMI seguía interviniendo con préstamos de corto plazo para que los países con déficit pudiesen intervenir en los mercados de dinero de sus países limitando las fluctuaciones. En cambio durante la década de los ochentas, las fluctuaciones cuantiosas e impredecibles fueron comunes.

En los primeros meses de 1971, el saldo de la balanza de mercancías global fue negativo por primera vez, asimismo, aumentaba rápidamente la deuda de corto plazo y la inflación.

La caída del sistema Bretton Woods puede basarse en los planteamientos respecto al tipo de cambio y a la generación de liquidez en el sistema; la convertibilidad de las divisas y la autonomía de las políticas económicas -ambos elementos del sistema Bretton Woods- aún son consideradas convenientes en el sistema monetario internacional.

Es importante destacar que los acontecimientos de 1973 constituyeron un elemento fundamental en el desencadenamiento de algunos factores que transformaron al sistema financiero internacional.

- La crisis del petróleo
- Conversión de tipos de cambio fijo a flotantes
- Aparición de altos índices de inflación

Una vez desaparecido el sistema Bretton Woods, se entró en una época de tipos de cambio flotantes, es decir las autoridades monetarias de diferentes países permitieron que las divisas fluctuaran frente al dólar sin ningún compromiso oficial de mantener niveles o rangos particulares de tipo de cambio. Sin embargo, los bancos centrales continuaban interviniendo para influenciar las condiciones comerciales o los movimientos del tipo de cambio.

Es importante hacer notar que el Fondo Monetario Internacional (FMI) es un sobreviviente que sirve tanto como prestamista como foro consultivo, del sistema monetario internacional.

Con la inflación de los países industrializados en la segunda mitad de los setentas, el sistema tradicional de créditos a tasas de interés fijas y de financiamiento de bonos de largo plazo, fue desechado. En su lugar, se impuso la preferencia por el financiamiento a corto plazo, o a largo plazo pero a tasas variables.

En un contexto de fuertes presiones inflacionarias se desarrolló la cumbre de Versalles en 1982, estableciéndose el compromiso de trabajar por una mayor estabilización del sistema monetario internacional, así como buscar mecanismos para bajar la inflación.

A partir de ese año se llevaron una serie de acuerdos para estabilizar el tipo de cambio y evitar especulaciones:

- 1985, Los ministros de finanzas de Francia, EE.UU., Japón, Alemania y Inglaterra en Nueva York.
- 1987, El grupo de los 7 lleva a cabo el acuerdo de Lovre con el fin de buscar estabilidad en el tipo de cambio.
- 1989, Reunión en París, estudiando medidas para mejorar el Sistema Monetario Internacional.

Dada la importancia de la globalización el mercado internacional desarrolló productos cada vez más complicados y sofisticados, como los productos derivados..

1.1.1 Sistema Financiero Mexicano

El proceso de globalización⁵ que se vive hoy en día no sólo ha abarcado los ámbitos económico y comercial, sino también ha rebasado al financiero; acelerándose en los últimos años en los distintos países del mundo, sin ser la excepción México.

En México el sistema financiero tiene la función de activar y acrecentar la captación del ahorro nacional canalizándolo con eficiencia y oportunidad al aparato productivo.

Durante los últimos años se ha buscado alcanzar una estructura financiera más eficaz, logrando un volumen mayor de flujos financieros y un nivel más elevado de ahorro e inversión.

Se parte de la convicción de que un sistema financiero más eficiente daría por resultado una mejor distribución del ahorro entre las oportunidades de inversión y, en esa forma, una mejor relación entre la formación de capital y el crecimiento de la producción. De tal forma que, cuanto más eficaz sea el sistema financiero, menos necesario será que el gobierno trate de complementar los ahorros internos con ahorros extranjeros. El sistema financiero mexicano está integrado por un conjunto de autoridades de supervisión, regularización y control de intermediarios bancarios y no bancarios que intervienen en el mercado captando, generando, administrando y dirigiendo tanto el ahorro como la inversión.

⁵ *Proceso de integración económica entre países donde los procesos productivos de comercialización y consumo, se van asimilando, de tal forma que se habla de una totalidad, de un conjunto. El proceso histórico de globalización se ha incrementado, por lo que algunos autores hablan de la mundialización o internacionalización económica.*

De acuerdo con Alfredo Díaz Mata⁶, el sistema financiero mexicano es el conjunto de organizaciones, tanto públicas como privadas, a través de las cuales se llevan a cabo y se regulan las actividades de circulación de dinero y otorgamiento y obtención de créditos, prestaciones de servicios bancarios y de seguros y fianzas.

Es decir, el sistema financiero mexicano es el vehículo por medio del cual se realizan las transacciones monetarias, por parte, de individuos o entidades que demandan recursos para poder financiar sus actividades productivas y, por otra, aquellos que, teniendo sobrante de capital, están dispuestos a ofrecer sus recursos excedentes a cambio de un rendimiento aceptable.

En este sentido, Guillermo Ortiz Martínez enfatiza⁷ "... todos los cambios políticos que han afectado al sistema financiero han tenido, un propósito fundamental. garantizar que dicho sistema juegue un papel acelerador en la recuperación macroeconómica. Pero además de la necesidad de apoyar el programa de estabilización económica existe otra razón para la modernización financiera; ésta es, la apertura de la economía a la competencia externa. De ahí que las reformas instrumentadas en el sistema financiero proponen incrementos en la competitividad y eficiencia de los intermediarios en la asignación de recursos. El margen de intermediación financiera en México está aun por encima de los estándares internacionales y ello implica una clara desventaja competitiva para las empresas establecidas en nuestro país. Por ello, la reestructuración del sistema financiero es una condición necesaria para tener un campo de juego nivelado en el contexto de una economía abierta".

Para poder llevar a cabo este proceso de intermediación financiera el sistema ha quedado configurado como un grupo de instituciones interrelacionadas que generan, transfieren, operan, administran, asesoran y dirigen los flujos de recursos. Las actividades reguladoras son realizadas por instituciones públicas que reglamentan las operaciones crediticias, contribuyendo a la puesta en marcha de la política monetaria diseñada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México.

Considerando lo anterior, la autoridad máxima es la SHCP, la cual realiza sus operaciones a través de seis subdivisiones principales:

- a) Subsecretaría de Hacienda y Crédito Público.
- b) Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales.
- c) Secretaría de Administración Tributaria
- d) Oficialía Mayor

⁶ Díaz Mata Alfredo (1994), *Invierta en la Bolsa*, México: Grupo Editorial Iberoamericana, p.3

⁷ Ortiz Martínez Guillermo, "La reforma financiera y desincorporación bancaria", pág. 170

- e) Procuraduría Fiscal de la Federación.
- f) Tesorería de la Federación.

La actividad reguladora se compensa, asimismo, a partir de tres organizaciones supervisoras⁸ :

- a) El Banco de México, el cual tiene como principal función el control de la emisión, la circulación monetaria y la regulación crediticia.
- b) Comisión Nacional Bancaria y de Valores, que regula la operación de las instituciones bancarias y la operación del sistema bursátil⁹.
- c) Comisión Nacional de Seguros y Fianzas, que regula la operación de organizaciones de este rubro.

Por otro lado, los intermediarios financieros se han clasificado de la siguiente manera:

Intermediarios financieros bancarios:

a) Banca Comercial: Son instituciones de derecho público con personalidad jurídica, con domicilio conocido y patrimonios propios. Pone en contacto agentes deficitarios con superavitarios, realiza operaciones pasivas, constituidas por los depósitos que reciben operaciones activas, que comprenden los préstamos que otorgan. Obtienen sus recursos por vía de depósitos a la vista, de ahorro y a plazo relativamente corto.

b) Banca de Desarrollo : Se encarga de financiar proyectos productivos para el desarrollo económico del país, con tasas preferenciales. También llamados bancos públicos de inversión. Su actividad se centra en el fomento al desarrollo de un área en específico de la economía, además de proporcionar financiamiento a mediano y a largo plazo a empresas, siendo las siguientes:

- i) Nacional Financiera, S.N.C
- ii) Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S. N. C.

⁸ Díaz Mata A. *Invierta en la Bolsa, México Editorial Iberoamericana.*

⁹ Anteriormente la Comisión Nacional Bancaria y la Comisión Nacional de Valores eran órganos independientes, sin embargo, se fusionan y se crea la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV), la cual es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con autonomía técnica y facultades ejecutivas en los términos de la Ley de la CNBV, publicada en el Diario Oficial de la Federación del 28 de abril de 1995. Tiene como objeto principal supervisar y regular a las entidades financieras, procurando su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el equilibrio del desarrollo del sistema financiero, en protección de los intereses del público.

- iii) Banco Nacional de Comercio Exterior, S.N.C.
- iv) Banrural
- v) Banejercito

Intermediarios financieros no bancarios (organismos bursátiles):

a) Casas de bolsa. Son empresas que se encuentran inscritas en el Registro Nacional de Valores e intermediarios y son reguladas por la Comisión Nacional Bancaria de Valores y la Bolsa Mexicana de Valores. Estas empresas proveen de una amplia gama de servicios financieros que sirven tanto a inversionistas como a las empresas usuarias del capital

b) Sociedades de inversión: Están orientadas a administrar portafolios de valores con los recursos provenientes de las aportaciones de efectivo que hacen su inversionistas (accionistas). Los recursos así reunidos se invierten en el mercado de valores por cuenta de los accionistas siguiendo políticas y criterios preestablecidos que se basan en el principio de diversificación.

Una parte importante del Sistema Financiero Mexicano, es el Sistema Bursátil Mexicano, el cual es un conjunto de organizaciones tanto públicas como privadas a través de las cuales se regulan y se llevan a cabo actividades crediticias mediante títulos-valor que se negocian en la bolsa mexicana de valores de acuerdo a las disposiciones señaladas en la ley del mercado de valores.

Cabe destacar que el mercado bursátil de México juega un importante papel en nuestra economía pues en los últimos años su desarrollo ha sido sumamente relevante; habiendo logrado captar importantes montos financieros.

Esta situación se debe a la poca restricción que se les ha impuesto a los inversionistas y emisores en los mercados financieros de otros países, de este modo, dada la libertad que ofrecen las autoridades, los inversionistas mexicanos pueden adquirir valores extranjeros a través de los intermediarios externos y asimismo lo pueden hacer los inversionistas extranjeros aquí en México.

c) Bolsa Mexicana de Valores¹⁰ : De manera general, se constituye por capital privado. Sus recursos provienen de las aportaciones de los socios, así como del derecho de inscripción de los valores y las comisiones que cobran a los corredores que entran a negociar a ella. La Bolsa Mexicana de Valores está constituida con aportaciones de las casas de bolsa.

¹⁰ Mercado organizado de capitales, abarca las transacciones realizadas en torno a los títulos-valores, cuyos principales tipos son: valores públicos, valores de renta fija y valores de renta variable acciones.

Organizaciones Auxiliares de Crédito¹¹ :

a) Compañías de Seguros y Fianzas: Privadas o nacionales, estas instituciones obtienen sus recursos de aportaciones de sus miembros, canalizándolos a inversiones de largo plazo. Sus activos están constituidos por valores públicos, bienes raíces y créditos hipotecarios.

b) Casas de Cambio: Organización dedicada al cambio de divisas con el fin de financiar operaciones de comercio interior o exterior. Algunas casas de cambio son sucursales al menudeo de los bancos, otras se especializan en cambios que pueden o no estar vinculadas a bancos y operan al mayoreo o menudeo.

c) Arrendadoras Financieras: Se dedican a financiar la adquisición de equipos productivos. Mediante un contrato de arrendamiento, la arrendadora se comprometerá a adquirir los bienes que requiere la empresa arrendataria y a prestárselos durante un tiempo forzoso.

d) Empresas de Factoraje: Se dedican a negociar y cobrar documentos comerciales que amparan la poyeduría de bienes o servicios como facturas pendientes de cobro, contrarrecibos o títulos de créditos.

e) Almacenes generales de depósito: Al igual que las empresas de factoraje, los almacenes de depósito son instituciones que incrementan la liquidez del capital circulante de los productores de bienes. Reciben mercancías para su guarda y conservación, a cambio de los cuales expiden certificados de depósitos y bonos prenda negociables.

El Mercado de Capitales, es aquel donde se intercambian instrumentos tanto de renta fija como variable y que son de largo plazo, que sirven para financiar proyectos de inversión. se dividen por los instrumentos que emite:

Renta Variable:

a) Acciones de compañías de seguros, fianzas, de casas de bolsa, acciones industriales, acciones comerciales y de servicio.

Renta fija:

a) Obligaciones Industriales, comerciales y servicios así como deuda subordinada.

b) Bonos bancarios de Desarrollo.

c) Bonos bancarios de Infraestructura.

¹¹ *Mánte y Guadalupe (1994), Lecciones de Economía Monetaria, México: UACP y P-CCH-UNAM*

Sociedades de Inversión:

- a) Sociedad de inversión común.
- b) Sociedad de inversión de Renta Fija
- c) Sociedades de inversión de Capital de Riesgo.

Por su parte el mercado de dinero tiene como objetivo intercambiar instrumentos a corto plazo, de renta fija para financiar el gasto corriente del gobierno federal y el capital de trabajo y se divide de la siguiente manera:

Valores del Sector público:

a) Cetes (Certificado de la Tesorería de la Federación) Títulos de crédito al portador denominados en moneda nacional a cargo del gobierno federal. Estos títulos pueden o no devengar intereses, quedando facultada la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para colocarlos a descuento o bajo par. Los montos, rendimientos, plazos y condiciones de colocación, así como las demás características específicas de las diversas emisiones, son determinados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, consultando previamente la opinión del Banco de México. El Derecho mediante el cual la Secretaría de Hacienda y Crédito Público fue autorizada a emitir CETES apareció publicado en el Diario Oficial de la Federación del 28 de noviembre de 1977, el cual fue abrogado por el Derecho publicado en el Diario Oficial de la Federación el 8 de julio de 1993. Por lo general se emiten CETES a 28, 91, 182, y 364 días, aunque se han llegado a emitir CETES a 7 y a 14 días y a 2 años.

b) Bondes (Bonos de desarrollo del Gobierno Federal). Títulos de crédito nominativos denominados en moneda nacional, negociables y a cargo del Gobierno Federal, que se emiten a un plazo no inferior a un año. Estos títulos pueden o no devengar intereses, quedando facultada la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para colocarlos a descuento o bajo par. Los montos, rendimientos, plazos, condiciones de colocación y amortización, así como las demás características específicas de las diversas emisiones, son determinadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, consultando previamente la opinión del Banco de México. El decreto mediante el cual la Secretaría de Hacienda y Crédito Público fue autorizada a emitir BONDES apareció publicado en el Diario Oficial de la Federación del 22 de septiembre de 1987.

Aunque actualmente ya no operan los Ajustabonos y los Tesobonos es necesario considerarlos dada la reelevancia que éstos tuvieron en el período 1988-1994.

c) Ajustabonos (Bonos ajustables por inflación) Títulos de crédito nominativos denominados en moneda nacional, negociables y a cargo del Gobierno Federal.

Durante la vigencia de los títulos, su valor se ajusta periódicamente, incrementándose o disminuyéndose la suma correspondiente a su valor nominal en la misma proporción en que aumente o disminuya el nivel del "Índice Nacional de Precios al Consumidor" (INCP) publicado por el Banco de México. Estos títulos pueden o no devengar intereses, quedando facultada la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para colocarlos a descuento o bajo par. Los montos, rendimientos, plazos, condiciones de colocación y amortización, así como las demás características específicas de las diversas emisiones, son determinadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, consultando previamente la opinión del Banco de México. El decreto mediante el cual la Secretaría de Hacienda y Crédito Público fue autorizada a emitir AJUSTABONOS apareció publicado en el Diario Oficial de la Federación del 28 de junio de 1989. En enero de 1995 se amortizó el saldo total de las emisiones en circulación. Las emisiones de AJUSTABONOS realizadas durante este lapso normalmente tuvieron una maduración de 3 ó 5 años.

d) Tesobonos (Bonos de la Tesorería de la Federación) Títulos de crédito negociables denominados en moneda extranjera y pagaderos en moneda nacional, a la orden del Banco de México y a cargo del Gobierno Federal. Estos títulos pueden o no devengar intereses, quedando facultada la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para colocarlos a descuento o bajo par. Los montos, rendimientos, plazos, condiciones de colocación y de amortización, así como las demás características específicas de las diversas emisiones, son determinadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público fue autorizada a emitir TESOBONOS apareció publicado en el Diario Oficial de Federación del 28 de junio de 1989. En febrero de 1995 se dejó de emitir este instrumento. En febrero de 1996 se amortizó el saldo total de emisiones en circulación.

e) Ceplatas. Certificados de participación en un fideicomiso que mantiene barras de plata. Cada certificado equivale a 100 onzas y se negocian en la Bolsa de Valores.

Tomando en cuenta lo anterior podemos concluir que el sistema financiero mexicano, es un conjunto de autoridades de supervisión, regularización y control, de intermediarios bancarios y no bancarios que intervienen en el mercado captando, generando, administrando, dirigiendo tanto el ahorro como la inversión.

1.3 EVOLUCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO

En los últimos años el sistema financiero mexicano ha experimentado un proceso de modernización cuyo objetivo principal es convertirlo en un eficiente

intermediario que capte el ahorro de los agentes económicos e impulse el crecimiento económico.

Durante la década de los ochenta, las autoridades realizaron una serie de reformas al sistema financiero. El objetivo consistía en dar mayor flexibilidad a las tasas de interés y en hacer más eficientes las operaciones bancarias.

Fue en 1974 cuando entró en vigor la legislación para incrementar las operaciones que podían realizar los bancos comerciales y desde entonces surgió lo que se conocería como "banca múltiple"¹², que consiste en que una misma institución puede ofrecer servicios especializados tales como depósitos, cuentas de ahorro, hipotecas y administración de fondos fiduciarios, que antes estaban a cargo de bancos especializados¹³.

La figura de banca múltiple aglutina los diversos servicios financieros para generar economías de escala. Este mecanismo se consolida en la década de los setentas surgiendo los llamados "Grupos Financieros".

Después de la primera devaluación de 1976 se registra una recuperación de la economía gracias al auge petrolero, sin embargo, pocos años después, el panorama cambia y el país se enfrenta a la caída de los precios del petróleo por el descubrimiento de grandes yacimientos del hidrocarburo en el Medio Oriente.

En 1977 se introducen nuevos instrumentos de captación. Los Certificados de Depósito con plazos de uno a 24 meses; tenían como objetivo sustituir a los bonos financieros e hipotecarios. En 1978 fue creado el Instituto para el Depósito de Valores.

También en 1978 surgen los CETES como instrumento de regulación de la liquidez en el sistema, a través de la creación de un mercado secundario con las llamadas mesas de dinero. Asimismo, el abandono del tipo de cambio fijo por la crisis mundial de los años setentas deriva en el surgimiento de un mercado cambiario, el cual beneficia en forma importante a las empresas que efectuaban ventas al exterior.

En 1979 surge el Costo Porcentual Promedio (CPP), el cual es un promedio ponderado de las tasas de depósito que pagan los bancos a su clientela, asimismo funge como un indicador del costo de fondeo del sistema bancario y del crédito.

¹² Los bancos múltiples comenzaron a operar desde de 1976.

¹³ Esta reforma dio lugar a una primera revisión del régimen del encaje legal. El 1° de abril de 1977, el Banco de México estableció una tasa única de encaje para los instrumentos denominados en pesos de instituciones constituidas bajo la forma de banca múltiple.

En 1982, debido a la fase del ciclo del auge de las economías mundiales las tasas de interés internacionales se comportan hacia el alza. Ante esta situación, los inversionistas mexicanos huyen a invertir en el exterior, pues resultaban más atractivas las tasas de interés externas. Asimismo con la crisis política y económica que se vivía en esos momentos en nuestro país, el gobierno de José López Portillo decreta la nacionalización de la banca y el control de cambios.

El 30 de diciembre de 1982, se expidió la "Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito", donde se estipulaba que los bancos nacionalizados funcionarían como sociedades nacionales de crédito y que tendrían un carácter mixto en cuanto a la integración de su capital.¹⁴

Asimismo, la Ley Orgánica del propio Banco de México, se modificó, para transformarse en sociedad autónoma, transformándose en organismo descentralizado de la administración pública federal.

A finales de 1982, existían 59 instituciones bancarias comerciales, las cuales mediante un proceso de fusiones se redujeron, primero a 29 y posteriormente a 18. A pesar de este proceso de consolidación, la estructura de captación no se vio afectada, Bancomer y Banamex continuaron absorbiendo la mayoría de los depósitos bancarios.

Con el proceso de reordenación económica, es decir con el Pacto de Estabilización Social y Económica (PESE), y de los primeros pasos hacia la reprivatización bancaria -como la supresión de los Fideicomisos Abiertos y el Encaje Legal - se produjeron cambios que condujeron al sistema financiero mexicano a integrarse al proceso de globalización mundial.

Se instrumentó un programa de ordenación económica que tuvo como premisas el control de la inflación y el saneamiento de las finanzas públicas; metas que se alcanzaron con el mecanismo de la concertación, la reestructuración de la deuda externa y el proceso de desincorporación de las empresas paraestatales. La reprivatización bancaria sirvió para este último proceso y permitió un acercamiento entre la iniciativa privada y el Estado.

Dicho programa tenía en perspectiva la inserción al proceso globalizador y la competencia externa. En el marco legal, se establecen nuevas normas para la entrada de capital extranjero al mercado de dinero y al mercado de valores con el propósito de proporcionar recursos para la modernización del aparato industrial y cubrir los déficits externos, ocasionados por los fuertes requerimientos de importaciones, así como proporcionar una importante entrada de divisas

¹⁴ Más información Ruiz Duran Clemente. "México Informe sobre crisis 1982,1986" pag. 253

umentando las reservas internacionales, para cubrir los compromisos en el pago de la deuda externa reestructurada.

En 1989, las autoridades financieras propusieron reformar la mayoría de las leyes que regulaban a los intermediarios financieros del país. A estas reformas se les dio el nombre de "paquete financiero" y fueron aprobadas ese año, modificando las siguientes Leyes:

- * La Ley de instituciones de Crédito. Esta ley tuvo una modificación esencial que consistió básicamente en la ampliación de la participación de los inversionistas privados en el capital bancario hasta en 49%. Antes de dicha modificación, el Gobierno Federal era quien contaba con todo el paquete accionario.

- * La Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros. Esta modificación tenía como objetivo principal el alentar la creación de nuevas formas de seguros, promoviendo la competencia entre las diversas aseguradoras. A su vez, surge la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas¹⁵.

- * La Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito. Una de las principales modificaciones de esta ley consistió en que las empresas de factoraje fueran reconocidas como organizaciones auxiliares de crédito.

Por otro lado, las autoridades financieras permitieron que las arrendadoras pudiesen colocar obligaciones en el mercado de capitales, logrando que este creciera, asimismo, se permitió la participación minoritaria de inversionistas extranjeros en el capital social de dichas instituciones.

- * La Ley General de Sociedades de Inversión. Esta ley se reformó con el fin de desregular y simplificar administrativamente el funcionamiento de estas entidades financieras, buscando que estas fueran más eficientes y competitivas.

- * La Ley de Mercado de Valores. Fundamentalmente, esta ley se modificó con la intención de colocar un mayor número de emisiones de valores mexicanos en otros mercados, atraer flujos de capital y preparar a los intermediarios para hacer frente a una mayor competencia externa en el futuro.

Se creó también el Fondo de Contingencia¹⁶ con los recursos obtenidos por la venta de empresas paraestatales, se modificó el marco legal sobre inversión

¹⁵ Autoridad encargada de vigilar e inspeccionar las actividades que llevan a cabo las instituciones de fianzas.

¹⁶ Se creó en 1990 con el propósito de depositar en éste los recursos derivados del proceso de privatización de entidades del sector público. Sus recursos son aplicados para hacer frente a posibles caídas del precio del petróleo de exportación, para el saneamiento de la deuda pública vía amortización.

extranjera y, junto con la nueva legislación, se recurrió a nuevos instrumentos y figuras como los ADR's¹⁷.

En 1989, el régimen del encaje legal¹⁸ fue sustituido por un coeficiente de liquidez de 30%. Esta sustitución se hizo de manera gradual, sin embargo, en septiembre de 1991, con el fin de profundizar la desregulación del sistema bancario y dotar de mayor orden al mercado de dinero, se eliminó el coeficiente de liquidez. En 1990 nuevamente se instrumentan una serie de modificaciones a la legislación del sistema financiero mexicano, encaminadas a una operación más libre de los intermediarios financieros y buscando que los diversos mercados financieros operasen con un mayor grado de eficiencia.

En 1990, se introdujo otra reforma legal para las Sociedades Nacionales de Crédito; esta fue la ampliación del capital en relación a activos de alto riesgo un mínimo del 6%, para posteriormente llegar al 8% que recomienda el Banco Internacional de Pagos. Para aumentar el capital de los bancos, se autorizó la emisión de una nueva serie de Certificados de Aportación Patrimonial (CAPs serie "C"), cuya característica principal es que sus poseedores tenían acceso a las utilidades generadas por los bancos pero no gozaban de derechos corporativos, es decir, se trataba de acciones bancarias neutrales.

Entre las medidas que se instrumentaron destaca la posibilidad de la formación de grupos financieros integrados, así como la participación minoritaria de inversionistas extranjeros en el capital de algunos intermediarios financieros nacionales, es decir, se permitió la participación de inversionistas extranjeros, que operen en el mismo ramo del sistema financiero, hasta por un 49% en el capital de las instituciones de seguros, de fianzas, almacenes generales de depósito y empresas de factoraje financiero.

Por lo que respecta a los costos de emisión de valores, se eliminó el requisito de obtener la autorización previa de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, con el fin reducir los costos de emisión para las empresas y lograr una mayor transparencia en las diversas operaciones que se realicen en este mercado.

En mayo de 1993, se propusieron una serie de reformas a la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras, Ley del Mercado de valores, a la Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, a la Ley General de

¹⁷ Recibo Depositario Americano-fondo similar a un certificado de valores registrado a nombre de su poseedor y que representa cierto número de acciones en una corporación extranjera. Estas acciones se mantienen en un banco extranjero que sirve como agente de un banco comercial doméstico que ha emitido el recibo de depósito.

¹⁸ El encaje legal consiste fundamentalmente en el porcentaje de la captación bancaria que el Banco de México determina que debe quedar depositada obligatoriamente en el propio instituto, con o sin causa de intereses.

Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros y a la Ley Federal de Instituciones de Fianzas. Se conformaron los nuevos "Grupos Financieros" que se consolidaron con el marco legal de 1993.

Observamos que fue durante el sexenio del Licenciado Salinas de Gortari cuando el sistema financiero mexicano sufrió más modificaciones, entre las que destacan la liberalización de las tasas de interés pasivas del sistema bancario, la eliminación de la canalización obligatoria de recursos, y la sustitución y posteriormente eliminación del encaje legal y del coeficiente de liquidez, así como las leyes que regían a los distintos intermediarios; con el fin de adecuar la estructura jurídica e institucional del sistema financiero.

1.4 MERCADO DE VALORES

A pesar de que la Bolsa Mexicana de Valores surge en 1894, la compra-venta de acciones no tuvo un auge significativo hasta que se promulgó la Ley del Mercado de Valores en 1975. Con esa reglamentación se presentó un crecimiento significativo en la emisión de nuevos valores, además de que se incorporaron nuevas alternativas de inversión y se permitieron novedosas formas de captación y financiamiento.

Este ordenamiento estableció que las bolsas de valores debían tener una configuración independiente del sistema bancario y ya no como organizaciones auxiliares de crédito; así que los agentes de valores debían constituirse como sociedades mercantiles bajo el nombre de "casas de bolsa".

La Ley de Mercado de Valores regula la operación de aquellas instituciones encargadas de negociar valores y las reformas promovieron una mayor comercialización de estos títulos en el mercado secundario. Además de las actividades ya permitidas a la banca de inversión, a las casas de bolsa y al manejo de sociedades de inversión, las reformas de 1989 introdujo la figura del especialista bursátil, que funge como intermediario -para otros agentes financieros y para el público inversionista y además realiza operaciones por cuenta propia en ciertas acciones que se le hayan asignado. El especialista es responsable de mantener un mercado ordenado en relación con dichas acciones; debe vender cuando la demanda de las mismas sea alta y comprar cuando sea baja. Además, la ley fue reformada para permitir inversión extranjera por hasta 30% del capital en las casas de bolsa, con un límite de 10% sobre la tenencia individual de acciones.

Con esta ley, sin duda alguna, se institucionalizó la intermediación bursátil, al darse preferencia a la creación de casas de bolsa en vez de apoderados individuales de títulos. En este periodo comenzaron a crearse nuevos

instrumentos, ya que hasta antes de los setenta las inversiones más comunes eran los depósitos bancarios a corto y largo plazo.

La Ley de Mercado de Valores de 1975, permitió la institucionalización de las casas de bolsa y simultáneamente permitió el surgimiento de toda una gama de instrumentos del mercado de dinero, tanto gubernamentales, como privados, constituyéndose en un elemento importante en la modernización del sistema financiero.

De igual manera, la Ley del Mercado de Valores redefinió las facultades de supervisión y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores y posteriormente de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, dando a esta última un mejor estatuto jurídico

En 1977, con el auge petrolero, se crean los Petrobonos, instrumento de cobertura emitido por Nacional Financiera que tuvo gran aceptación por sus atractivos rendimientos. Empero, un paso significativo para la evolución no sólo del mercado de valores, sino para el sistema financiero en general, se dio en 1978, cuando el Banco de México comenzó a colocar entre el público inversionista los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes).

El objetivo principal que se buscaba con la creación de los CETES fue proporcionar una fuente de financiamiento al gobierno federal a través de su colocación entre los inversionistas, mediante operaciones de subastas, así como la regulación del mercado de dinero.

Los Cetes, emitidos por primera en 1978, no sólo permitieron atraer nuevas corrientes de inversión sino que, al mismo tiempo, facilitaron la entrada de las grandes tesorerías al mercado de dinero. Con el tiempo, la emisión de valores gubernamentales se extendió abundantemente hacia los instrumentos de cobertura.

La creciente profundidad alcanzada en el mercado de los CETES ocasionó que el gobierno federal crearía otros instrumentos de deuda que atendieran las necesidades específicas de diferentes grupos de inversionistas.

De esta manera, en complemento a instrumentos a tasa fija (CETES), se crearon instrumentos que ofrecían rendimientos a tasas variables (Bondes), instrumentos que proporcionaban rendimientos reales fijos (Ajustabonos), e instrumentos a tasa fija denominados en dólares (Tesobonos).

En 1978 se creó, además, el instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL), que permitió eliminar el manejo físico de documentos, no sólo de valores gubernamentales, sino de acciones.

Es decir, esta institución está a cargo de la custodia de los valores emitidos por los diferentes agentes económicos, ya sea el gobierno o las empresas privadas.

En el mercado de valores se registran únicamente en forma contable, eliminando así la transferencia física de los valores entre compradores y vendedores.

El establecimiento del INDEVAL redujo significativamente los costos de transacción en la operación del mercado de acciones y del mercado de dinero.

El desarrollo del mercado de títulos de deuda pública, además de constituir una fuente de financiamiento del gobierno, jugó un papel relevante en la desregulación del sistema financiero y del bancario en particular.

Al existir un mercado de valores gubernamentales, las necesidades de financiamiento del gobierno se satisfacen a través de la colocación de títulos gubernamentales, liberando con ello una gran cantidad de recursos que pueden ser colocados por las instituciones a las tasas y plazos que los propios bancos determinen.

El financiamiento del gobierno a través de la colocación de deuda en el sector privado fue cobrando importancia a partir de 1982 y, con una mayor notoriedad (como se observa en el siguiente cuadro), a partir de 1987 y 1988; precisamente en estos años fue cuando la economía mexicana se vio privada de flujos de endeudamiento externo, obligando al gobierno a financiar su déficit con emisión de deuda interna:

**COLOCACIÓN DE DEUDA PÚBLICA EN EL SECTOR PRIVADO
DE 1978 A 1988**

Flujos de miles de millones de pesos

	CETES	OTROS	TOTAL	% DEL DÉFICIT PÚBLICO
1978	2.0	0.8	2.8	1.8
1979	5.5	5.5	11.0	4.7
1980	20.1	5.2	25.3	7.6
1981	16.9	1.6	15.3	1.8
1982	176.5	13.3	189.8	11.5
1983	113.1	110.5	-223.6	14.5
1984	314.3	-5.6	308.7	12.3
1985	281.9	379.2	661.1	14.5
1986	1,725.7	893.3	2,619.0	20.6
1987	8,105.1	2,459.9	10,923.4	35.2
1988	6,362.0	694.5	22,416.9	45.8

FUENTE: INDICADORES DEL BANCO DE MÉXICO

Hoy en día, el Mercado de Valores ha cobrado una especial relevancia en el Sistema Financiero Mexicano, dada su vinculación al desarrollo de proyectos productivos y su alta potencialidad para captar ahorro interno y recursos de inversionistas extranjeros.

1.4.1 Mercado de dinero.

Definición

El Mercado de títulos de deuda es una parte importante del Sistema Financiero Mexicano donde los participantes (bancos comerciales, la banca de desarrollo, las casas de bolsa, los corporativos financieros, el Gobierno Federal y el público inversionista) negocian sus recursos a través de instrumentos financieros de corto plazo, altamente líquidos y de bajo riesgo.

Dichos instrumentos tienen como característica ser instrumentos de corto plazo, de alta liquidez y bajo riesgo. Los inversionistas pueden ser personas físicas o morales, inversionistas extranjeros o bien el Gobierno Federal.

Los instrumentos de Mercado de Dinero se clasifican por emisor de la siguiente manera:

VALORES GUBERNAMENTALES:

- Cetes
- Bondes
- Udibono
- Tesobonos¹⁹

VALORES BANCARIOS:

- Aceptaciones bancarias
- Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial
- Certificados de Depósito
- Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento.
- Otros

VALORES DE EMPRESAS:

- Bonos de Prenda
- Pagarés a mediano plazo
- Papel Comercial

1.4.2 Mercado de capitales.

Definición:

El mercado de capitales se define como el medio en el cual se hace factible la intermediación de instrumentos a largo plazo, tales como acciones y bonos corporativos, orientados en primera instancia a la formación y distribución de capitales y al financiamiento de proyectos a largo plazo. El mercado de capitales también es conocido como mercado de renta variable, y está constituido por acciones emitida por las empresas para financiarse en el largo plazo.

El mercado accionario se creó en México en 1907, pero es a partir de los años 1978 y 1979 cuando empezó a desarrollarse; para 1987 se registro un importante financiamiento de empresas del sector privado a través de la emisión de acciones. Gran parte de la emisión de acciones por parte de empresas privadas (industriales, comerciales y servicios) se dio en el mercado accionario de la Bolsa Mexicana de Valores de México en 1986 y no fue sino hasta 1993 que experimentó un importante auge por parte de instituciones financieras y de las sociedades de inversión. Ver siguiente cuadro

¹⁹ Este instrumento se dejó de emitir en febrero en 1995

**ACCIONES EMITIDAS POR INSTITUCIONES FINANCIERAS
DE 1978 A 1988
MILLONES DE PESOS**

	INSTITUCIONES FINANCIERAS (millones de pesos)	SOCIEDADES INVERSIÓN	ACCIONES NEGOCIADAS (Volumen)	ACCIONES COLOCADAS
1978	0,0	0,0	356230176	528
1979	486,9	0,0	806507596	512
1980	0,0	36,7	912691940	64322900
1981	0,0	668,2	1291719454	152310350
1982	0,0	0,0	840596176	0
1983	0,0	50,7	1200358890	35000000
1984	0,0	3415,6	2510319731	2292361000
1985	39,2	2527,8	6121414218	6121414518
1986	238,3	838,4	17893	17893
1987	4360,5	10350,3	2060770	2060770

FUENTE: ANUARIO FINANCIERO BURSÁTIL BOLSA MEXICANA DE VALORES. S.A. DE C.V.

1.5 LA REFORMA FINANCIERA MEXICANA²⁰

En la década de los ochenta, el gobierno canalizaba para sí la mayoría de los recursos captados por la banca comercial; asimismo, imponía techos, a las tasas de interés sobre los activos y pasivos bancarios.

Durante esta época se registró una alta y volátil inflación, lo que acarreó tasas reales de rendimiento negativas, situación que generó una débil penetración financiera²¹, y que el capital saliera al extranjero.

En la última década el sector financiero ofreció un mejor panorama, ampliando e impulsando el desarrollo económico. La reforma financiera que promovió este desarrollo comprende seis medidas complementarias:

- Liberalización financiera
- Desarrollo del mercado de dinero
- Reprivatización de la banca comercial e implantación de un modelo de "banca universal"
- Medidas para incrementar la competencia en el sector financiero

²⁰ Catherine Mansell Carstens, Comercio Exterior, enero de 1995. Servicios Financieros, desarrollo económico y reforma en México.

²¹ La penetración financiera es un indicador del grado en que se canalizan los ahorros mediante el sistema bancario para proporcionar financiamiento a la inversión. En México se suele medir con la razón M4/PIB, donde M4 es la medida más amplia de dinero y bonos.

- Reforma de la banca de desarrollo y los fideicomisos
- La autonomía del banco central.

1.5.1 Liberalización de tasas de interés

Esta comenzó a partir de noviembre de 1988; su instrumentación significó dejar de controlar las tasas de interés sobre los activos y los pasivos de la banca; eliminar las cuotas crediticias y todo tipo de préstamos obligatorios y reducir o eliminar el encaje legal²² y los coeficientes de liquidez. Además, permitió a la banca comercial competir por los fondos y ampliar el crédito al sector privado, tanto con fines de consumo como de inversión.

1.5.2 Desarrollo del mercado de dinero.

A partir de 1985, el gobierno intentó consolidar un mercado de dinero líquido, que lo liberaría de su dependencia del crédito obligatorio de la banca comercial y así le permitiría poner en práctica una política monetaria más eficaz mediante operaciones de mercado abierto. (ventas y compras de instrumentos de deuda)²³ En 1990, el gobierno se había liberado del financiamiento bancario; en 1988, 40% de su financiamiento lo constituían valores de deuda gubernamental, otro 40%, crédito del Banco de México, y 20%, crédito del sistema bancario. En 1993 se registró una importante reestructuración, la totalidad de su financiamiento provino del mercado de dinero²⁴. El mercado de dinero mexicano es hoy en día uno de los más importantes y complejos del mundo²⁵.

²² El instrumento básico que rige la disponibilidad de crédito y el tamaño de la circulación monetario es el encaje. Los bancos privados están obligados por ley a mantener en Banco Central reservas en efectivo y valores en cantidades iguales a porcentajes estipulados de sus depósitos y otras obligaciones de diversas clases. Por medio de este requisito el Banco Central puede impedir o atentar la creación y la expansión de crédito.

²³ La política monetaria implantada mediante controles sobre las tasas de interés, cuotas sobre el crédito o encaje legal excesivo es distorsionante e ineficiente en comparación con las operaciones del mercado abierto. Un análisis más detallado de la política monetaria se presenta en Catherine Mansell Carstens, "De represión financiera a operaciones de mercado abierto; prerequisites para la reforma y el caso de México", en *Reformas y reestructuración de los sistemas financieros en los países de América Latina*. Centro de Estudios Monetarios de Latinoamérica. 1994

²⁴ Guillermo Ortiz, *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*. Fondo de Cultura Económica, 1994. p.48

²⁵ Para mayor información sobre el mercado de dinero mexicano véase Timothy Heymán, *Inflación contra inflación*, Editorial Milenio, 1989, y Catherine Mansell Carstens, *Las nuevas finanzas en México*, Editorial Milenio, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas e Instituto Tecnológico Autónomo de México, 1992

1.5.3 Reprivatización y banca universal.

La venta de los bancos comerciales, nacionalizados durante la crisis de 1982, se llevó a cabo entre junio de 1991 y julio de 1992. El gobierno utilizó este ingreso extraordinario para cancelar deuda externa y destinó los fondos a un aumento del gasto social. La ley de instituciones de Crédito, aprobada en 1990 junto con otros ordenamientos relativos a la reprivatización bancaria, promovió la banca universal en términos de productos²⁶. De los 18 bancos reprivatizados, 14 fueron adquiridos por grupos financieros o casas de bolsa²⁷.

1.5.4 Medidas para incrementar la competencia.

El sector financiero mexicano ha estado concentrado en unas cuantas instituciones (Banamex, Bancomer y Serfin), pues alrededor del 70% de los depósitos se encuentran en estos bancos. En este sentido, la liberalización financiera fue la clave para ayudar a los bancos a recuperarse y competir con las casas de bolsa, así como entre ellos mismos. Cabe destacar que la liberalización financiera permitió mejorar la competencia en el sector mediante: la reprivatización bancaria; la autorización para que diversas instituciones realizaron intermediaciones financieras no bancanas (casas de cambio y compañías de factoraje, arrendamiento, administración de fondos de inversión, almacenadoras, afianzadores y aseguradoras), la concesión a los bancos comerciales para competir con intermediarios financieros no bancarios, etc.

1.5.6 Reforma de la banca de desarrollo y los fideicomisos.

Ya desde los años treinta, el gobierno intentó crear diversos bancos de desarrollo y fideicomisos que permitieran el financiamiento de grandes inversiones a largo plazo, en especial en la agricultura, que el sector privado no hacía²⁸.

²⁶ "Banca universal en términos de productos" significa que los bancos pueden ofrecer servicios financieros no bancarios pero, en general, no pueden adquirir acciones de los negocios de sus clientes. Conforme a los estatutos de la Ley de Instituciones de Crédito, los grupos financieros están sujetos a restricciones severas respecto a la inversión en compañías no financieras.

²⁷ Mayor información sobre la reprivatización de la banca mexicana la ofrece Catherine Mansell Canstons, "The Impact of the Mexican bank Reprivatizations", trabajo presentado en la Conferencia sobre Privatización en las Américas, Instituto de las Américas, La Jolla, California, enero de 1993, y Guillermo Ortiz, op. cit. A la fecha de redactar este trabajo, la SHCP acababa de autorizar la operación de 47 instituciones financieras extranjeras en México.

²⁸ Para mayor información sobre la política crediticia gubernamental respecto al agrícola, véase Guillermo Ortiz, op. cit., y Nacional Financiera, El papel de las uniones de crédito en el desarrollo rural, 1993.

Desgraciadamente no tuvo mucho éxito pues con el tiempo, la ineficiencia y la inadecuada supervisión contribuyeron a un acentuado deterioro de las carteras de la banca de desarrollo y de los fideicomisos.

Los beneficios de la reforma fiscal, la estabilización y la liberalización financiera, permitieron a las autoridades reorientar las actividades de la banca de desarrollo y los fideicomisos (Nafin, el Bancomext, Banrural, los FIRA) y dar mayor prioridad al otorgamiento de préstamos al sector privado.²⁹

1.5.7 Autonomía del Banco Central.

La gran transformación en la historia del Banco de México ocurrió en 1993, con la reforma constitucional mediante la cual se otorgó autonomía a esta institución. La autonomía concedida al Banco de México tiene como principal objeto construir una salvaguarda contra futuros brotes de inflación. De ahí la importancia de que en el texto Constitucional haya quedado precisado cual debe ser el criterio del Banco de México: la procuración de la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda nacional.

La autonomía del Banco Central se apoya en tres fundamentos; su independencia para determinar el volumen del crédito primario que pueda ser concedido, la independencia que se ha otorgado a las personas que integren su Junta de Gobierno y la independencia administrativa de la institución. En el artículo 28 constitucional ha quedado señalado que "ninguna autoridad podrá ordenar al Banco conceder financiamiento".

Las reformas financieras³⁰ coadyuvaron a mejorar la penetración financiera, sin embargo, el sistema financiero mexicano aún no logra su pleno desarrollo; la escasez de sucursales bancarias también es una señal de subdesarrollo, así como la poca gente que actualmente goza de servicios bancarios por los bajos ingresos que recibe.

Por otro lado, la tasa de ahorro interno descendió y los ahorros externos aumentaron de manera significativa, cuestión que no es muy conveniente pues cualquier préstamo o emisión de deuda finalmente debe pagarse con intereses.

²⁹ *Sobre bancos de desarrollo y fideicomisos véase Guillermo Ortiz, op. cit., 1994, pp.143-166*

³⁰ *Sharmini Coorey, "Financial Liberalization and Reform in Mexico", en Loser y Kalter, op. cit.; Francisco Borja Martínez, El nuevo sistema financiero mexicano, Fondo de Cultura Económica, 1991, y Guillermo Ortiz, op. cit*

Estas obligaciones sólo pueden cumplirse si los flujos de capital se destinan a factores productivos y si la economía genera ingresos adecuados de divisas mediante la exportación de bienes y servicios.

Es evidente el esfuerzo que se ha realizado para poder tener un mejor sistema financiero, sin embargo, la reforma financiera llevada a cabo en los últimos años no ha sido suficiente para lograr un crecimiento estable y de amplias bases a largo plazo.

SEGUNDO CAPITULO

VISION ECONOMICA

En este capitulo se pretende exponer las circunstancias económicas y sociales que caracterizaron a la economía mexicana en el período que nos ocupa, con el fin de dar una perspectiva que culminó con la crisis de 1994.

Primero analizamos los factores internos y externos que estaban presentes antes de comenzar el sexenio 1988-1994, mostrando el entorno macroeconómico que envolvía al país en esos momentos. Posteriormente hago un minucioso análisis sobre las principales variables macroeconómicas, logrando demostrar la vulnerabilidad de la economía mexicana ante factores económicos, políticos y sociales tales como el comportamiento monetario en la balanza de pagos, las tasas de interés internas, la inflación, los asesinatos políticos, el levantamiento armado en Chiapas, etc.

2.1 PANORAMA INICIAL

Para lograr una visión de la situación socio-política y económica del país interna y externa del sexenio 1988-1994 es necesario resaltar los aspectos mas relevantes que influyeron en las decisiones políticas y económicas que tomó el gobierno del Lic. Salinas de Gortari para enfrentar una serie de dificultades como son: una inflación muy elevada, la caída del precio del petróleo, la búsqueda de políticas económicas para favorecer la captación de capital extranjero, el deterioro de los salarios reales, entre otros.

Situación económica interna. El desplome de los precios de los hidrocarburos a principios de 1986 modificó de manera drástica el entorno de la política económica. Durante 1987, el problema predominante en la economía mexicana fue el ascenso continuo de la inflación, fenómeno que se origino como una secuela de la pérdida petrolera de 1986.

Sin embargo, el valor a precios constantes del Producto Interno Bruto, que en 1986 había decrecido 4% , en 1987 creció 1.4%. Gracias a la apertura comercial, en 1987 se registra una importante participación de las exportaciones en el PIB, alcanzando el 15.1%. Destaca el hecho de que las exportaciones no petroleras se incrementaron 24%-niveles históricos- y 37% las petroleras. Asimismo, el valor de las importaciones totales de las mercancías disminuyó 7%.

CUADRO 2.1

OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

DENOMINACION	MILLONES DE PESOS 1980		
	1985	1986	1987
OFERTA	5 287 728	5 053 876	5 138 506
PRODUCTO INTERNO BRUTO	4 920 430	4 732 150	4 802 394
IMPORTACIONES DE BIENES Y SERV.	367 298	321 726	336 112
DEMANDA	5 287 728	5 053 876	5 138 506
CONSUMO PRIVADO	3 082 640	3 016 439	3 014 19
CONSUMO GOBIERNO	557 799	569 570	565 258
FORM BRUTA DE CAPITAL FIJO	881 160	777 198	772 342
VARIACION EXISTENCIAS	20 252	-79 069	-58 502
EXPORTACIONES DE BIENES Y SERV.	745 877	769 738	845 259

FUENTE: SISTEMA DE CUENTAS NACIONALES, INEGI

De acuerdo con la Encuesta Industrial Mensual, los indicadores de empleo durante el primer trimestre de 1987 muestran que el personal ocupado registró -7.3% y en el último trimestre alcanzó 0.5%, asimismo el número de horas-hombres trabajadas pasó de -7.1% en el primer trimestre a -0.3% en el cuarto trimestre y el número de asegurados por el Instituto Mexicano del Seguro Social registró una variación respecto al primer trimestre del año anterior, pasando de -0.3% a 9.75 en el último trimestre de 1987.

Por otro lado, la proporción de la deuda interna en moneda nacional en el PIB bajó de 18.3% en 1986 a 17.1% en 1987, los pagos reales de interés sobre la deuda interna se redujeron a 0.8% del PIB.

Con el fin de inducir la captación de los recursos necesarios para cubrir los requerimientos financieros de los sectores público y privado, así como para evitar la fuga de capitales y alentar la repatriación de capital, en el segundo semestre de 1986 se elevaron las tasas reales de interés pagadas por los instrumentos del sistema financiero nacional. Durante los primeros ocho meses de 1987, los mercados financieros se caracterizaron por una creciente oferta de recursos, lo que propició una tendencia declinante en las tasas de interés pasiva y activas, tanto reales como nominales, sin embargo a partir del colapso bursátil internacional de octubre del mismo año, las tasas de interés³¹ volvieron a elevarse.

³¹ La tasa de interés es la relación que existe entre el capital del préstamo y la cantidad del ingreso excedente que le proporcione a su propietario. Es una proporción que se expresa en términos de porcentaje.

CUADRO 2.2

TASAS DE INTERÉS
Promedio de cotizaciones diarias vigentes para cada mes

CETES A 28 DIAS		
1986	Julio	90.12
	Agosto	94.70
	Septiembre	98.37
	Octubre	99.02
	Noviembre	95.51
	Diciembre	99.21
1987	Enero	96.50
	Febrero	96.70
	Marzo	95.05
	Abril	92.89
	Mayo	91.59
	Junio	91.64
	Julio	91.25
	Agosto	90.29
	Septiembre	89.91
	Octubre	90.03
	Noviembre	103.93
	Diciembre	121.84

El agregado monetario M4 -que incluye el medio circulante y la totalidad de los instrumentos financieros institucionales de renta fija- alcanzó durante 1987 un valor promedio de 27.7% del Producto Interno Bruto, cifra mayor en 0.2% que la observada en 1986.

En octubre de 1987, se registró una brusca caída de las bolsas de valores de diversos países, entre ellos Estados Unidos y México. Este colapso causó gran inquietud entre los inversionistas, provocando gran incertidumbre en nuestro país. En noviembre del mismo año el tipo de cambio libre se elevó de inmediato 32.8%, sin embargo en el transcurso de las siguientes semanas se redujo alcanzando los 2,225 pesos por dólar.

En lo que se refiere a la deuda externa, el gobierno realizó importantes esfuerzos de renegociación y en marzo cuando se firman los acuerdos de reestructuración de la deuda pública con lo cual se obtuvo un aumento del plazo de la mayor parte de la deuda con la banca comercial. Esta aumentó a 20 años con 7 de gracia; asimismo las tasas se disminuyeron de 1.4 a 0.8%. De este modo, de los 14.4 miles de millones de dólares que se recibieron, 9.1 millones de dólares, estaban estructurados de la siguiente manera:

- 4.5 miles de millones de dólares, provenían de la banca privada internacional.
- 1.1 miles de millones de dólares, de organismos internacionales (BIRF y BID).
- 0.8 miles de millones de dólares, del Fondo Monetario Internacional.
- 2.7 miles de millones de dólares, de los organismos bilaterales.

La demanda de dólares con fines de especulación continuó a pesar de que a finales de noviembre y principios de diciembre se elevaron las tasas de interés nominales. El deterioro en los términos de intercambio³² respecto de la situación a principios de la década, el escaso dinamismo del ahorro financiero interno en años recientes-factor que redujo la disponibilidad de recursos para financiar el déficit - y la falta de crédito externo neto³³, dificultaron cada vez más el control de la inflación.

CUADRO 2.3

ÍNDICES DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO

AÑOS	SIN AJUSTAR	AJUSTADO POR TASAS DE INTERÉS INTERNAL.
1983	98,8%	77,4
1984	97,1%	66,5
1985	91,9%	71,4
1986	66,2%	54,6
1987	73,2%	66,6

FUENTE: INDICADORES ECONÓMICOS

Ante el crecimiento significativo de la inflación, el grave deterioro de los salarios reales, el rezago de los precios y tarifas del sector público y una situación inestable en el mercado cambiario, así como en los mercados de dinero y capitales, el gobierno decide abatir la inflación aplicando un programa de deslizamiento concertado de precios.

En diciembre de 1987 los diversos sectores de la sociedad suscribieron un Pacto de Solidaridad Económica (PSE) que comprendía esencialmente cuatro puntos: una corrección en las finanzas públicas que significaría una mejoría en el superávit primario del sector público; acciones en materia crediticia para atenuar la demanda agregada; una mayor apertura de la economía para fortalecer la estructura del aparato productivo y propiciar la acción reguladora de los precios internacionales; y el compromiso concertado de los distintos sectores de la sociedad para contener el incremento de los precios.

³² Cociente entre el índice de precios de exportaciones y el índice de los precios de importaciones. Precio relativo de dos bienes concretos o de dos grupos de bienes. Con este término se intenta medir la capacidad de un país para comprar en el exterior.

³³ El crédito externo neto resulta de restar las reservas internacionales a la deuda externa.

Factores externos. La cuenta corriente de la Balanza de Pagos pasó de un déficit de 1,673 millones de dólares en 1986 a un superávit de 3,881 millones de dólares en 1987.

Por su parte la cuenta de capital en 1987 arrojó un saldo positivo de 1,199 millones de dólares; este saldo fue resultado de un endeudamiento neto de 505 millones de dólares, ingresos por inversión extranjera directa por 3,248 millones y un aumento de los activos en el exterior por 2,554 millones, cifra que incluye los 1,225 millones de dólares por créditos al extranjeros en apoyo a las exportaciones mexicanas. Los reservas internacionales alcanzaron al término del año 13,715 millones de dólares.

Asimismo la entrada de México al GATT en 1986, favoreció e impulsó la apertura comercial y no obstante "...en el aspecto normativo, se promulgó en enero de 1986 la Ley Reglamentaria del Artículo 131 constitucional que regula y promueve el comercio exterior.

De particular importancia son las disposiciones de la misma para combatir las prácticas desleales de comercio mediante derechos compensatorios, que sustituyeron los precios oficiales de importación...³⁴

Con esta ley se abrió la economía mexicana al comercio internacional, a su vez se aplicaron impuestos a las importaciones que podían afectar al mercado interno.

³⁴ *El Mercado de Valores, AÑO XLVII, NUM.1, Enero 5 de 1987*

CUADRO 2.4

ENTORNO MACROECONOMICO, 1986-1987

CONCEPTO	1986	1987			
	ANUAL	1er trimestre	2º trimestre	3er trimestre	4º trimestre
CONTEXTO EXTERNO					
<i>PNB (crecimiento anualizado, %)</i>					
Estados Unidos	2,9	4,4	2,5	4,3	4,8
Países de la OECD	2,7	2,3	2,7	2,5	2,7
<i>Inflación promedio mensual (%)</i>					
Estados Unidos	1,9	0,5	0,3	0,3	0,3
Países de la OCDE	2,3	n.d	0,3	0,3	0,1
Desempleo Estados Unidos	7,0	6,7	6,3	5,9	5,9
CONTEXTO INTERNO					
Producción industrial (crec %)*	-5,3	-2,5	-1,3	1,1	3,1
Empleo (miles de aseg IMSS)*	6884	6918	7061	7225	7355
Tipo de cambio controlado prom	1 766,9	2 760,8	3 314,8	4 080,1	5 229,5
<i>Inflación (cre. acumulado)</i>					
Acumulado (%)	105,7	23,6	54,9	93,1	159,2
Promedio (%)	86,2	109,3	124,2	134,2	147,9
<i>Saldo de la cuenta corriente millones de dólares</i>					
	-1672,7	1620,1	3119,3	3569,3	3881,2
<i>Saldo de la balanza comercial millones de dólares</i>					
	4598,6	2315,3	4759,9	6637,2	8433,4
<i>Captación Financiera (saldo) Mimp*</i>					
	27787,6	34166,7	43673,3	54725,2	70494,6
<i>Crec. real</i>					
	-0,8	10,0	13,6	12,7	1,9
<i>CCP promedio (%)</i>					
	81,0	96,1	94,8	92,0	95,6

n.d no disponible

*Cifras acumuladas al trimestre

FUENTE: ELABORADA POR LA DIRECCIÓN GENERAL DE PRECIOS HACIENDARIA, SHCP

La tasa preferencial (prime rate) de los Estados Unidos, que en diciembre de 1986 fuera de 7.5%, se situó en octubre de 1987 en 9.3%, para después disminuir 8.8% al final del año. Por su parte entre diciembre de 1986 y diciembre de 1987 la tasa labor a seis meses aumento de 6.3 a 7.9%.

CUADRO 2.5

Tasas de interés 1987

Promedio de las cotizaciones semanales
vigentes para cada mes, expresadas % anual

	PRIME RATE	LIBOR
ENERO	7,50	6,16
FEBRERO	7,50	6,40
MARZO	7,50	6,46
ABRIL	7,75	7,06
MAYO	8,09	7,60
JUNIO	8,25	7,46
JULIO	8,25	7,20
AGOSTO	8,25	7,32
SEPTIEMBRE	8,75	7,96
OCTUBRE	9,30	8,52
NOVIEMBRE	8,80	7,57
DICIEMBRE	8,80	8,02

FUENTE: INDICADORES ECONÓMICOS

Durante 1987, se registro una caída en el volumen de créditos otorgado en los mercados internacionales de capital, este fenómeno se debió a la contracción observada en el mercado internacional de bonos, el cual se vio influenciado por el deterioro en las perspectivas económicas y financieras mundiales. El volumen total de crédito en los mercados internacionales de capital cayó de 321 mil millones de dólares en 1986 a 299 mil millones de dólares en 1987.

2.2 PANORAMA ECONÓMICO GENERAL (1988-1994)

A continuación se hace una breve síntesis anual del comportamiento de las variables macroeconómicas relevantes . Las variables que se ha decidido emplear para sustentar la tesis principal de este trabajo son las siguientes:

- 1.- PRODUCTO INTERNO BRUTO
- 2.- AGREGADOS MONETARIOS
- 3.- TASAS DE INTERÉS
- 4.- BALANZA COMERCIAL
- 5.- CUENTA DE CAPITALES
- 6.- RESERVAS INTERNACIONALES
- 7.- TIPO DE CAMBIO

Dichas variables se consideran relevantes para el objeto mencionado debido a las siguientes consideraciones: La vulnerabilidad de la economía mexicana ante factores de origen externo del ámbito financiero se reflejaron en la evolución del tipo de cambio, en el comportamiento monetario, en la balanza de pagos, en las tasas de interés internas, déficit del gobierno e inflación. En este sentido, la política monetaria y fiscal que el gobierno de Salinas de Gortari aplicó para controlar la inflación que en esos momentos afectaba a la economía mexicana, repercutió en dichas variables, implicando costos sociales, económicos y políticos.

"La tasa de crecimiento del mercado de trabajo, la apreciación sistemática del peso entre 1988 y 1994 (36 y 40%) { . . . } contrarió y contraría la dirección básica de la estrategia hacia afuera y obliga a un endeudamiento a largo plazo { . . . } En el mismo sentido influye la utilización del tipo de cambio como ancla inflacionaria y la política de tasas de interés dirigida a procurar el equilibrio externo -atrayendo capitales foráneos-- pero castigando los costos y la competitividad"³⁵

Durante el período que nos atañe, la economía mexicana se enfrentó a una serie de factores exógenos que limitaron la capacidad de crecimiento de nuestro país. Por ejemplo, la poca disponibilidad de recursos externos, el aumento de las tasas de interés internacional, el deterioro en los términos de intercambio (debido a la caída en el precio del petróleo).

CUADRO 2.6

TASAS DE INTERÉS EN EL EXTRANJERO
Promedio mensual de cotizaciones diarias, expresadas en % anual

	1988		1989		1990		1991		1992		1993		1994	
	Libor	PR*	Libor	PR	Libor	PR	Libor	PR	Libor	PR	Libor	PR	Libor	PR
Enero	7,43	8,75	10,50	9,53	8,57	10,11	7,34	9,52	4,20	6,5	3,48	6,00	3,43	6,00
Febrero	6,93	8,51	10,93	9,95	8,42	10,0	6,71	9,05	4,28	6,5	3,36	6,00	3,76	6,00
Marzo	7,02	8,50	11,50	10,45	8,61	10,0	6,66	9,00	4,56	6,5	3,32	6,00	4,13	6,13
Abril	7,32	8,50	11,50	10,29	8,76	10,0	6,37	9,00	4,31	6,5	3,33	6,00	4,50	6,46
Mayo	7,78	8,84	11,50	9,72	8,62	10,0	6,19	8,5	4,10	6,5	3,35	6,00	5,02	6,98
Junio	7,91	9,00	11,10	9,34	8,41	10,0	6,44	8,5	4,12	6,5	3,50	6,00	4,97	7,25
Julio	8,33	9,24	10,92	8,82	8,26	10,0	6,43	8,5	3,66	6,03	3,51	6,00	5,28	7,25
Agosto	8,9	9,84	10,50	8,73	8,11	10,0	5,91	8,5	3,55	6,00	3,47	6,00	5,28	7,47
Septiembre	8,74	10,0	10,50	8,95	8,21	10,0	5,77	8,2	3,35	6,00	3,37	6,00	5,49	7,75
Octubre	8,66	10,0	10,50	8,64	8,17	10,0	5,47	8,00	3,46	6,00	3,39	6,00	5,91	7,75
Noviembre	9,05	10,10	10,50	8,38	8,06	10,0	5,05	7,58	3,83	6,00	3,52	6,00	6,23	8,14
Diciembre	9,42	10,50	10,50	8,30	7,77	10,0	4,57	7,21	3,72	6,00	3,50	6,00	6,28	8,50

PR Promedio Referente Indicadores Económicos

³⁵ David Ibarra, Nexos Julio 1997

Estos elementos fueron obstáculos a los que se tuvieron que enfrentar el Gobierno de Salinas de Gortari y el programa económico PSE (Pacto de Solidaridad Económica).

1988 Como ya se expuso en 1987 la economía mexicana se vió afectada por factores internos y externos que culminaron en un crack en la bolsa mexicana, así como una devaluación que perjudicó a todos los sectores sociales. En estas condiciones de inestabilidad e inconformidad llegaba 1988, año de elecciones, lo cual fue motivo de inquietud para los participantes en los mercados financieros.

Por lo tanto era de vital importancia que el gobierno presentara un programa de trabajo rentable y productivo que permitiera la recuperación económica. Así la administración de Carlos Salinas de Gortari decide aplicar una política económica basada en la disminución de la inflación a través del tipo de cambio utilizándolo como ancla inflacionaria.

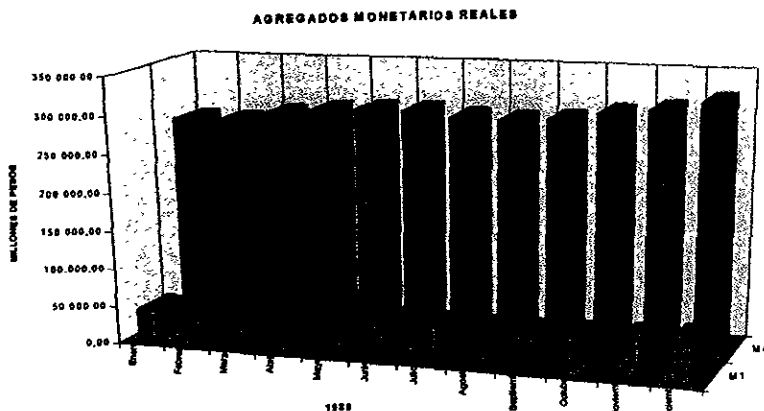
Asimismo, a través de los pactos de solidaridad, el gobierno y los sectores empresarial, obrero y campesino, acordaron controlar los precios de determinados productos y ajustar el tipo de cambio fijo.

La incertidumbre vivida a principios de 1988 causó un relativo estancamiento de la captación financiera institucional. En diciembre de 1988, la captación financiera fue 6.8% superior a diciembre de 1987, en términos reales, sin embargo su nivel promedio durante el año fue 0.4% menos del PIB que en 1987. Dicho estancamiento y el simultáneo aumento de la demanda de crédito (público y privado) provocó que las tasas de interés real se mantuvieran en ascenso.

El valor a precios constantes, del Producto Interno Bruto³⁶ se incrementó 1.1% en 1988, es decir 0.4 porcentuales menos que en 1987. En 1988 existió una desigualdad en el crecimiento de sectores de la economía los que mostraron gran dinamismo fueron el de manufacturas, generación de electricidad, comunicaciones y servicios financieros que crecieron en términos reales, 2.3, 5.3, 12.4 y 2.7 por ciento respectivamente; en contraste, las actividades agrícolas, ganaderas y de construcción que tuvieron contracciones de 4.5, 2.7 y 3.5 en términos reales, respectivamente.

³⁶ *Suma monetaria de los bienes y servicios de demanda final producidos internamente en un país.*

GRÁFICA 2.1



Por su parte, el agregado monetario M1, en el primer mes de 1988 se registró 13,413.90 millones de pesos a precios corrientes y 42,397.29 millones de pesos a precios constantes de 1994 y en este mismo año pero del mes de diciembre se registraron 22,312.00 millones de pesos a precios corrientes y 53,356.58 millones de pesos a precios constantes. Al cierre de 1988 se obtuvo una tasa de crecimiento real respecto al saldo del último de diciembre de 1987 de 4.2%

Con lo que respecta al agregado monetario M4³⁷, en 1988 registró una tendencia a la alza, en el mes de enero se registró 87,185.60 millones de pesos a precios corrientes y 275,567.34 millones de pesos a precios constantes y para el mes de diciembre llegó hasta 134,317.50 millones de pesos a precios corrientes y a precios constantes del mismo mes fue de 321,204.84 millones de pesos, asimismo al cierre del año se observó una tasa de crecimiento real, respecto al saldo del último de diciembre de 1987 de 6.8%.

Durante 1988 las tasas de interés anualizadas nominales (Cetes) descienden: en enero de 1988 se registra 157.07% a partir del mes de abril bajan a 63.50% y cierran el año con 52.30%.

Con lo que respecta a la balanza comercial³⁸ es hasta el mes de septiembre de 1988 cuando se registra un déficit de -143,594 y cierra el año con 21,200 miles

³⁷ El agregado monetario M4 está constituido por la suma de billetes, monedas, instrumentos de ahorro bancarios e instrumentos de ahorro del mercado institucional de dinero en poder del público, así como por los depósitos del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA) en el Banco de México.

³⁸ La balanza comercial es la cuantificación monetaria del total de las compras y ventas de las mercancías de un país con el exterior en un período determinado.

de dólares. En los primeros meses de 1988 las exportaciones manifestaron una tendencia ascendente en relación con las importaciones, sólo en los meses de septiembre, octubre y noviembre los saldos de las importaciones fueron mayores, no obstante cerró el año con 2,563,000 miles de dólares por concepto de exportaciones y 2,541,800 miles de dólares por importaciones.

La cuenta corriente³⁹ pasó de un superávit en 1987 a un déficit 2,901 millones en 1988. Por su cuenta, el déficit de 3,361 millones de dólares que registro la cuenta de capitales⁴⁰ se debió a erogaciones por 3,428 millones de dólares para amortizar la deuda externa. El resultado de la Balanza de Pagos determinó una baja de la reserva internacional⁴¹ del Banco de México.

En 1988 la cuenta de capitales arrojó un saldo deficitario de 3,361 millones de dólares. Esto fue resultado de egresos netos tanto por concepto de pagos de deuda externa(3,349 millones de dólares) como por el aumento de los activos en el exterior 82,607 millones de dólares. Ambos rubros fueron contrarrestados por ingresos de 2,595 millones de dólares por concepto de inversión extranjera directa⁴².

Cabe destacar que en marzo se llevó a cabo la operación de los llamados "Bonos cupón cero".

Esta consistió en la emisión de bonos a veinte años por valor de 2,557 millones de dólares, los cuales permitieron cancelar deuda pública externa por 3,665 millones de dólares. El flujo de la inversión extranjera directa en este año totalizó 2,595 millones de dólares, 564 millones correspondieron a la reinversión de utilidades y 2,031 millones a nuevas inversiones.

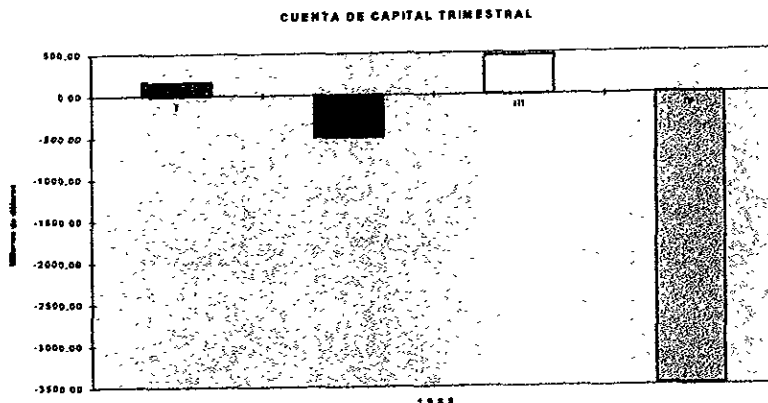
³⁹ La cuenta corriente es el registro sistemático de la entrada y salida de divisas por concepto de compra y venta de mercancías y servicios de un país con el exterior en un período determinado.

⁴⁰ Es definida por Maurice Byé (Diccionario Romexif, p.15) como el estado de "todas las transacciones que representen cambios en la posición internacional acreedora -deudora del país y en sus haberes de oro monetario". Las operaciones de capital se distinguen según su carácter privado o público, según su duración y según su naturaleza (colocaciones con interés, donaciones)

⁴¹ Son activos que están constituidos por oro monetario, depósitos de bancos del país, en bancos de primera clase del extranjero, posición neta del país en el FMI, derechos especiales de giro, valores de gobierno extranjeros de alta liquidez y solvencia, valores de instituciones financieras multinacionales (Banco mundial, Banco Interamericano) billetes de banco extranjeros, aceptaciones bancarias y saldos activos de convenios multilaterales de compensación.

⁴² Formación o incremento neto de capital, canalizado al sector productivo a largo plazo, para la creación de empresas agrícolas, industriales y/o de servicios.

GRÁFICA 2.2



Durante el primer trimestre de 1988 la cuenta de capital registro un superávit de 156.2 millones de dólares, en el segundo trimestre hubo un importante descenso llegando a un déficit de -501.4 millones de dólares, mientras que en el tercero nuevamente se registró un importante superávit de 463.3 millones de dólares, y el último trimestre mostró un déficit de -3,479.5 millones de dólares, la más baja captación durante el período analizado.

Mediante el Pacto de Solidaridad Económica se pretendía ajustar el tipo de cambio y los precios de la canasta básica. El tipo de cambio, tras depreciarse 2.7% en febrero, permaneció constante durante el resto de este año (2281 pesos por dólar). Esta situación se logró gracias a las sucesivas negociaciones de el gobierno a través del Pacto de Solidaridad Económica. El gobierno negoció con los pactos, tipo de cambio fijo.

La coyuntura antes mencionada implicó un aumento de las tasas reales de interés internas, esta situación también fue provocada por las necesidades crediticias que el sector publico manifestaba y por el incremento en la demanda privada de créditos. Dichas demandas no podían ser cubiertas por las disponibilidades de ahorro interno con que contaba el país, provocando que las reservas internacionales disminuyeran a partir de mayo de 1988.

En 1988 las reservas internacionales a precios corrientes se comportaron como sigue:

CUADRO 2.7

Reservas Internacionales	
Millones Pesos	
1988	Constantes
Enero	29154,50
Febrero	30466,80
Marzo	35296,00
Abril	26209,50
Mayo	34939,90
Junio	31734,90
Julio	26594,90
Agosto	27498,10
Septiembre	22130,70
Octubre	20214,90
Noviembre	14888,10
Diciembre	14551,40

Fuente: Indicadores Económicos

Mientras que a precios constantes las reservas internacionales durante 1988 bajaron a 70,131.98 millones de pesos en abril a 34,798.00 millones de pesos en diciembre.

1989 En 1989, el programa económico que había entrado en vigor desde finales de diciembre de 1987 entra en una nueva fase y en este nuevo período es denominado Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE); dicho pacto es renovado en julio y diciembre con el propósito de continuar la política antiinflacionaria que el gobierno había aplicado desde principio de sexenio.

Se establecieron los siguientes compromisos entre los sectores que firmaron el pacto:

Por parte del Gobierno: Reducir el déficit fiscal equilibrándolo las finanzas (ingresos y gastos) a través de una reducción del gasto público.

Por parte del Sector empresarial: Respetar los precios de los artículos sujetos a precios oficiales, firmar concertaciones específicas para obligarse a mantener y en algunos casos, reducir los precios de algunos bienes y servicios.

Por parte del sector campesino y obrero: Aceptar reducciones del salario real.

El control sobre las finanzas públicas, permitió la reducción de la demanda crediticia del sector público, sin embargo la expansión de la demanda de crédito del sector privado contribuyó a que durante todo el año, las tasas de interés reales continuaran con una tendencia a la alza.

La evolución de la inflación dio pie a que la política cambiaria mantuviera a lo largo de todo el año el desliz de un peso diario en promedio, en el tipo de cambio controlado (logrando una depreciación de 16% en el año).

1989 destaca por que por primera vez desde 1985, el crecimiento del Producto Interno Bruto superó al de la población, según el INEGI a precios constantes se incrementó 2.9% respecto al del año anterior. El repunte de la actividad económica estuvo encabezado por el sector industrial, el cual obtuvo un crecimiento de 4.8% con respecto a 1988.

Por su parte el sector agropecuario sufrió un descenso de 3.1%, y el sector servicios aumento 2.7 por ciento.

En el mes de enero de 1989 el agregado monetario M1 registró 20,128.30 millones de pesos a precios corrientes y 46,991.82 millones de pesos a precios constantes y en diciembre alcanzo hasta 31,391.70 millones de pesos a precios corrientes y 62,722.66 millones de pesos a precios constantes, asimismo en el último trimestre de 1989 se observó un importante incremento: la tasa anual de crecimiento real se elevo a 17.1%.

En 1989 el agregado monetario amplio M4 sufrió un incremento real de 25.7% al cierre del año, en este sentido en el mes de enero se registraron 137,047.60 millones de pesos a precios corrientes y 319,953.32 millones de pesos a precios constantes. y en el mes de diciembre llegó a 202,536.70 millones de pesos a precios corrientes y 404,681.49 millones de pesos a precios constantes.

A finales del año el agregado monetario M4 a precios constantes fue 25.7% mayor que un año antes y la proporción en el PIB del saldo promedio de M4 33.3%. Asimismo, a precios constantes, el agregado monetario M1 se incrementó 17.1% de diciembre del 88 a diciembre de 1989.

CUADRO 2.8

AGREGADOS MONETARIOS

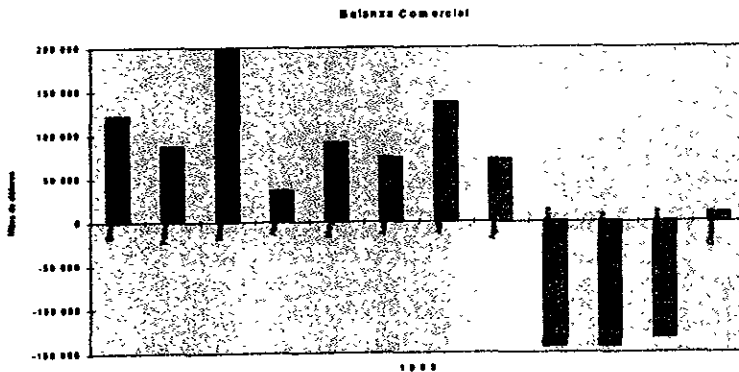
Millones de pesos a precios corrientes

1989	M1	M4
Enero	20128,30	137047,60
Febrero	20312,70	140550,10
Marzo	20885,20	144404,10
Abril	20773,00	148893,40
Mayo	21279,10	153986,40
Junio	22046,80	161072,90
Julio	22789,60	169208,70
Agosto	22301,50	171561,80
Septiembre	23061,10	174882,90
Octubre	24515,10	182855,20
Noviembre	25975,60	187890,30
Diciembre	31391,70	202536,70

Fuente: Indicadores Económicos

En lo que se refiere a las tasas de interés, en enero de 1989 las tasas Cetes era de 50.78%, en junio de 56.68% máximo del año y el mínimo fue en septiembre con 34.35%. Finalmente cierra el año con 40.55%.

GRAFICA 2.3



Por su parte, la balanza comercial, alcanzó en enero 1989 un saldo de 121,675 miles de dólares y cerró en diciembre con 10,179 miles de dólares.

Asimismo, cerro el año con 2,886,275 miles de dólares por concepto de exportaciones⁴⁴ y 2,876,097 miles de dólares por importaciones⁴⁵.

El valor total de las exportaciones de mercancías se incrementó 10.7%, mientras que las importaciones totales de mercancías se incrementaron 23.9% en relación con 1988. Ver el siguiente cuadro:

CUADRO 2.9

	1989	
	Exportaciones	Importaciones
	Totales	
Enero	2.676.527	2.554.852
Febrero	2.725.169	2.638.663
Marzo	3.008.257	2.810.883
Abril	2.963.272	2.927.042
Mayo	3.069.549	2.978.761
Junio	3.162.588	3.089.194
Julio	2.809.042	2.672.580
Agosto	3.003.000	2.932.268
Septiembre	2.820.092	2.962.894
Octubre	3.063.994	3.206.914
Noviembre	2.983.281	3.115.844
Diciembre	2.886.275	2.876.097

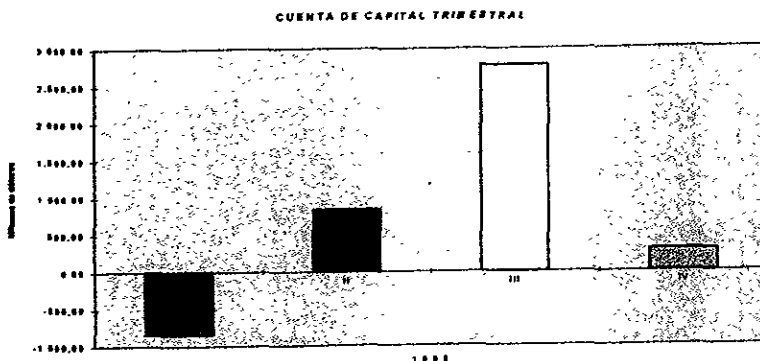
Fuente: Indicadores Económicos

La cuenta de capital en 1989 registró un ingreso neto de 3,053 millones de dólares, situación que fue posible a pesar de que se registraron pagos netos de deuda externa de los sectores público y privado no bancario. En cuanto a las inversiones extranjeras, se registró un influjo neto de capital por 2,242 millones de dólares.

⁴⁴ Conjunto de mercancías y servicios que un país vende a otro.

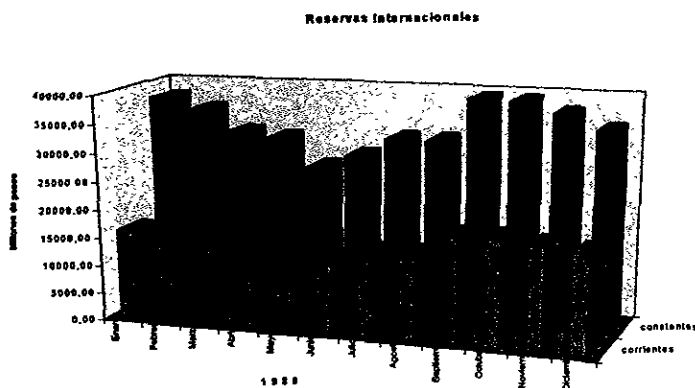
⁴⁵ Conjunto de mercancías y servicios que un país compra a otros. Las importaciones y exportaciones, forman parte del comercio exterior de un país, que a su vez integra el conjunto de relaciones económicas internacionales.

GRÁFICA 2.4



Esta corriente de recursos financió el déficit de la cuenta corriente y permitió una importante acumulación de reservas internacionales. En 1989 sólo el primer trimestre registró un déficit de 842.8 millones de dólares. El segundo y el tercero alcanzaron un superávit de 831.4 millones de dólares y 2,775.7 millones de dólares respectivamente, destacando este último por ser el más alto durante todo el año y, en el último trimestre se observó un superávit de 288.7 millones de pesos.

GRÁFICA 2.5



Durante 1989, las reservas internacionales del Banco de México aumentaron 272 millones de dólares, para alcanzar al término del año un monto de 6,860 millones. Dicho aumento se debió al resultado del déficit en la cuenta corriente de balanza de pagos de 5449 millones, de un superávit de 3,053 millones en la cuenta de

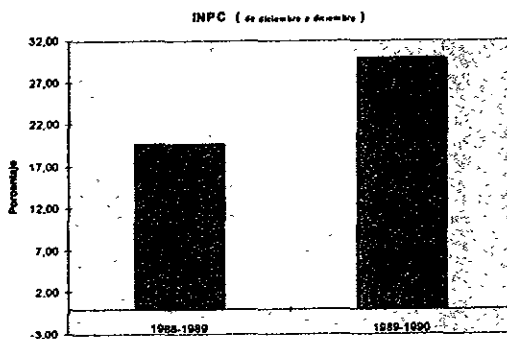
capital y un saldo positivo de 2,792 millones en el renglón de errores y emisiones. El saldo positivo de las últimas dos cuentas se debió principalmente al ingreso de capitales del exterior estimulado por las perspectivas de crecimiento de la economía y también por las elevadas tasas de interés reales, asimismo la cuenta de capital presentó superávit por los flujos netos positivos de deuda externa por 541 millones de dólares, por las inversiones extranjeras directas por 2,242 millones de dólares y por las disminuciones en los activos sobre el exterior por 233 millones de dólares.

1990 En 1990 la economía gira en torno al programa económico del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico, el cual es renovado mediante dos concertaciones: a finales de mayo y a mediados de noviembre.

Mediante el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico, el gobierno negoció la continuación de la política antiinflacionaria como prioridad para obtener crecimiento económico.

En este año , la inflación sufrió una ligera alza, de diciembre de 1989 a diciembre de 1990, el INPC se incrementó en 29.9%, siendo que en el período 1988-1989 fue de 19.7%, esta situación fue consecuencia de un ajuste en las finanzas públicas; se aumentaron algunos precios de artículos controlados y se redujo el desliz cambiario.

GRÁFICA 2.6



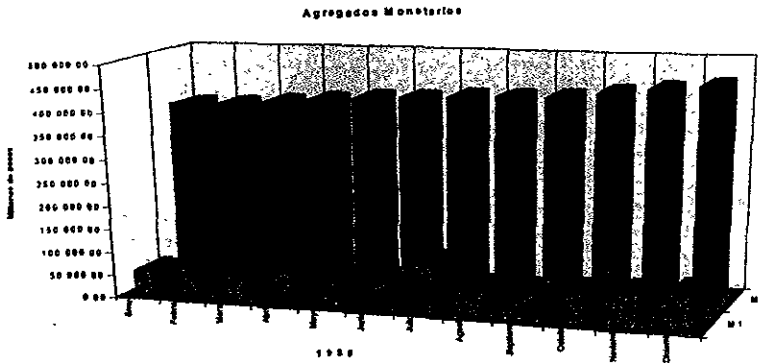
En este sentido, el desliz del peso disminuyó a 80 centavos diarios a finales de mayo y 40 centavos diarios a mediados de noviembre. Asimismo, las aparentemente excelentes expectativas que la economía reflejaba permitieron cuantiosas entradas de capital a nuestro país, además de aumentar en los activos financieros y disminuciones de las tasas de interés nominales y reales. Por tanto la M4 a precios constantes aumentó 12.3% con respecto a 1989. La

tasa de interés nominal acumulada de Cetes a 28 días fue 40.8%, mientras que la real fue 8.4%.

De acuerdo con del Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (INEGI), en 1990, el valor del Producto Interno Bruto a precios constantes aumentó 3.9 por ciento. A diferencia de lo ocurrido en 1988 y 1989, cuando el impulso a la actividad económica provino fundamentalmente del sector industrial y particularmente de la industria manufacturera, en 1990 el crecimiento se generalizó a los distintos sectores productivos. Esta expansión estuvo nuevamente encabezada por la producción industrial, la cual aumentó 5.4 por ciento. El sector agropecuario, silvícola y pesquero revirtió la tendencia descendente iniciada desde el primer semestre de 1988, y alcanzó un crecimiento de 3.4 por ciento. Los servicios avanzaron a una tasa de 3.1 por ciento.

La expansión del sector industrial se vio muy influida por el dinamismo de la construcción que creció 7.7 por ciento (5.6 puntos porcentuales más que en el año previo) en términos reales. Las manufacturas continuaron con un crecimiento favorable del 5.2 por ciento, siendo las divisiones más dinámicas las de productos metálicos, maquinaria y equipo, y las industrias metálicas básicas. Este aumento de la actividad manufacturera fue impulsado por un nivel más alto de exportación. Por primera vez desde 1987, todos los sectores productivos mostraron en 1990 un comportamiento favorable.

GRÁFICA 2.7



En 1990, el agregado monetario M1 aceleró su tasa de crecimiento de abril a junio y sufrió una contracción en el mes de julio y entre el mes de agosto y diciembre se recuperó el crecimiento anual de dicho agregado, los aumentos de la M1 fueron provocados principalmente por las cuentas de cheques y en una medida considerable menor, por los billetes y monedas en poder del público, en

este año, dicho agregado sufre una serie de fluctuaciones, a principio de año abre con 27,922.10 millones de pesos a precios corrientes y 53,215.87 millones de pesos a precios constantes, y cierra con 50,333.70 millones de pesos a precios corrientes y 77,400.71 millones de pesos a precios constantes, cabe destacar que en este año el mes de julio presenta un repunte de 62,463.00 millones de pesos a precios corrientes y 106,423.73 millones de pesos a precios constantes.

Con lo que respecta al agregado monetario M4 en 1990 siguió el ascenso alcanzando en el mes de enero 202,550.30 millones de pesos a precios corrientes y en el mismo mes pero a precios constantes alcanzó 386,034.40 millones de pesos y cerró el año con 296,400.00 millones de pesos a precios corrientes y 455,789.49 millones de pesos a precios constantes, en este año la tasa real creció nuevamente en 12.3%. La evolución de M4 en 1990 fue consecuencia de las expectativas de una actividad económica más atractiva.

La tasa de interés en 1990 abre con una tasa de 41.29% en el mes de enero y durante todo el año se manifiesta una tendencia descendente que cierra con 25.99% en el mes de diciembre. Como se observa en el cuadro siguiente, la tendencia descendente de las tasas de interés no fueron continuas, después del acuerdo de reestructuración de la deuda pública externa, las tasas de interés en los mercados financieros internos estuvieron sujetas a continuas presiones alcistas.

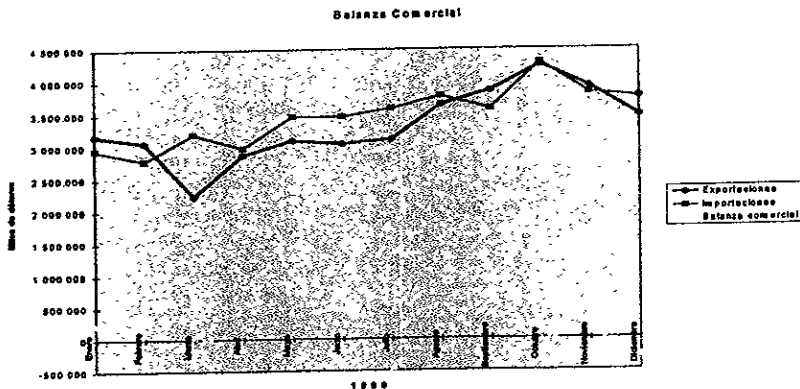
CUADRO 2.10

1990	TASA DE INTERÉS ANUALES	
	Nominales	Reales
Enero	41,29	-10,60%
Febrero	45,20	14,31%
Marzo	46,65	20,97%
Abril	44,64	22,26%
Mayo	36,92	13,19%
Junio	32,38	4,75%
Julio	30,66	7,12%
Agosto	29,72	7,75%
Septiembre	30,14	11,11%
Octubre	28,70	9,74%
Noviembre	24,82	-5,29%
Diciembre	25,99	-8,56%

Fuente: En base a los indicadores económicos

La balanza comercial durante el año de 1990 destaca porque en septiembre de 1990 alcanza un superávit de 2,747,170 miles de dólares y es a partir del mes de diciembre de 1990 cuando se comienza a registrar mes a mes un constante saldo negativo.

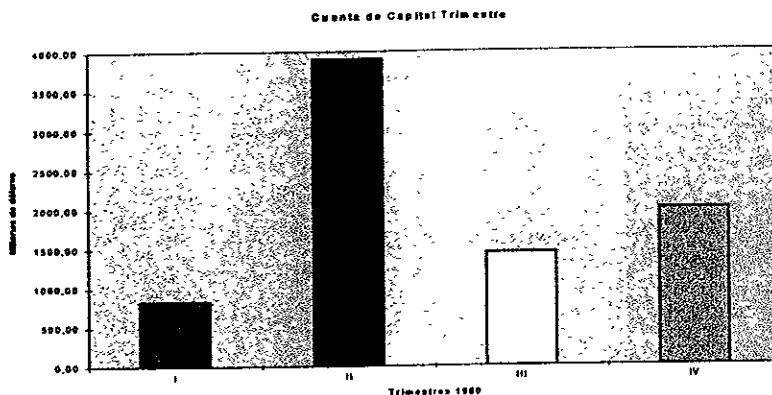
GRÁFICA 2.8



A partir del mes de marzo de 1990 se presenta un déficit comercial importante, con 2,236,210 miles de dólares por concepto de exportaciones y 3,200,909 miles de dólares por importaciones, y sólo en septiembre con 3,849,312 miles de dólares por exportaciones y 3,574,595 miles de dólares por importaciones y en noviembre con 3,919,107 miles de dólares por exportaciones y 3,814,191 miles de dólares por concepto de importaciones cuando se registra superávit, finalmente cierra el año con 3,454,700 miles de dólares por exportaciones y 3,746,252 miles de dólares por importaciones.

Por su parte el déficit de la cuenta corriente medido como proporción del PIB fue de 2.2 por ciento, en lo que se refiere a la balanza comercial arrojó un superávit de 610 millones de dólares.

GRÁFICA 2.9



En lo que se refiere a la cuenta de capital, la inversión extranjera fue de 4,628 millones en 1990, monto anual nunca antes alcanzado, destaca el rápido crecimiento de las inversiones extranjeras en cartera canalizadas a través del mercado bursátil, que sumaron 1,995 millones de dólares, debido a las reformas emprendidas a fines de 1989.

En 1990, la cuenta de capitales registró un importante superávit, resultante del clima de confianza que se observó durante todo el año, sumando 8.8 miles de millones, monto que supera al de 1989. Las entradas de capital provienen principalmente de un aumento en la inversión extranjera directa y de cartera. El superávit en la cuenta de capitales se debió a que los flujos netos positivos de endeudamiento externo total por 4,538 millones de dólares, además se registraron inversiones extranjeras directas por 2,633 millones de dólares y por el aumento de otros activos sobre el exterior, derivado principalmente de cuentas por cobrar asociadas al financiamiento de las exportaciones por 1,717 millones de dólares.

El canje de deuda pública por inversión extranjera ejercido en 1990 fue fundamentalmente de remanentes de autorizaciones de años anteriores, ya que el programa de SWAPS fue suspendido a finales de 1989 cuando era inminente la culminación del acuerdo de renegociación de la deuda. Sin embargo este programa se renovó mediante dos subastas durante este año con un monto global de 3.5 miles de millones de dólares a valor nominal.

Un factor relevante en la evolución de la cuenta de capital fue la repatriación de capitales. Según el Banco de México, la disminución de los depósitos de mexicanos en el exterior fue del orden de 1,400 millones de dólares en 1990.

Para 1990, nuevamente se registra un superávit en la cuenta de capitales, de 625.8 millones de dólares y 3,466.6 millones de dólares en el primer y segundo trimestre siendo este último el más sobresaliente pues fue el más alto en este año, y para el tercer y cuarto trimestre llegó a 2,546.4 y 2,210.3 millones de dólares respectivamente.

Por su parte las reservas internacionales comienzan a experimentar un ascenso, alcanzando 46,055.19 millones de pesos a precios constantes a finales de este año. Las reservas internacionales del Banco de México aumentaron 3,414.3 millones de dólares, esto a razón de que se registró un déficit en cuenta corriente de 5,254 millones, un superávit de 8.849 millones en la cuenta de capital y un saldo negativo de 362 millones en el renglón de errores y omisiones.

En este año se registra un aumento de los activos financieros como consecuencia del aumento de la demanda del público, dicha demanda tuvo que ser satisfecha a través de la importación de capital, fenómeno que contribuyó a la acumulación de las reservas internacionales y por tanto a la expansión de los agregados monetarios. Por lo tanto, el ajuste de las finanzas públicas y la disminución en las tasas de interés permitieron reducir los requerimientos crediticios del sector público.

CUADRO 2.11

**RESERVAS INTERNACIONALES
MILLONES DE PESOS**

1990	Corrientes	Constantes
Enero	16008,30	30509,7279
Febrero	12481,40	23264,0679
Marzo	12099,80	22160,7901
Abril	14745,70	26600,9955
Mayo	16104,40	28553,2339
Junio	18989,70	32944,8324
Julio	20258,10	34513,3048
Agosto	21247,10	35593,3736
Septiembre	22449,00	37077,475
Octubre	24547,10	39967,4164
Noviembre	28384,30	45022,4703
Diciembre	29949,70	46055,1902

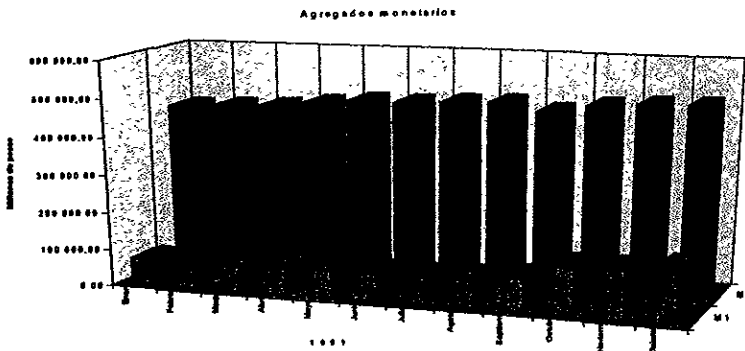
FUENTE: INDICADORES ECONÓMICOS

1991 En materia de inflación, se logró un importante avance pues el Índice Nacional de Precios al Consumidor de diciembre de 1989 a diciembre de 1990 registró un incremento de 29.9%, mientras que de diciembre de 1990 a diciembre de 1991 se incremento 18.8%

En 1991 la actividad económica aumentó a un ritmo mayor que el de la población. El valor del Producto Interno Bruto a precios constantes creció 3.6 por ciento. El incremento de la producción fue la característica principal de la totalidad de los sectores, sobresaliendo la expansión del sector servicios con un crecimiento de 4.3 por ciento. El sector industrial integrado por la producción manufacturera, generación de energía eléctrica, minería y construcción, creció 3.1 por ciento. El sector manufacturero registró un avance de 3.7 por ciento, destacando el aumento de la rama de productos metálicos, maquinaria y equipo con 15.1 por ciento. Cabe mencionar que durante los primeros seis meses de este año, alcanzó 4.8 % el más elevado para un primer semestre en una década. Esto permitiría por tercer año consecutivo un crecimiento superior al de la población.

La producción de bienes agropecuarios, silvícolas y pesqueros aumentó 0.5 por ciento, comparada con una expansión de 6.1 por ciento del año anterior. La agricultura creció 1.4 por ciento, lo cual no es un mal desempeño, no obstante se registro un crecimiento de 10.1 por ciento el año previo.

GRÁFICA 2.10



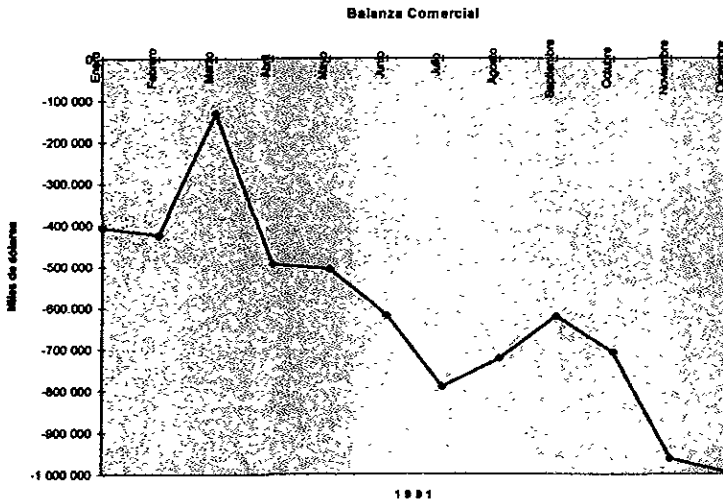
Durante 1991 continuo la expansión monetaria, de hecho la M1 registró un elevado crecimiento, esto como resultado de las tasas de aumento de las cuentas de cheques(151%), en enero se obtuvo 46,424.10 millones de pesos a precios corrientes y 69,615.92 millones de pesos a precios constantes, a partir del mes de septiembre comenzó un ascenso importante obteniendo 63,826.30 millones de pesos a precios corrientes y 86514. 88 millones de pesos a precios constantes, al final del año dio un salto importante alcanzando en el mes de

diciembre 109,894.90 millones de pesos a precios corrientes y en el mismo mes pero a precios constantes fue de 142,255.83 millones de pesos.

En 1991 el aumento real del agregado M4 (9.3%) fue algo mas reducido que el del año anterior (12.3%), no obstante este año abrió en el mes de enero con 297,855.00 millones de pesos a precios corrientes y 446,652.73 millones de pesos a precios constantes y cerró el año con 387,788.80 millones de pesos a precios corrientes y 501,981.59 millones de pesos a precios constantes de 1994.

La tasa de interés en enero de 1991 registro 23.64% de igual forma durante este año continuo el descenso llegando a 16.65% en diciembre.

GRÁFICA 2.11



El déficit de la balanza comercial en 1991 destaca en los meses de noviembre con -963,108 miles de dólares y diciembre de este mismo año con -995,837 miles de dólares.

Por su parte el déficit de la cuenta corriente se incrementó a 13.3 miles de millones de dólares. Este impresionante incremento se debió fundamentalmente a las transacciones de mercancías, es decir del déficit comercial el cual ascendió a 6,930 millones de dólares como consecuencia del resultado de exportaciones de empresas no maquiladoras por 27,120 millones de dólares, de exportaciones netas de la actividad maquiladora por 4,134 millones de dólares y de importaciones por 38,184 millones de dólares.

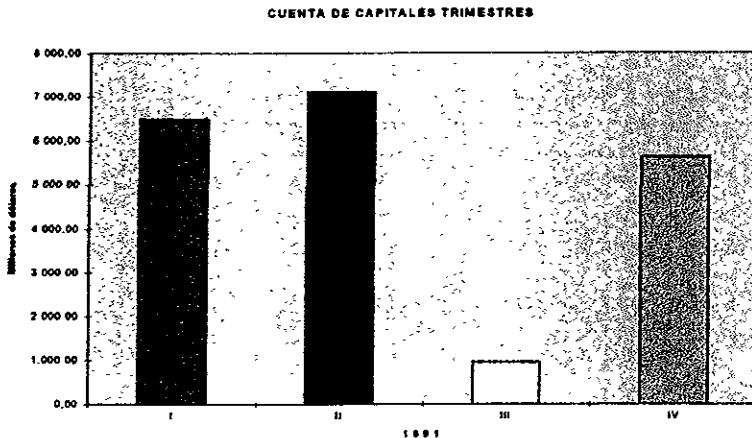
CUADRO 2.12

1991	Miles de dólares	
	exportaciones	importaciones
Enero	3 256.379	3.683.408
Febrero	3.133.354	3.557.444
Marzo	3.388.878	3.517.526
Abril	3.713.110	4.207.025
Mayo	3.580.416	4.186.384
Junio	3.477.767	3.996.218
Juño	3.648.853	4.439.000
Agosto	3.497.120	4.218.864
Septiembre	3.576.016	4.195.825
Octubre	4.055.973	4.764.087
Noviembre	3.705.890	4.668.998
Diciembre	3 556.164	4.552.001

Fuente: Indicadores Económicos

En 1991 se presentan una serie de factores relevantes, tales como el incremento de las exportaciones de mercancías no petroleras y desde luego de las importaciones, además del cambio de signo de la cuenta corriente de superávit a déficit y el aumento de la cuenta de capital, la cual registró un superávit que sumó 20.2 miles de millones de dólares, a pesar del descenso en el nivel de las tasas de interés internas.

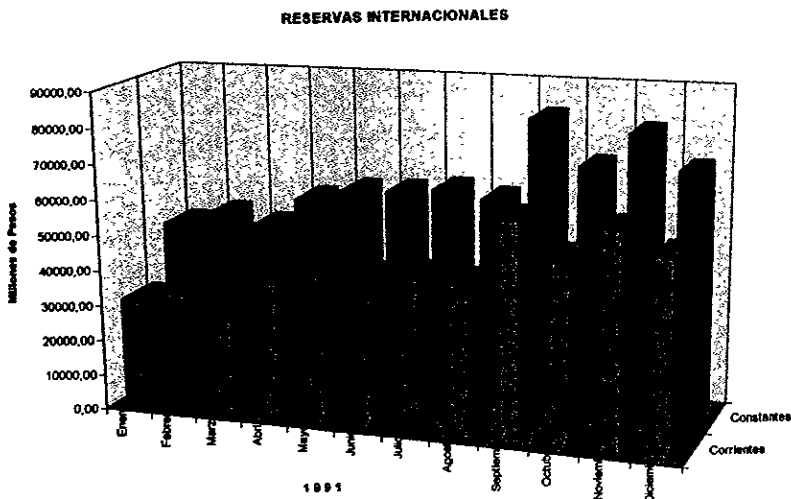
GRÁFICA 2.12



El superávit de la cuenta de capital, en 1991 se incrementó a más del doble con respecto a la cifra alcanzada el año anterior y, de nuevo provino fundamentalmente del sector privado. Mientras que ese sector contribuyó con un ingreso neto de capital de 20.8 miles de millones de dólares, el egreso neto del sector público sumó 0.6 miles de millones de dólares. El superávit de la cuenta de capital reflejó un nivel sin precedente de inversión extranjera de 12.3 miles de millones de dólares, de los cuales 4.8 miles de millones fueron inversión directa y los restantes 7.5 miles de millones de inversión de cartera. La inversión extranjera directa es la más alta observada tanto en términos nominales como reales.

En 1991 se observa un importante salto en la cuenta de capital pues en el año se obtienen 20,179.0 millones de dólares, más del doble en tan sólo un año, el primer semestre alcanza 6,491.9 millones de dólares y subió a 7,114.9 millones de dólares en el segundo, 952.6 millones de dólares y 5,619.6 millones de dólares en el tercer y cuarto trimestre respectivamente. En este sentido, ante las de entradas de capitales, las autoridades decidieron esterilizar por medio del Banco Central, una parte importante de las entradas de recursos financieros, sustrayéndola de la demanda agregada mediante la venta de valores de su cartera.

GRÁFICA 2.13



Asimismo la reserva internacional del Banco de México aumentó 7,378 millones de dólares durante 1991, dicho aumento se debió al déficit en la cuenta corriente

de la balanza de pagos de 13, 283 millones de dólares, de un superávit de la cuenta de capital de 20,179 millones de dólares, de ajustes por valoración por 316 millones, y de un positivo de 1,241 millones en el renglón de errores y omisiones. En 1991 los activos internacionales cierran con 69,753.38 millones de pesos a precios constantes.

1992

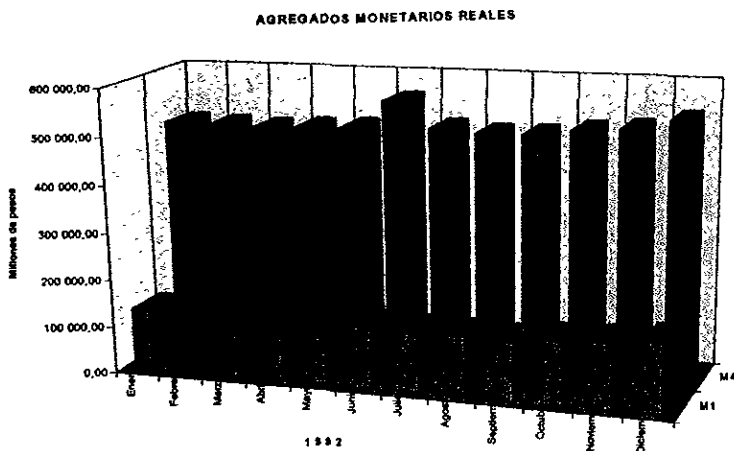
La debilidad de la actividad económica de los socios comerciales de nuestro país, incidió sobre el precio del volumen de las exportaciones mexicanas, que implicó en el desaliento de la producción interna.

La sensibilidad en los índices de la bolsas de valores, tanto la mexicana como las del extranjero, la inquietud de algunos agentes económicos por la magnitud del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la revisión a la baja de las utilidades esperadas de las empresas, también algunos agentes económicos manifestaron diversos grados de incertidumbre en relación con la aprobación definitiva del Tratado de Libre Comercio, fueron factores que en 1992 atenuaron el ritmo de crecimiento económico.

La actividad productiva del país continuó caracterizándose por un crecimiento gradual, aunque inferior al registrado en 1991. Durante 1992, por cuarto año consecutivo la actividad económica aumentó a un ritmo mayor que el de la población. El valor del Producto Interno Bruto a precios constantes creció 2.6 por ciento.

La producción industrial avanzó 2.8 por ciento y se vio favorecida por el dinamismo de la construcción (7.8 por ciento) y de la electricidad (4.4 por ciento). La producción manufacturera aumentó 1.8 por ciento, observándose diferencias significativas en la evolución de sus distintas divisiones.

GRÁFICA 2.14



En enero de 1992 el agregado monetario M1 registro 103,470.88 millones de pesos a precios corrientes y a precios constantes se obtuvieron 131,470.88 millones de pesos, y cerró el año con 126471.30 millones de pesos a precios corrientes y 146 242.18 millones de pesos a precios constantes. En 1992 el saldo real del agregado monetario estrecho M1 creció 4.5%, la tasa correspondiente para los billetes y monedas fue de 4.8% y 4.3% para las cuentas de cheques.

En este año, lo más destacado de la evolución de este agregado fue la drástica reducción de su tasa de crecimiento anual. Dicha tasa paso de 119.8% en 1991 a 17% en 1992. El menor ritmo de crecimiento de M1 en 1992 se debió fundamentalmente a la notable desaceleración de las tasas de aumento de las cuentas de cheques las cuales registraron una reducción en la tasa de expansión nominal anual de 201.6% en diciembre de 1991 a 16.8% en diciembre de 1992.

Para 1992 nuevamente el agregado monetario M4 registra un incremento en el saldo real de 7.3% , sin embargo este incremento fue inferior 2 puntos porcentuales en relación con el año anterior, no obstante en enero de este año llegó a 387,224.40 millones de pesos a precios corrientes y 492,302.28 millones de pesos a precios constantes del mismo mes, y concluyó el año con 464,471.90 millones de pesos a precios corrientes y 537,081.39 millones de pesos a precios constantes.

A partir de 1992 las tasas de interés anualizadas nominales tienen un comportamiento más constante ya no se manifiesta una tendencia tan marcada de descenso, no obstante en enero de 1992 obtenemos una tasa anualizada nominal de 15.31%, dentro de este año el mes con un registro menor es marzo con 11.84% y el máximo en octubre con 19.39%, asimismo, este año cierra con un 16.88%.

El déficit comercial se situó en 15.9 miles de millones de dólares, como resultado de un ingreso por concepto de exportaciones totales de mercancías sumaron 46.2 miles de millones de dólares con un incremento de 8.2 %, y las importaciones ascendieron a 62.1 miles de millones de dólares, lo que significó un aumento de 24.3%.

CUADRO 2.13

1992	Miles de dólares	
	exportaciones	Importaciones
Enero	3.169.735	4.261.307
Febrero	3.358.682	4.469.103
Marzo	4.043.384	5.217.605
Abril	3.701.545	4.945.608
Mayo	3.656.704	5.070.167
Junio	4.118.518	5.546.097
Julio	3.857.904	5.476.773
Agosto	3.858.392	4.992.936
Septiembre	4.003.727	5.331.744
Octubre	4.315.999	5.767.350
Noviembre	3.914.296	5.365.409
Diciembre	4.096.737	5.683.251

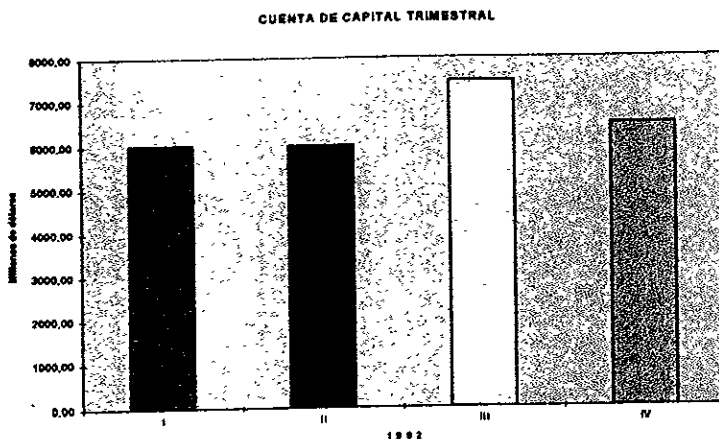
Fuente: Indicadores Económicos

En el mes de enero de 1992 se registran 3,169,735 miles de dólares por exportaciones, mientras que por importaciones se señalan 4,261,307 miles de dólares, al final del año se manifiestan por exportaciones 4,096,737 miles de dólares y 5,683,251 miles de dólares por importaciones.

No obstante la inflación continuaba en descenso en este año, se incrementó sólo 11.9%, por su parte el déficit de la cuenta corriente llegó a 22.8 millones de dólares, y el superávit en la cuenta de capital ascendió a 26.0 miles de millones de dólares, esto como resultado de ingresos por concepto de inversión extranjera por 18.9 miles de millones de dólares (5.4 de inversión directa y 13.5 de cartera), endeudamiento externo privado por 5.8 miles de millones, disminución de los depósitos del sector privado en bancos del exterior por 2.3 miles de millones, una

reducción de la posición neta deudora del sector público en el exterior por 1.6 miles de millones de dólares, de la cual el factor más importante fue el desendeudamiento y una disminución de los activos en el exterior de la banca comercial mexicana por 0.5 miles de millones de dólares.

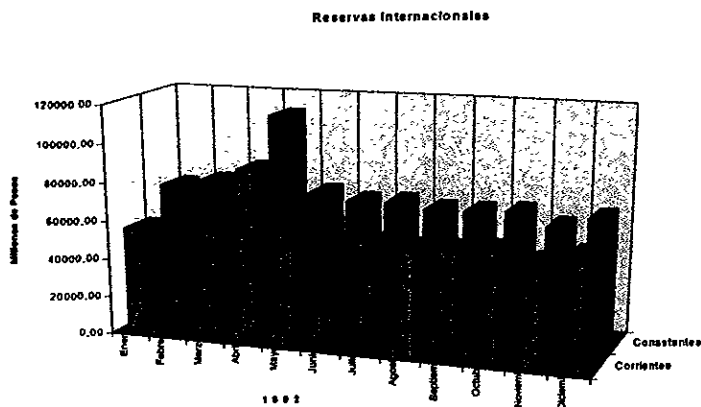
GRÁFICA 2.15



El superávit de la cuenta de capital que en 1992 ascendió a 26.0 miles de millones de dólares se desglosa como sigue: ingresos vía inversión extranjera por 18.9 miles de millones de dólares (5.4 de inversión directa y 13.5 de cartera), endeudamiento externo privado por 5.8 miles de millones, disminución de los depósitos del sector privado en bancos del exterior por 2.3 miles de millones, un egreso neto del sector público por 1.6 miles de millones de dólares, cuyo origen más importante fue el desendeudamiento externo, y una disminución de los activos en el exterior de la banca comercial mexicana por 0.5 miles de millones de dólares. La inversión de cartera se integró por inversión en el mercado accionario por 4.8 miles de millones de dólares y por inversión en valores de renta fija por 8.8 miles de millones

Durante 1992 seguía la tendencia ascendente de la cuenta de capitales, 6,013.3 millones de dólares y 6003.9 millones de dólares se registraron en el primer y segundo trimestre de 1992, y 7,459.4 millones de dólares y 6,478.7 millones de dólares en el tercer y cuarto trimestre respectivamente.

GRÁFICA 2.16



El ascenso en las reservas internacionales continuaron, 1992 destaca debido a que en este año se registra el más alto repunte en el periodo analizado, en abril de 1992 alcanza 110,408.31 millones de pesos a precios constantes y cierra el año con 66,839.63 millones de pesos a precios constantes.

1993

Durante 1993 se observó una significativa desaceleración del ritmo de actividad económica, esta situación fue resultado de diversos factores como la incertidumbre entre algunos agentes económicos con respecto a la ratificación del Tratado de Libre Comercio (TLC), dada la desaceleración de la actividad económica ocasionó un importante impacto en el gasto de inversión, asimismo el déficit en la cuenta corriente aumento en el primer trimestre.

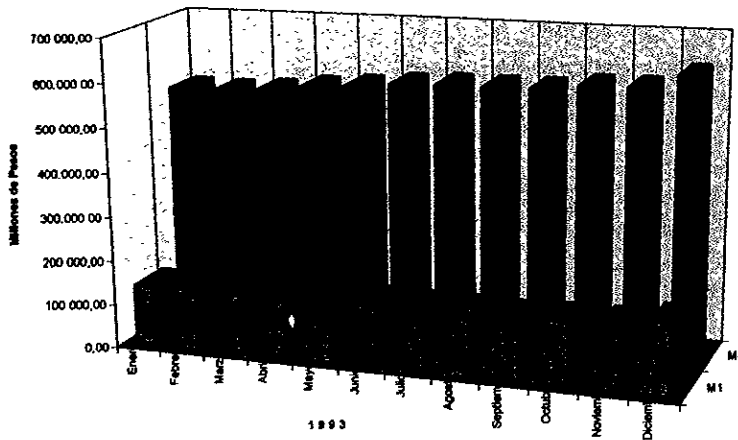
Otra importante causa de dicha desaceleración fue el nulo crecimiento del consumo privado, por otro lado el hecho de dar lugar a una economía abierta, se traduce en una mayor competencia y por lo tanto en una menor posibilidad de desarrollo productivo, porque sabemos que nuestro país no puede competir con las principales potencias, viéndose en desventaja y obteniendo menos beneficio.

En general 1993 registró un deterioro en la mayoría de sus indicadores, como consecuencia de la desaceleración mencionada. No obstante el Índice Nacional de Precios al Consumidor continuó reduciéndose, situándose en 8%.

Para 1993 ya se preveía un crecimiento del Producto Interno Bruto inferior al de 1992. En 1993 el valor del Producto Interno Bruto a precios constantes creció 0.4 por ciento. La desaceleración en 1993 del ritmo de actividad económica se debió a diversos factores que desalentaron el gasto privado, tanto de inversión como de consumo. Por su importancia, cabe mencionar, primeramente, aquéllos que afectaron adversamente las expectativas sobre la evolución de la economía del país en el futuro inmediato y, por ende, la demanda agregada y la producción. Destaca de manera particular entre ellos la incertidumbre que prevaleció prácticamente a lo largo del año, y que venía gestándose desde 1992, en torno a la ratificación del Tratado de Libre Comercio (TLC).

GRÁFICA 2.17

AGREGADOS MONETARIOS REALES



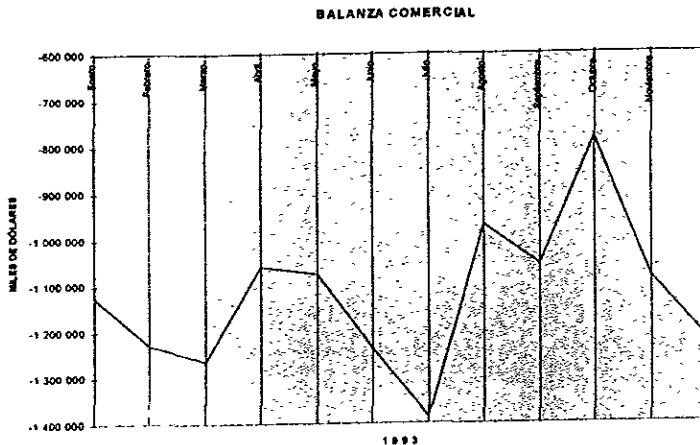
En enero de 1993 el agregado monetario M1 registro 121,231.00 millones de pesos a precios corrientes y 138,446.28 millones de pesos a precios constantes y cerro el año con 148911.20 millones de pesos a precios corrientes y 159425.30 millones de pesos a precios constantes; en este año la tasa de crecimiento nominal anual del saldo de M1 fue de 18.8% y resultó superior en 3.7% a la de 1992.

En 1993 el saldo real de M4 aumentó 17.9%, en enero registro 477,703.80 millones de pesos a precios corrientes y 545,539.64 millones de pesos a precios constantes y en diciembre alcanzó hasta 587,735.40 millones de pesos a precios corrientes y 629,233.36 millones de pesos a precios constantes.

La tasa de interés en 1993 muestra una tendencia nuevamente a la baja, en enero alcanzamos una tasa de 16.72% y cerro el año con 11.78% en diciembre.

Por otro lado, el dinamismo de las exportaciones de mercancías mejoró, mientras que el de las importaciones disminuyó, arrojando una reducción en el déficit comercial.

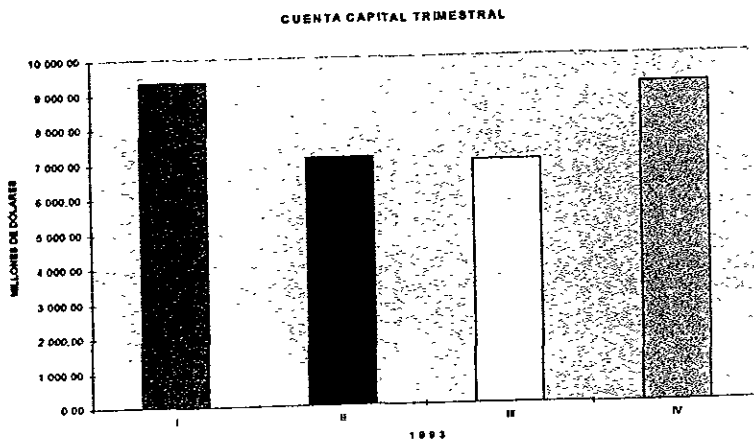
GRÁFICA 2.18



En 1993 el déficit de la balanza comercial siguió creciendo pero de manera más continua, julio de 1993 es el mes más elevado de este año con -1,385,490.00 mdd a precios y octubre de 1993 es el mes que registra el mínimo de déficit en este año con -781,618.00 mdd.

En 1993 el año abre con un concepto por exportaciones de 3,491,025 miles de dólares y por importaciones 4,615,875 miles de dólares, y cierra el año con 4,679,047 miles de dólares por exportaciones, mientras que por importaciones registra 5,898,692 miles de dólares.

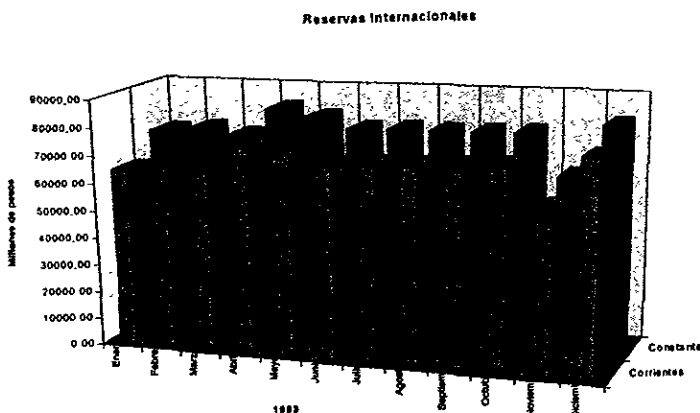
GRÁFICA 2.19



Por otro lado, la cuenta de capital alcanzó un superávit sin precedente de 30,882 millones de dólares, superior en 4,340 millones al del año anterior. Dicho superávit provino fundamentalmente de la inversión extranjera, con un total de 33,331 millones de dólares, cifra mayor en casi once mil millones de dólares a la de 1992, y la cual estuvo integrada por 4,900 millones de inversión directa y 28,431 millones de cartera. De este último concepto, 38 por ciento se canalizó hacia el mercado accionario, 23 por ciento a la inversión en valores gubernamentales, y el restante 39 por ciento correspondió a emisiones de bonos y colocaciones de papel comercial en el exterior. Los recursos financieros netos obtenidos por la contratación de créditos y por los depósitos en México de residentes en el exterior, sumaron 1,630 millones de dólares.

1993 es un año relevante en este análisis pues observamos fue el año que más captación tuvo en la cuenta de capitales pues registro 30,882.2 millones de dólares, durante el primer trimestre llegó a 8,241.2 millones de dólares y 7,632.8 millones de dólares en el segundo, durante el tercer 6,873.6 millones de dólares, y 8,134.7 millones de dólares en el cuarto trimestre.

GRÁFICA 2.20



En diciembre de 1993 las reservas internacionales llegan a 81,591.99 millones de pesos a precios constantes. Asimismo las entradas de capitales seguían ascendiendo de manera que como ya se dijo, el Banco de México, decidió aplicar operaciones de esterilización, con el fin de evitar un déficit mayor en cuenta corriente y presiones sobre los precios; en este sentido al 31 de diciembre de 1993, el saldo de la Reserva Internacional fue de 24,537.5 millones de dólares.

1994

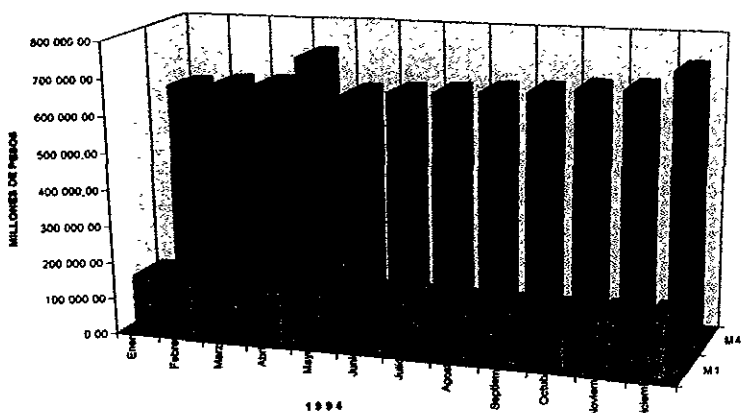
En 1994, el Índice Nacional de Precios al Consumidor llegó a 7.1%⁴⁶. Como se ha observado, el gobierno de Salinas de Gortari obtuvo un importante éxito en materia de inflación, sin embargo la disminución de la inflación fue a costa de un tipo sobrevaluado, de tasas de interés reales muy altas para competir, de un alto déficit comercial.

El valor del Producto Interno Bruto medido a precios constantes en 1994 creció 3.5 por ciento, tasa superior en 0.7 por ciento al año anterior. Tal desempeño resulta satisfactorio, tomando en cuenta las graves perturbaciones que afectaron a la economía mexicana.

⁴⁶ Sin considerar el precio del petróleo crudo de exportación

GRÁFICA 2.21

AGREGADOS MONETARIOS REALES

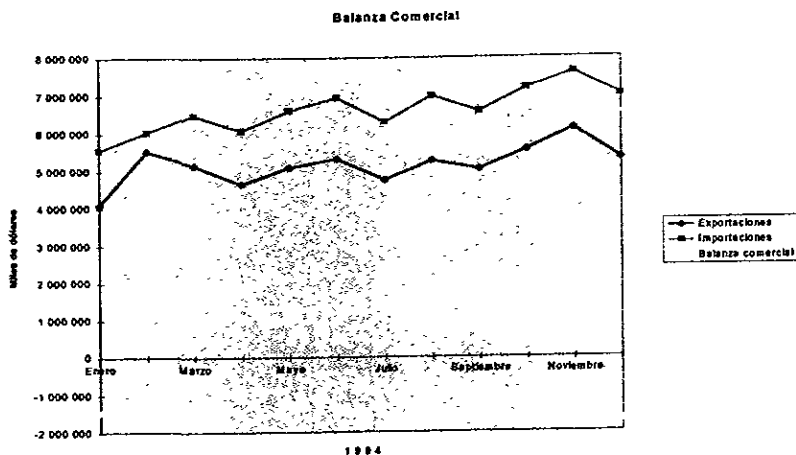


En el primer mes de 1994, el agregado monetario M1 alcanzó hasta 144,841.90 millones de pesos a precios corrientes y a precios constantes llegó a 153,872.06 millones de pesos y cerró el año con 154,519.20 millones de pesos a precios constantes. El agregado amplio M4 en 1994 siguió creciendo, en enero llegó a 593,030.20 millones de pesos a precios corrientes y 630,003.07 millones de pesos a precios constantes y el sexenio cerró con 729,091.30 millones de pesos a precios constantes.

Como es sabido 1994 es un año complicado que registra en enero una tasa anualizada nominal de 10.52%, en abril de este mismo año, las tasas de interés se ven presionadas y éstas dan un salto hasta 15.79%, en 1994 la tasa más alta se registra en el mes de julio con 17.07%, sin embargo nuevamente desciende a 14.46% en el mes de agosto, llegando a 13.74% en el mes de noviembre, sin embargo en el mes de diciembre registra un ascenso importante alcanzando y cerrando el año con 18.51%

En cuanto el déficit comercial en 1994 alcanza cifras de -1,620,634.00 miles de dólares en el mes de junio de dicho año, asimismo para agosto de 1994 se alcanzo un déficit de 1,717,251.00 miles de dólares, y cerro en diciembre de 1994 con -1,688,376.00 miles de dólares.

GRÁFICA 2.22



En el mes de enero de 1994 las exportaciones tuvieron una entrada de 4,089,066 miles de dólares y 5,552,008 miles de dólares por importaciones, y en el mes de diciembre las exportaciones cerraron el año con 5,310,390 miles de dólares y 6,998,766 miles de dólares por importaciones. En 1994, se registró un mayor dinamismo de las exportaciones totales, ascendiendo a 60,882 millones de dólares. asimismo se observó un mayor crecimiento en las importaciones ascendiendo a 79,346 millones de dólares y por tanto hubo niveles elevados de déficit de la balanza comercial alcanzando un déficit de 18,464 millones de dólares, y de la cuenta corriente se registró un déficit de 28,766 millones de dólares.

CUADRO 2.14

1994	Miles de dólares	
	exportaciones	importaciones
Enero	4.089.066	5.552.008
Febrero	5.531.313	6.035.607
Marzo	5.155.542	6.485.486
Abril	4.655.092	6.074.339
Mayo	5.096.663	6.607.078
Junio	5.315.987	6.936.622
Julio	4.757.606	6.302.576
Agosto	5.271.441	6.988.692
Septiembre	5.035.119	6.587.235
Octubre	5.555.648	7.190.078
Noviembre	6.108.352	7.607.415
Diciembre	5.310.390	6.998.766

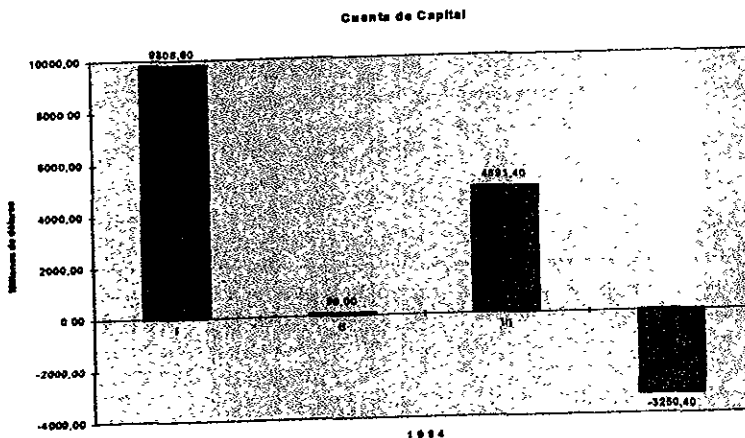
Fuente: Indicadores Económicos

Durante 1994 se redujeron de manera muy importante las entradas netas de capital del exterior, como consecuencia de los fenómenos políticos que se presentaron durante el año y debido a que de manera exógena se redujo la oferta de ahorro proveniente del exterior. Así, el superávit de la cuenta de capital resultó de 11,549 millones de dólares, nivel que significó una disminución de 21,033 millones de dólares con respecto al observado en 1993.

En 1994 se ve reflejada una economía fracturada, descendiendo increíblemente la cuenta de capitales a 11,548.6 millones de dólares, durante el primer trimestre había 9,808.6 millones de dólares la más alta captación de este período, el segundo trimestre descendió a 99.0 millones de dólares, no obstante en el tercer semestre nuevamente ascendió a 4,891.4 millones de pesos y el último trimestre de este período la cuenta de capital sufrió una picada trascendental llegando a -3,250.4 millones de dólares, la segunda más baja en el sexenio.

En 1994, el superávit de la cuenta de capital fue de 11,549 millones de dólares, 853 millones de dólares correspondieron préstamos netos y 16,166 millones de dólares a flujos de inversión extranjera, de los cuales 8,186 millones fueron inversión de cartera, por su parte, los activos de residentes mexicanos en el exterior se incrementaron en 5,470 millones de dólares.

GRÁFICA 2.23



Durante los tres primeros meses de 1994 las reservas internacionales continuaron con la tendencia alcista, no obstante en febrero se registro un monto de 98,837.47 millones de precios constantes, sin embargo el país experimentó

una serie de acontecimientos políticos que incidieron negativamente sobre dichas reservas internacionales que a finales del año llegaron a disminuir a menos de la mitad de lo que había en enero del mismo año, así a partir del mes de abril comienza el descenso de estos activos que llega a 59,136.76 millones de pesos a precios constantes y finalmente cierra este año con 32,739.20 millones de pesos.

En 1994, las entradas netas de capitales extranjeros disminuyeron en forma relevante, como consecuencia de los asesinatos del candidato oficial a la presidencia Lic. Luis D. Colosio Murrieta y el presidente del Partido Revolucionario Institucional Ruiz Massieu, esto aunado al levantamiento armado a principios del año en Chiapas y finalmente 1994 fue un año de elecciones federales. Las reservas internacionales tuvieron los siguientes movimientos.

CUADRO 2.15

1994	Reservas internacionales	
	Millones de Pesos	
	corrientes	constantes
Enero	81612,80	86701,0054
Febrero	93515,60	98837,4704
Marzo	82815,70	87082,9856
Abril	56513,80	59136,755
Mayo	56818,20	59167,4802
Junio	54263,70	56229,4999
Juho	54982,90	56718,6239
Agosto	55490,10	56979,9893
Septiembre	54939,50	56013,5542
Octubre	59140,70	59982,9946
Noviembre	43022,10	43404,6121
Diciembre	32739,20	32739,2

Fuente: Indicadores Económicos

Ante esta situación, los inversionistas extranjeros ejercieron presión por una mayor seguridad, como respuesta las autoridades emitieron títulos de cobertura cambiaria, lo que origina una presión sobre el tipo de cambio.

PANORAMA GENERAL.

En general, durante este sexenio, el periodo se caracterizó por un crecimiento positivo del PIB, el año que más crece es 1990 4.4% y el de menor crecimiento 1993 con 0.4%. A partir de 1991 se muestra una tendencia a la baja en el ritmo de crecimiento.

En el sexenio 1988-1994 se registro un importante control de la inflación, sin embargo los salarios siguieron deteriorisandose y tampoco fue suficiente para incentivar una inversión de crecimiento.

CUADRO 2.16

OFERTA Y UTILIZACIÓN DE BIENES Y SERVICIOS

Miles de pesos a precios corrientes

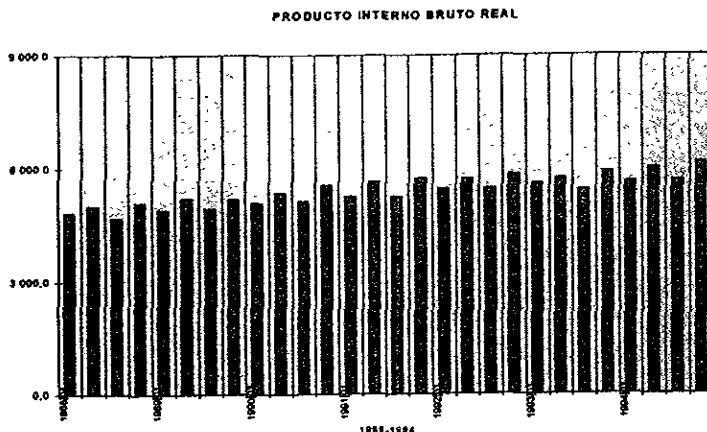
Producción	OFERTA			UTILIZACIÓN			Forma Bruta capital fijo	Variación estadística	Exportaciones F. O. B		
	IMP.	Márgenes de comercialización y distrib.	Y UTILIZACIÓN	Demanda Interna	Demanda Final	Consumo privado				Consumo Gobierno	
Bruta precios productor-	= C.I.F.										
1988	590,754,945	77,173,957	127,342,420	794,771,322	301,202,129	493,479,193	281,568,841	38,027,606	77,109,769	18,812,300	82,960,783
1989	759,044,515	104,821,835	169,019,078	1,072,664,428	389,204,617	683,479,809	377,907,048	45,382,650	94,669,751	31,264,122	104,284,229
1990	1,015,327,897	145,802,638	207,661,877	1,368,592,212	484,092,059	884,500,154	514,117,270	61,949,289	132,113,394	38,879,428	137,440,796
1991	1,308,559,334	182,924,018	254,178,978	1,745,660,330	613,598,688	1,132,071,642	689,169,388	88,162,820	177,043,823	44,379,033	158,326,781
1992	1,571,860,618	228,122,688	285,006,733	2,065,969,339	732,633,064	1,353,456,875	806,120,459	111,781,891	220,545,498	41,863,218	171,478,112
1993	1,776,214,481	240,858,062	301,795,002	2,317,868,515	820,813,492	1,497,055,023	903,173,547	138,564,726	233,179,391	30,597,448	191,539,911
1994	2,027,803,216	305,625,242	343,324,341	2,876,752,799	950,948,101	1,725,784,698	1,018,495,175	164,160,929	274,661,324	33,824,422	236,442,648

Fuente. Cuentas Nacionales

Durante el sexenio analizado el Producto Interno Bruto a precios corrientes tuvo una tendencia ascendente, no obstante en el primer trimestre de 1988 llegó a 352,476.8 miles de pesos a precios corrientes, y cerró el sexenio, es decir el último trimestre de 1994 con 1,369,907.3 miles de pesos a precios corrientes.

Sin embargo el Producto Interno Bruto real se comporto con una tendencia más constante, (ver el siguiente gráfico) en el primer trimestre de 1988 llegó a 4,798.5 miles de pesos a precios constantes, y cerró en el último trimestre de este año con 5,080.9 miles de pesos a precios constantes, en 1989 el trimestre que destaca es el segundo pues registró 5 191.5 miles de pesos a precios constantes, para 1990 el primer trimestre llegó a 5,078.7 miles de pesos a precios constantes y cerro el año con 5,541.5 miles de pesos a precios constantes.

GRÁFICA 2.24

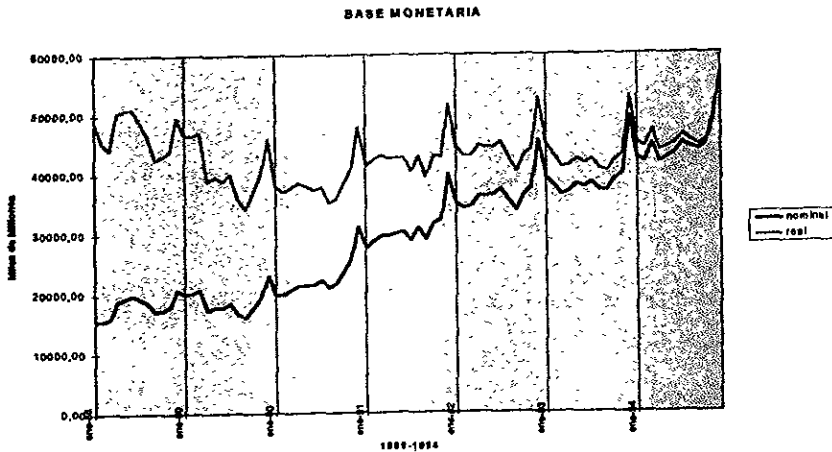


En el primer trimestre de 1991 registró 5,243.7 miles de pesos a precios constantes y el último con 5,728.9 miles de pesos a precios constantes, asimismo en 1992 el primer trimestre alcanzó 5,449.8 miles de pesos a precios constantes y cerró el año en el último trimestre 5,849.3 miles de pesos a precios constantes, para 1993 el primer trimestre alcanzó 5,580.4 miles de pesos a precios constantes, y cerró el año con 5,906.1 miles de pesos a precios constantes, finalmente el primer trimestre de 1994 registro 5,618.2 miles de pesos a precios constantes el más alto en relación a los primeros trimestre de los años en estudio y en el último trimestre de este mismo año llegó hasta 6,142.8 miles de pesos a precios constantes, el más alto de todo el período analizado.

La base monetaria⁴⁷ nominal por su parte mostró, en general, un comportamiento con tendencias a la alza. No obstante, en enero de 1988 contábamos con 15,535 millones de pesos a precios corrientes, llegando a alcanzar hasta 56,935 millones de pesos a precios corrientes en diciembre de 1994, a pesar de que estuvo sometida a un estricto control por parte de las autoridades con el fin de evitar presiones inflacionarias para propiciar condiciones de estabilidad. La base monetaria real se condujo de manera más constante. La base monetaria estuvo sujeta al comportamiento de las reservas internacionales y a la monetización de las entradas de capital.

⁴⁷ Es la suma de los activos de caja y el dinero efectivo en manos del público, tal como se registran en el balance ajustado del banco central. Los activos de caja están constituidos por el efectivo y los depósitos de la banca privada, cajas de ahorro y cooperativas de créditos en el banco central. El efectivo en manos del público es el total de circulación fiduciaria y monedas acuñadas en circulación, menos el referido efectivo en el banco central y en el resto del sistema crediticio. La base monetaria refleja, por consiguiente, los recursos de inmediata disponibilidad.

GRÁFICA 2.25



Como observamos a precios constantes, la base monetaria tiene repetidos y visibles repuntes estos se registran al principio de cada año, sin embargo, de 1989 a 1991 hay una importante disminución de este agregado. También observamos que el comportamiento de la base monetaria es muy similar durante los años 1992 y 1993.

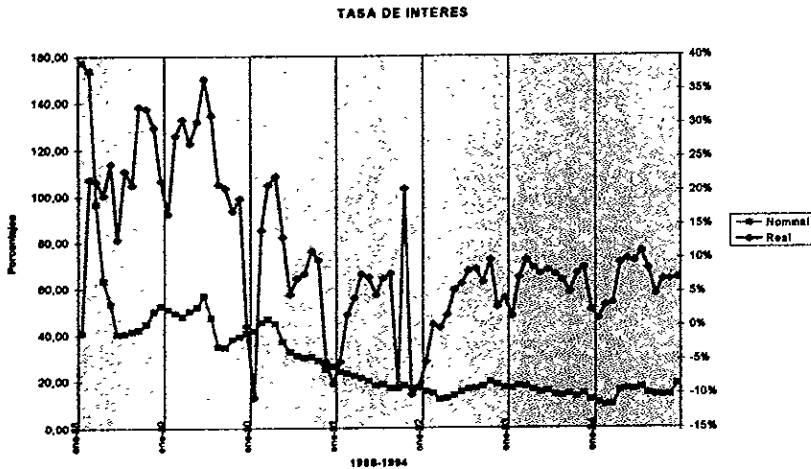
Cabe mencionar que para 1993 la monetización causada por las entradas de capital provocaron una expansión en la oferta de la base monetaria. Por tanto, el Banco Central se vio obligado a realizar un esfuerzo de esterilización, debido a la presión expansionista sobre la oferta de la base monetaria.

Dicha esterilización permitió una importante acumulación de reservas internacionales, que fue utilizada para atender la demanda de divisas que presentaron los inversionistas debido al nerviosismo creado por el ambiente de especulación que se vivió entorno a las votaciones del TLC en el Congreso de los EE.UU.

Para 1994 la política monetaria se dirigió a evitar cualquier expansión excesiva de la base monetaria, durante este año el Banco Central se dedicó a reponer las pérdidas de base monetaria causadas por las disminuciones de las reservas internacionales.

El clima de confianza que experimentó nuestra economía propició una significativa entrada de capitales extranjeros que arrojó, como consecuencia, el incremento en la oferta de fondos prestables. Dicha oferta y la reducción de las tasas de interés internacionales fueron factores que influyeron en la disminución de las tasas de interés internas.

GRÁFICA 2.26



De 1988 a 1991, las tasas de interés anualizadas nominales pagadas por los CETES a 28 días mostraron en general una tendencia descendente, a pesar de que en 1992 se manifestó una variabilidad en los fondos prestables; situación que motivó que las tasas de interés internas registraran una ligera alza al final de ese año.

No obstante, durante los siguientes años la tendencia descendente siguió siendo predominante y fue hasta abril de 1994 cuando nuevamente dichas tasas se ven presionadas. Cabe destacar que en enero de 1988 se registraba una tasa interés nominal de 157.07% reduciéndose hasta 18.51% en diciembre de 1994.

Como observamos la tasa de interés real en el primer año tiene importantes repuntes del que sobresale el mes de septiembre con 32.57% y cierra el año con 21.59%. En 1989 el mes de enero registra la más baja tasa de interés de ese año con 16.72%, el mes de marzo llega a 30.65%, y el mes más atractivo de 1989 fue junio con 36.64% la más alta tasa del año, en noviembre llega a 19.00% y en diciembre sufre un impresionante descenso disminuyendo a -0.01%.

Enero de 1990 nuevamente registra una tasa de interés negativa con -10.60% , abril destaca por registrar la más alta de todo este año con 22.26% y cerro el año con -8.56%. Para 1991, enero registra una tasa de interés real de -5.30%, en el mes de octubre se registra la más alta tasa de interés con 20.33%, y diciembre cierra negativamente con -10.17%.

En enero de 1992 la tasa de interés real llega a -5.34%, el mes que destaca en este año por alcanzar la mínima tasa de interés real fue marzo con -0.25% y la más alta fue agosto con 8.42%, y cerro el año con 4.16%.

En 1993 todas las tasas de interés reales son positivas, el mes de enero se anota una tasa real de 1.45% , marzo es la más alta tasa de todo este año con 9.81% y diciembre cierra con 2.41%.

Durante 1994 se señalaron tasas nuevamente positivas, en enero se anota una tasa de interés real de 1.09%, no obstante el mes mas importante de este año es julio con 11.05% y cierra el año con 7.12%.

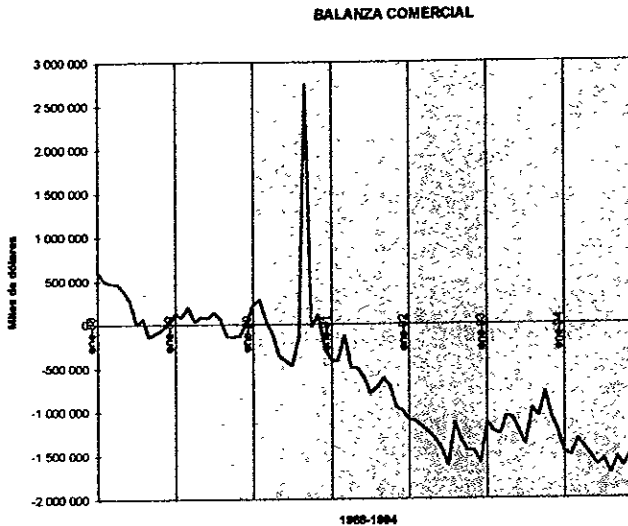
Es claro que la diferencia del comportamiento entre la tasa de interés anualizadas nominales y reales es enorme, situación que obliga a pensar el espejismo que se creo en un entorno que nunca fue lo que aparentaba.

Según el informe del Banco de México en 1990 el déficit en cuenta corriente no proviene del comercial, por lo que debe atribuirse a saldos negativos en los servicios, particularmente al servicio de la deuda.

De 1991 en adelante, el déficit comercial impulsa al corriente, en 1992 el déficit corriente represento el 7.5% del PIB, y dos años después llega a casi 30 mil millones de dólares. En este sentido, es conveniente analizar la balanza comercial , la cual observo un comportamiento de la siguiente manera:

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

GRÁFICA 2.27



En México, el crecimiento económico depende de los capitales y las divisas que se logren introducir al país. Con estos recursos se financia maquinaria, materias primas, bienes de consumo, insumos, la deuda, etc., es decir el déficit que se obtiene al entrar capitales extranjeros se utiliza como financiamiento de desarrollo, en este sentido el déficit en cuenta corriente va a implicar un nivel de desarrollo, por lo tanto un déficit en cuenta corriente no es tan conflictivo, el problema radica en la magnitud de dicho déficit.

En el periodo 1988-1994, el déficit de cuenta corriente fue creciendo año tras año hasta volverse insostenible. De 1988 a 1990 obtenemos una media aritmética del déficit de -5.23 miles de millones de dólares, y de 1991 a 1994 alcanzamos una media aritmética del déficit de - 22.8 miles de millones de dólares, durante este último periodo el déficit fue culminando en la devaluación de 1994.

Como lo muestra la gráfica anterior y el cuadro siguiente a partir de 1992 es cuando el déficit comercial da un salto acelerado sufriendo un crecimiento impresionante, el cual es un efecto consecuente de la política antiinflacionaria que reprimía el crecimiento de los precios nacionales con importaciones subsidiadas y con la apreciación del peso. Ver siguiente cuadro:

CUADRO 2.17

CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(miles de millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Cuenta corriente	-2.4	-5.8	-7.5	-14.6	-24.4	-23.4	-28.8
Ingresos	42.1	48.1	56.1	58.1	61.7	67.8	78.1
Exportaciones	30.7	35.2	40.7	42.7	46.2	51.9	60.9
Export. petroleras	6.7	7.9	10.1	8.2	8.3	7.4	7.4
Export. no petroleras	24.0	27.3	30.6	34.5	37.9	44.5	53.4
Servicios no factoriales	6.1	7.2	8.0	8.8	9.2	9.4	9.7
Servicios factoriales	3.1	3.2	3.3	3.6	2.9	2.8	3.5
Transferencias	2.3	2.6	4.0	3.0	3.4	3.7	4.0
Egresos	44.5	53.9	63.5	72.7	86.1	91.2	106.9
Importaciones	28.1	34.8	41.6	50.0	62.1	65.4	79.3
Bienes de consumo	1.9	3.5	5.1	5.8	7.7	7.8	9.5
Bienes intermedios	22.1	26.5	29.7	35.5	42.8	46.5	56.5
Bienes de capital	4.0	4.8	6.8	8.6	11.6	11.1	13.3
Servicios no factoriales	6.1	7.7	9.9	10.5	11.5	11.5	11.9
Servicios factoriales	10.3	11.5	12.0	12.2	12.5	14.2	15.6

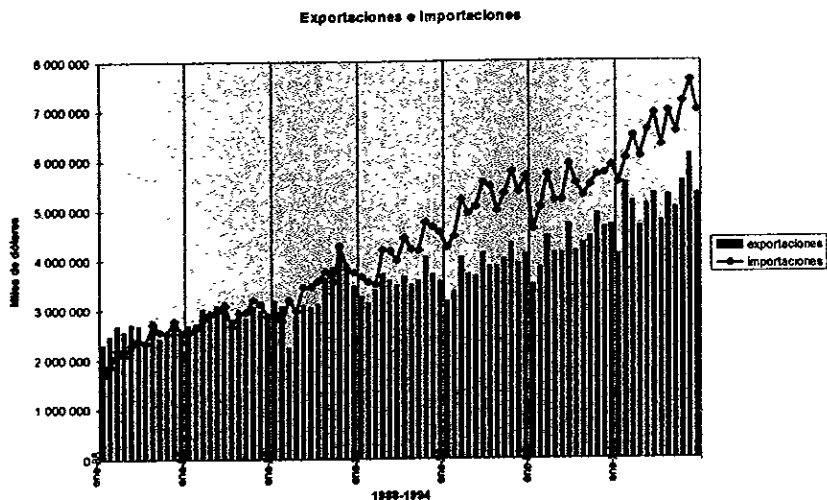
Fuente Banco de México.

La administración del Presidente Salinas de Gortari, acertó en tratar de abatir la inflación como una de las principales formas de evitar una devaluación. Sin embargo, esta política se llevó al extremo, dado que no había un instrumento adecuado para controlar el déficit, como se observa en la gráfica anterior el déficit fue desmedido y exorbitante.

Al usar al tipo de cambio como ancla para controlar la inflación, se creó una dependencia enorme en los flujos de capital de corto plazo. Se puede decir que el gobierno buscaba una salida gradual de este problema, en la que esperaba que poco a poco se sustituiría el capital de portafolio por capital de inversión directa, mientras que se esperaba que las exportaciones crecieran de tal forma de que el déficit en cuenta corriente se fuera cerrando.

Las cifras de crecimiento de las exportaciones e importaciones mostraban que el déficit iba a seguir aumentando, ya que las importaciones totales estaban creciendo a una tasa mayor que las exportaciones totales.

GRAFICA 2.28

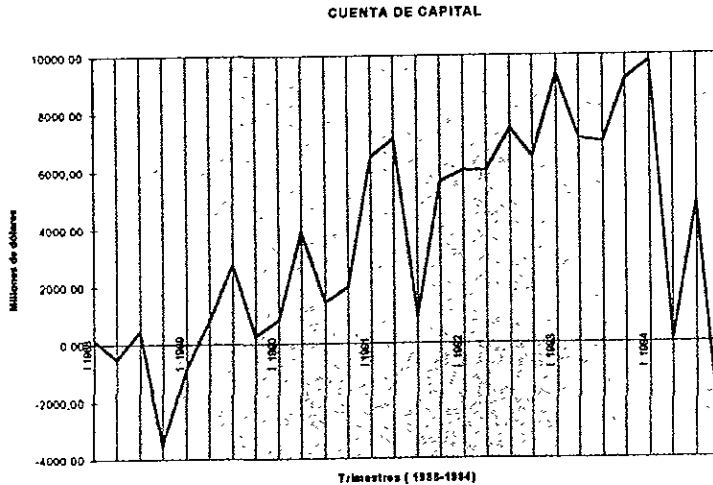


En lo que se refiere al comercio exterior, las exportaciones totales crecieron en forma sostenida de 1988 a 1991, caen ligeramente en 1992-1993 y repuntan en 1994. En cuanto a las importaciones, a partir de 1988 se da un importante repunte, que implica en un déficit comercial, el saldo sólo fue positivo en 1989 y comienza a ser negativo a partir de 1990.

Respecto a la balanza de capital aumento a partir de 1989, este aumento se debió fundamentalmente a préstamos y sobre todo a inversión extranjera directa y de cartera.

Así, lo que se presenta en el período es una entrada de capital por medio de inversión extranjera, pero ingresa en mayor cantidad la parte denominada en cartera, mientras la destinada a inversión productiva no tuvo el mismo crecimiento.

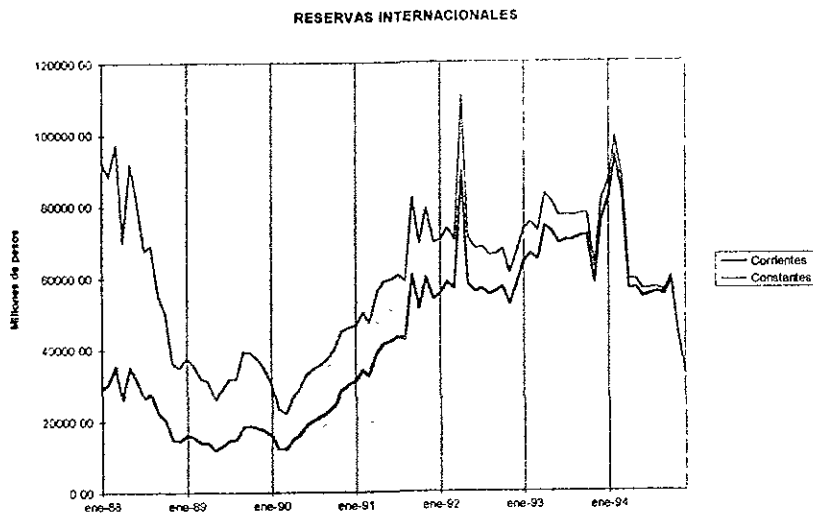
GRÁFICA 2.29



Como anteriormente se expuso, durante este período se dio un importante ingreso al país de capitales, este factor fue una de las principales características del gobierno salinista.

No obstante las reservas internacionales en millones de pesos a precios corrientes y constantes se comportaron de la siguiente manera:

GRÁFICA 2.30



Advertimos que a precios constantes las reservas internacionales tuvieron importantes repuntes, esto se debió a la aparente buena actuación de la administración salinista y el supuesto éxito de la política económica aplicada en la economía mexicana, no obstante el inicial deterioro en la cuenta corriente.

Las reservas internacionales, durante el sexenio se identifican tres ciclos uno que abarca parte de 1988 a marzo de 1990, en donde caen las reservas a niveles muy bajos, de abril de 1990 a febrero de 1994, en que las reservas aumentan y por último un período de caída en 1994.

El deterioro en la distribución del ingreso, la sobrevaluación del peso y la indiscriminada apertura a las importaciones se tradujeron en un creciente déficit en cuenta corriente con el exterior, que en los últimos tiempos tuvo que ser financiados con capitales extranjeros, en menor medida con la venta de empresas públicas y con la colocación de valores gubernamentales.

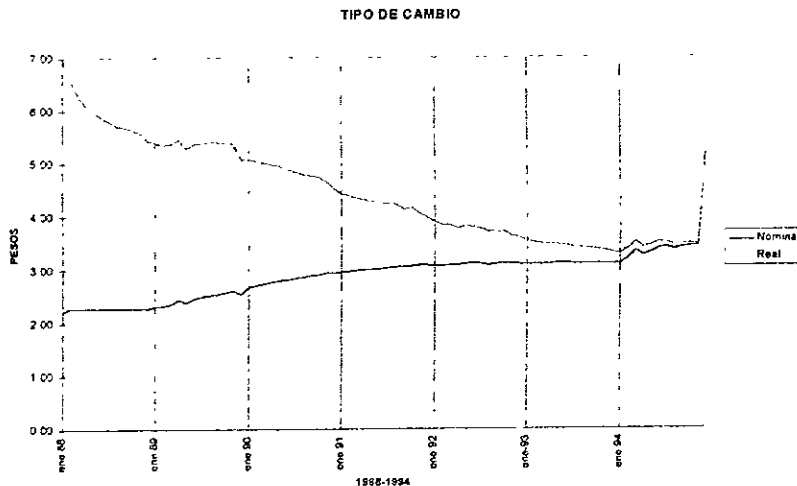
Los movimientos del tipo de cambio⁴⁸ tienen repercusiones directas en la inflación, en las expectativas de los inversionistas y de los ahorradores, en la formación de capital, y por ende en la capacidad de crecimiento de la economía.

⁴⁸ El tipo de cambio, es la cotización de una moneda en términos de otra. La cotización o tipo de cambio se determina por la relación entre la oferta y la demanda.

No obstante el tipo de cambio desde diciembre de 1987 ha representado un papel antiinflacionario en nuestro país. Esta política cambiaria persiguió tener un deslizamiento por debajo de la inflación obteniendo por resultado la disminución de la inflación y la atracción de capitales. Dicha paridad cambiaria facilitó la entrada de capitales, debido a que su estabilidad nominal garantizaba las condiciones de rentabilidad real a la inversión extranjera existente en el país.

Es evidente que el gobierno luchó por que el tipo de cambio se mantuviera muy por debajo de su verdadero valor. Es decir el tipo de cambio sufrió una apreciación⁴⁹.

GRÁFICA 2.31



Podemos concluir este capítulo con la idea de Mansell⁵⁰: "...a partir de diciembre de 1987 se adopta un plan que proponía eliminar la inflación, dando pie a un cambio radical en la cotización del peso. Esta paridad se mantuvo fija durante 1988, a partir de 1989 se empezó a deslizar pero a menor ritmo que los precios,

⁴⁹ Es la elevación del valor de una moneda en comparación con otra, (en este caso el dólar) en los mercados de divisas.

⁵⁰ Mansell Catherine, "Las nuevas finanzas en México", IMEF, Milenio e ITAM, México, D.F., Marzo 1994.

De enero de 1989 a mayo de 1990, la moneda mexicana perdió un peso diariamente frente al dólar; de mayo a noviembre de 1990, se devaluó ochenta centavos diarios, de esta fecha hasta noviembre de 1991, el peso perdió cuarenta centavos diarios, y a partir del 11 de noviembre el peso se depreció veinte centavos diarios”.

Por lo tanto, el tipo de cambio, fue el ancla de estabilización. En el tipo de cambio se mantuvo una política de deslizamiento controlado, añadiendo después una banda de flotación, es decir la cotización de la divisa se mantiene un rango o en una banda de fluctuación. El objetivo era mantener una tasa de devaluación estimada de acuerdo a la diferencia de inflación con los EUA, sin someterse a devaluaciones abruptas de la moneda nacional. La política cambiaria fue:

CUADRO 2.18

<i>FECHA Y FASE</i>	<i>VIGENCIA</i>	<i>TIPO DE CAMBIO</i>
PSE I 15/DIC/87	29-feb-88	Devaluación de 36% libre y 22 controlado
PSEII 27/MAR/88	31-mar-88	Paridad libre 2,298, controlada 2,257
PSEIII 27/MAR/88	31-may-88	Fijo
PSEIV 28/MAY/88	31-ago-88	Fijo
PSE V 14/AGO/88	30-nov-88	Fijo
PECEI 16/OCT/88	31-dic-88	Fijo
PECEI 12/DIC/88	31-jul-89	Desliz diario de 1 peso
PECEII 18/JUN/89	31-mar-90	Desliz diario de 1 peso
PECEIII 3/DIC/89	31-jul-90	Desliz diario de 1 peso
PECEIV 27/MAY/90	31-ene-91	Deslizamiento diario de 80 centavos a partir del 28 mayo.
PECEV 11/NOV/90	31-dic-91	Deslizamiento diario de 40 centavos a partir del 12 de noviembre.
PECEVI 10/NOV/91	31-ene-93	Deslizamiento diario de 20 centavos a partir del 11 de noviembre
PECE VII 20/OCT/92	31-dic-93	Ajuste diario de 40 centavos a partir del 20 de octubre.
PECEVIII 3/OCT/93	31-dic-94	Igual
Pabec 24/SEP/ 94	31-dic-95	Igual

El gobierno del sexenio 1988-1994 nos demostró que no podemos depender de flujos de capital de naturaleza volátil y de corto plazo.

No podemos sostener un tipo de cambio fijo como ancla para reducir la inflación porque nunca se contó con un instrumento eficaz para controlar el déficit en la balanza comercial. A pesar del esfuerzo que realizó el gobierno, finalmente registro la devaluación de 1994. Por más variaciones que se buscaron en la política económica, no se pudo evitar un ajuste drástico en el tipo de cambio. Así que en un principio, se tenía un tipo de cambio fijo, que luego pasó durante un tiempo a experimentar un desliz ligero, para finalmente quedar en un sistema de bandas.

En un contexto de una moneda sobrevaluada se registraba una liberalización comercial indiscriminada. En este sentido, con un tipo de cambio sobrevaluado se manifestaba una competencia desleal de las importaciones, lo que implicaba un efecto de sustitución de los bienes nacionales por los extranjeros.

Como se demostró anteriormente existían las reservas necesarias para enfrentar un cambio en la política monetaria, pero las autoridades continuaron en el mismo esquema, es decir continuaron con un peso sobrevaluado y un importante déficit comercial. No obstante, una devaluación antes de agosto de 1994 hubiera complicado la situación política y las elecciones no hubieran favorecido al partido del gobierno

TERCER CAPITULO DEUDA INTERNA

Este capítulo tiene la intención de ofrecer un preámbulo sobre los Tesobonos, los cuales formaron parte de la deuda interna del gobierno federal. En primera instancia explico el mecanismo de financiamiento del gobierno, el cual puede ser a través de la fijación de impuestos, de la emisión de deuda y/o la emisión de moneda.

Posteriormente, desgloso la estructura de la deuda pública. donde describo la deuda externa e interna; por consiguiente los instrumentos de deuda que formaron parte de la deuda interna pública en el cual se encuentran insertados los Bonos de la Tesorería de la Federación

Concluyo este capítulo con una breve reseña de la deuda interna en México durante el período 1988-1994, donde se destaca la participación de los Tesobonos.

3.1 FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO.

El gasto público es el total de erogaciones realizados por el gobierno central, las autoridades locales, las empresas públicas, en la seguridad social, en bienes y servicios, en subsidios, subvenciones y transferencias. Cuando el Estado incurre en déficit⁵¹ tiene que encontrar alguna forma de pagar la diferencia entre el gasto y los ingresos. Los métodos para financiar los gastos de gobierno son los siguientes:

3.1.1 Fijación de impuestos

De acuerdo con el artículo 2º, (fracciones I,II,III,IV) del Código Fiscal de la Federación, las contribuciones se clasifican en:

Impuestos: Son las contribuciones establecidas por la ley que deben pagar todas las personas físicas y morales. Los impuestos que son recaudados son depositados en la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Impuesto sobre la Renta: Son los impuestos sobre las ganancias y utilidades de cualquier persona natural o física, corporación mercantil u otra entidad, varia

⁵¹ El déficit del gobierno es conocido como déficit del gasto público. se origina cuando el gobierno gasta más de lo que recibe de ingreso.

frecuentemente de acuerdo con el carácter y el monto de los ingresos en que se basa.

Impuesto al Valor Agregado: Es un impuesto general sobre los productos y los servicios que asegura una igualdad de tributación a nivel de consumidor final entre los productos creados en el país y los importados.

Aportaciones de seguridad social: Son las contribuciones establecidas en la ley a cargo de personas que son sustituidas por el Estado en el cumplimiento de obligaciones vigentes por la ley en materia de seguridad social o de las personas que se benefician en forma especial por servicios de seguridad social proporcionados por el mismo Estado.

Contribuciones de mejoras: Son las establecidas en la ley a cargo de personas físicas y morales que se benefician en forma directa por obras públicas.

Contribuciones por derecho: Son las contribuciones establecidas en la ley por los servicios que presta el Estado en sus funciones de derecho público, así como el uso o aprovechamiento de los bienes públicos de la Federación.

3.1.2 Emisión de deuda:

El gobierno pide prestado al público mediante la venta de bonos, que son promesas de pagar cantidades específicas a los poseedores en fechas futuras. Como consecuencia de estos préstamos, el Estado se endeuda con el público. Sin embargo, cuando el gobierno gasta estos fondos y el público vuelve a depositar lo que invirtió en las instituciones financieras, vuelven a aumentar la oferta monetaria, las reservas bancarias y la base monetaria. Dichos préstamos se dividen en:

- Los préstamos públicos, son aquellos préstamos que el público no bancario otorga al gobierno mediante la venta de bonos. El público compra estos bonos, si le parecen atractivos, es decir si las tasas de interés o los precios de los bonos les interesan; al pagarle al público por el bono vendido, se disminuye la oferta monetaria, las reservas de las instituciones financieras y la base monetaria.

- Los préstamos de instituciones financieras: Las instituciones financieras compran títulos de valores, lo que permite que el gobierno se financie.

- Los préstamos del Banco Central, se refieren a que si el gobierno vendiese Títulos al Banco Central, recibiría depósitos a la vista los cuales podría utilizar para financiar los gastos de gobierno. A cambio, el Banco Central devenga

activos que generan intereses (títulos valores del Banco Central) que constituyen pasivos para el gobierno.

Cuando el Gobierno financia su déficit con valores gubernamentales, los coloca en el mercado de dinero, a través de operaciones de mercado abierto.

Las operaciones de mercado abierto están relacionadas con los objetivos de política monetaria del banco central en el sentido de reducir o aumentar la cantidad de dinero en circulación.

Tal como lo menciona Dornbush. "En una operación de mercado abierto el banco central compra bonos a cambio del dinero, aumentando así la cantidad de dinero, o vende bonos a cambio de dinero pagado por los compradores de los bonos reduciendo así la cantidad de dinero".⁵²

Cuando el Gobierno compra bonos, se reducen la oferta de bonos disponibles en el mercado teniendo como efecto directo un aumento en el precio de los bonos o una rebaja en su rendimiento, lo que implica una reducción en la tasa de interés, de tal forma que si la demanda de dinero es sensible a esas variaciones repercutirá en un aumento en la cantidad de dinero en circulación, mientras que con las ventas se da un efecto contrario.

"El Banco Central a través de las operaciones de mercado abierto tiene la posibilidad de mantener los mercados ordenados utilizando el precio de los valores gubernamentales".⁵³

3.1.3 -Emisión de Moneda:

El Gobierno Federal contaba con la facultad de emitir moneda, situación que provocaba un aumento de su liquidez en el corto plazo lo que originaba grandes repercusiones a largo plazo, como el exceso de oferta monetaria. El gobierno era quien disponía de los mecanismos de creación y circulación a través del Banco Central.

En 1993 con la reforma constitucional⁵⁴ se le otorgo al Banco de México su autonomía; la Ley orgánica del Banco de México le confiere a él el monopolio de la emisión: "Corresponde al Banco de México, con exclusión de cualquier otra

⁵² Dornbush and Fischer, *Macroeconomía*, MacGraw-Hill, Méx. 1989.

⁵³ Tamagna, Frank "Formulación y Ejecución de la Política Monetaria" *MONETARIA*, CEMLA, Méx. 1964.

⁵⁴ El día 17 de mayo de 1993 el presidente Carlos Salinas de Gortari inicio el proceso legislativo de la reforma constitucional para dotar de autonomía al Banco Central y el 20 de agosto de 1993 el decreto promulgatorio a la reforma constitucional fue aprobado y publicado.

persona o entidad, la facultad de emitir billetes en los términos del artículo 28 de la Constitución General de la República. (artículo 9). Como confirmación de la disposición transcrita, el artículo 17 de la propia Ley, establece que: "Ni el gobierno, ni las autoridades de los Estados o municipios podrán en caso alguno emitir documentos susceptibles de circulante como moneda".⁵⁵

El déficit financiado a través del Banco Central utiliza los mecanismos siguientes:

a) El Banco Central compra deuda del Gobierno Federal. Cuando el Banco Central compra deuda del Gobierno Federal se le llama monetización de la economía, lo que quiere decir que el Banco Central crea dinero vía crédito interno (base monetaria).

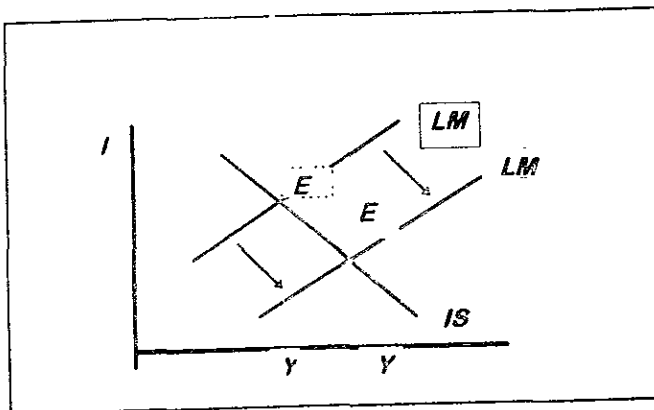
b) O bien, que el gobierno federal venda bonos al público y el Banco Central en el mercado secundario compre dichos bonos. Con este mecanismo se da también una expansión monetaria

c) Cuando el Banco Central gira crédito a tasas preferenciales motivo por el cual existe una emisión de circulante

Por lo tanto un exceso en la oferta monetaria trae como consecuencia un desplazamiento de las tasas de interés e inflación, de acuerdo con el modelo IS-LM⁵⁶.

GRÁFICO 3.1

Gráfico IS-LM



⁵⁵ Martínez Leclairche, Curso de Teoría, Fondo de Cultura Económica.

⁵⁶ Dornbush and Fischer, Macroeconomía, MacGraw-Hill. Méx 1989.pág 160

Un incremento de la cantidad de dinero en términos reales traslada la curva LM hacia abajo y hacia la derecha. Los tipos de interés baja inmediatamente de E a E' y entonces a través de su influencia en la inversión, hacen que el gasto y la renta aumenten hasta que alcanza un nuevo equilibrio en E'' . Cuando ya sean producidos todos los ajustes, un aumento de la cantidad real de dinero ha aumentado la renta de equilibrio y ha reducido la tasa de interés de equilibrio.

Cuando se financia con dinero, se tiende a reducir el tipo de interés a corto plazo, cosa que no sucede con la financiación de la deuda, puesto que la financiación de dinero aumenta la cantidad nominal de dinero, en tanto que la financiación con deuda va a reducir el nivel de inversión, ya que la deuda eleva los tipos de interés y reduce la inversión a corto plazo.

Sin embargo, la financiación con deuda, si no se parte de un presupuesto equilibrado y si no se compensa con una elevación de impuestos con reducciones de otros pagos de transferencias, conduce a un déficit permanente del presupuesto, ya que hay que pagar los intereses de la deuda

3.2 DEUDA PÚBLICA

La deuda pública son todas las obligaciones financieras que contrae el gobierno federal para realizar el gasto y inversión productiva. La deuda pública total esta compuesta por deuda interna y deuda externa.

3.2.1 Deuda pública externa.

La deuda pública externa, es aquella contratada con organismos del exterior y en una moneda distinta al peso. Se clasifica en:

*Deuda externa bruta Incluye todos los pasivos del sector público denominados en moneda extranjera y con entidades financieras del exterior.

*Deuda externa neta. Deuda externa bruta menos activos financieros del gobierno mexicano depositados en el exterior.

*Deuda neta total consolidada con el Banco de México. Considera todos los activos y pasivos internos y externos del sector público. Incluye las reservas internacionales del Banco de México.

3.2.2 Deuda pública interna.

La deuda pública interna⁵⁷ son todos los instrumentos que emite el gobierno federal denominados en pesos y colocados en el mercado nacional e internacional. Incluye todos los pasivos del gobierno federal pagaderos en moneda nacional, menos los activos conformados por la cuenta corriente que lleva la Tesorería de la Federación⁵⁸, así como el Fondo de Contingencia.

El Fondo de Contingencia se creó en 1990 con el propósito de depositar en éste los recursos derivados del proceso de privatización de entidades del sector público. Estos recursos son aplicados para hacer frente a posibles caídas del precio del petróleo de exportación, así como para el saneamiento de la deuda pública vía amortización (se utilizaron los recursos del Fondo para reducir la deuda interna de 27.9% como proporción del PIB en 1988 a 12% en 1994).⁵⁹

La deuda puede ser clasificada por su forma de emisión:

La titulada.- La cual es contraída por el Gobierno en el mercado de valores, en donde emite títulos en serie que son adquiridos por los inversionistas.

La no titulada.- Esta constituida por documentos no divisibles como son los créditos que otorgan las instituciones de crédito.

En un sentido temporal, la deuda puede clasificarse en:

Deuda de corto plazo Básicamente esta constituida por bonos gubernamentales que normalmente tienen como función cubrir los déficit de caja, ya que con mucha frecuencia se producen baches de liquidez.

Deuda de largo plazo. Se puede distinguir entre amortizable y perpetua. La primera se debe liquidar en la fecha o fechas de su vencimiento, mientras que en la segunda, no tiene fecha.

Para efectos de estudio, la deuda puede dividirse en tres fases: la emisión, la conversión y la amortización.⁶⁰

⁵⁷ Total de créditos que se negocian dentro de un país y que pueden ser públicos o privados.

⁵⁸ Contabiliza todos los flujos de ingresos y gastos que realiza el gobierno federal

⁵⁹ El mercado de valores núm 3. marzo de 1995

⁶⁰ Financiamiento del Gasto público, Colegio Nacional de Profesores e Investigadores de Derecho Fiscal y Finanzas Públicas, A.C.

La emisión Al amortizarse un empréstito, el Estado tiene una amplia gama de posibilidades. Una de ellas es el precio de la emisión que puede ser igual al valor nominal del título; la emisión puede ser también inferior al valor nominal, en cuyo caso implica normalmente un tipo de interés más bajo que el normal, pues éste se calcula, por lo común, sobre el valor nominal de los títulos, de manera que la rentabilidad real obtenible será mayor que el interés nominal. Otro aspecto es el relativo a la forma de los títulos, pues no siempre se puede utilizar la misma forma, en virtud de que el Estado tiene necesidades diversas y para cada una de ellas varían las formas adecuadas de la emisión del adeudo. Un aspecto adicional es que los títulos pueden ser nominativos o al portador.

La conversión: En cuanto a la conversión de la deuda, un supuesto es la reducción de su tipo de interés con el consentimiento de los acreedores. Esto se expresa en la opción al reembolso del capital prestado que ofrece el Estado a los acreedores, o sea, el Estado plantea la siguientes alternativas: la aceptación de una rebaja en el interés o les devuelve el capital prestado. Esto responde a la condición económica de que el tipo de interés haya descendido por debajo del interés devengado por la deuda pública, pues de lo contrario los acreedores preferirían el reembolso del capital, para poder invertirlo a un interés superior al propuesto por el Estado; sin embargo, si el interés ha bajado, los acreedores no encontrarán una inversión alternativa que les ofrezca un rendimiento superior al que en ese momento les brinda el Estado.

La amortización: La amortización de la deuda, es lo referente a la terminación del ciclo vital con el reembolso del préstamo por el Estado. La devolución del capital tendrá lugar en una fecha prevista desde el comienzo o dentro de un período determinado.

La deuda pública interna, como instrumento de política de estabilidad, constituye uno de los instrumentos del sector público para el cumplimiento de finalidades diversas. La deuda pública con fines de estabilidad coyuntural se puede ubicar en alguna de las siguientes direcciones:

- a) Como un instrumento alternativo de los impuestos o de la emisión de dinero para el financiamiento del gasto público.

- b) Como instrumento que permite, mediante operaciones de mercado abierto, controlar el grado de liquidez de la economía

c) También en el sentido de la administración de la deuda, cuando se usa para alterar el grado de liquidez de la estructura de activos de una economía, pero sin modificar la cantidad de dinero, aún cuando cambia el plazo medio de vencimiento de la deuda existente.

La deuda pública es un ingreso del Estado, sin embargo se presentan una serie de polémicas al querer definir el volumen y las condiciones de contratación de la deuda ideoneas, que permitan al país deudor tener un mayor crecimiento económico

Las características de la deuda dependen, de alguna manera de las condiciones imperantes en la economía tales como un mercado de dinero no desarrollado y/o la presencia de presiones inflacionarias, así como el tipo de política monetaria.

3.3 INSTRUMENTOS DE DEUDA.

La colocación de títulos busca atender, en primer término, las necesidades de financiamiento del gobierno para cubrir su gasto corriente, su gasto de inversión y para amortizar deuda emitida previamente.⁶¹ La colocación de títulos también permite al banco central regular la liquidez en la economía, esto se logra a través de la colocación y amortización de Títulos de Regulación Monetaria⁶² en el mercado financiero. En este apartado, presentaremos los principales instrumentos de deuda que operan en nuestro país:

3.3.1 Deuda privada

Aceptaciones bancarias.(Ab's) Son letras de cambio giradas a corto plazo por empresas pequeñas o medianas y aceptadas por una institución bancaria a su propia orden, tiene como emisor a los bancos, su agente colocador son las casas de bolsa, su primera fecha de emisión es el 23 de enero de 1991 (Ref. circular 10-40 C.N.V.), tienen como finalidad dotar de recursos frescos a la pequeña y mediana empresa.

Certificado de Depósito. El Certificado de Depósito Bancario es un instrumento de captación bancaria, el cual paga intereses en forma periódica y cuyo objetivo es la canalización del ahorro interno para apoyar actividades productivas en

⁶¹ El Mercado de Valores, Núm 4, Abril 1995

⁶² Los títulos de regulación monetaria son valores gubernamentales o valores a cargo del Banco de México, que son colocados en el mercado por el propio banco a través de sus operaciones de mercado abierto. Estos títulos no representan un incremento en el nivel de endeudamiento del gobierno federal, en virtud de que cada título colocado en el mercado es correspondido con un depósito en el Banco de México a favor del gobierno federal

forma de crédito. Su valor nominal es variable, su plazo es de 30 a 725 días, se coloca por oferta pública y privada, su rendimiento es la tasa más alta de los instrumentos de mercado de dinero que determine el emisor, y los posibles adquirentes son personas físicas y morales nacionales y extranjeras

Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento(PRLV) Son pagarés suscritos por instituciones de crédito que representan un pasivo a cargo de las mismas instituciones, cuyo rendimiento es liquidable al vencimiento del título. Cotizan con tasa de descuento, sus plazos son de 7 a 360 días y son colocados por medio de oferta pública y privada; la garantía de este instrumento es el banco emisor

Cuenta Maestra. Ofrece el servicio de una cuenta ordinaria de cheques, sin embargo, los fondos se colocan automáticamente en un fideicomiso, por lo que se obtiene, al mismo tiempo, liquidez e intereses.

Bono de prenda: Es un título accesorio de un certificado de depósito emitido por un almacén general de depósito, por el que se constituye un crédito prendario sobre las mercancías o bienes indicados en el certificado de depósito correspondiente. Debiéndose expedir de modo que cada emisión se identifique con el certificado de depósito del cual derive. Se cotiza con una tasa de descuento, sus plazos son de 7 a 180 días y se coloca por medio de oferta pública; su garantía son bienes mueble depositados en un Almacén General de Depósito.

Papel Comercial: Es un título emitido por empresas autorizadas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para obtener financiamiento a corto plazo. Algunos de los aspectos que se consideraron para su instrumentación son:

- *Proporcionar a sus emisores una fuente alternativa de financiamiento.
- *Proporcionar al inversionista nuevas alternativas de inversión.
- *Otorgar garantías a los inversionistas a través de la creación de institutos calificadoros de valores.

Entonces el papel comercial es un pagaré negociable, sin garantía específica o avalados por una institución de crédito, emitidos por las sociedades anónimas altamente calificadas cuyos títulos-valor están inscritos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios y la Bolsa Mexicana de Valores. Tiene como emisor a las sociedades mercantiles y como agente colocador a las Casas de Bolsa, la fecha de su primera emisión fue en septiembre de 1980. En lo que se refiere a su rendimiento, las tasas dependerán del comportamiento del mercado. Con este instrumento se inicia la labor del Instituto de Calificación de Valores. Además las empresas utilizan los recursos obtenidos como créditos de corto plazo para financiar su capital de trabajo.

Obligaciones: Títulos de crédito emitidos por sociedades anónimas altamente calificadas. Representan la participación de los tenedores en un crédito colectivo a cargo de la sociedad emisora. Tienen como finalidad financiar proyectos a largo plazo de la empresa emisora. Pueden ser: hipotecaria, quirografaria, convertible. Además permite ganancias adicionales representadas por el diferencial entre los precios de compra y venta en el mercado secundario. Esto sucede cuando las tasas de interés del mercado bajan.

3.3.2 Deuda pública (Valores Gubernamentales)

Certificados de la Tesorería de la Federación: (CETES) Son títulos de crédito al portador en los que se consigna la obligación del Gobierno Federal a pagar su valor nominal al vencimiento. Con este instrumento nace el Mercado de Dinero en México, su primera emisión fue realizada en enero de 1978, su agente colocador es el Banco de México y su emisor es el Gobierno Federal; el destino de los recursos captados es el financiamiento del gasto público y control del circulante. En lo que se refiere a su normatividad, el decreto del 28 de noviembre de 1977, autoriza al gobierno, para emitir Certificados de la Tesorería. Circular 10-79 de la CNV (y anexos)

Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES) Son títulos de crédito a largo plazo para financiar proyectos del mismo término del Gobierno Federal, su primera emisión fue el 13 de octubre de 1987, el destino de sus recursos es apoyar al financiamiento del Gobierno Federal, su emisor es el Gobierno Federal y sus agentes colocadores son las Casas de Bolsa, Bancos y Aseguradoras, tiene como garantía la directa e incondicional del Gobierno Federal, su rendimiento es a través de intereses pagaderos cada 28 días y calculados sobre valor nominal, en cuanto a su normatividad hacemos referencia a la circular 10-99-CNV-BANXICO.

Bonos bancarios para el desarrollo industrial (BONDIS) Los bonos bancarios para el Desarrollo Industrial son títulos de créditos emitidos por Nacional Financiera para atraer recursos de largo plazo, habitualmente de 10 años, a fin de promover proyectos de infraestructura y desarrollo industrial. Tienen como misión desarrollar un mercado financiero de largo plazo. Así mismo, el monto a emitir de estos títulos tiene que ser autorizado por la SHCP.

Bonos Ajustables del Gobierno Federal: (AJUSTABONOS) Son títulos de crédito a largo plazo en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar una suma determinada de dinero.

Tienen la característica de tener su valor ajustado, es decir durante la vigencia de los títulos, su valor se ajustará en cada período de interés, incrementándose o disminuyéndose su valor nominal en la misma proporción en que lo haga el nivel del índice nacional de precios al consumidor, publicado por el Banco México, quien también es su agente colocador, y su emisor es el Gobierno Federal.

Su primera emisión fue el 20 de julio de 1989, su rendimiento se fija en relación al valor de adquisición de los Títulos y a la tasa que devenguen, su normatividad estará referida en la Ley General de Títulos y Operaciones de crédito, en la Ley del Mercado de Valores, en las disposiciones de Carácter General emitidas por la autoridad y la circular 10-123 C.N.V.

Bonos de la Tesorería de la Federación: (Tesobonos) Títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar, en una fecha determinada, una suma en moneda nacional, equivalente al valor de la moneda extranjera. Su primera fecha de emisión fue el 6 de julio de 1989, y la última en febrero de 1995. Su finalidad fue apoyar el financiamiento del Gobierno Federal, su agente colocador fue el Banco de México y su emisor fue gobierno federal, su garantía directa e incondicional por parte del Gobierno Federal, su rendimiento se obtenía por la diferencia entre el precio de compra y venta, además del incremento debido a la variación del tipo de cambio. Su normatividad esta referida en la Ley General de Títulos y Operaciones de Créditos; Ley de Mercado de Valores; Disposiciones de Carácter General Emitidas por la Autoridad. Circular 10-123 C.N.V. El Banco de México actuó como agente exclusivo del Gobierno Federal para la redención de los títulos y, en su caso para el pago de los intereses que devenguen.

3. 4 DEUDA INTERNA EN MÉXICO (1994)

Durante el sexenio 1988-1994, se enfatizó en la estrategia de constituir a los valores públicos (cetes, bondes, bondis, ajustabonos, tesobonos, etc) como la principal fuente de financiamiento del Gobierno Federal.

En nuestro país, la estructura de colocación de los papeles gubernamentales respondió a la necesidad de retener y atraer los capitales indispensables para apoyar la reactivación del aparato productivo.

En el Gobierno del Lic. Salinas de Gortari se presentaron algunos fenómenos económicos y políticos que concluyeron en un resultado negativo para la vida económica y social de nuestro país, entre ellos destacan:

-Eventos políticos que generaron inestabilidad e incertidumbre en el país. (los conocidos asesinatos políticos y la revuelta popular en el Estado de Chiapas)

-El aumento de las tasas de interés reales.

-Elevación de las tasas de interés de los Estados Unidos.

-Lo anterior aunado a una pérdida de credibilidad en el gobierno por un lado, para sostener la paridad peso/dólar y por el otro, para continuar financiando el creciente déficit en cuenta corriente (diferencia entre lo que México exporta y lo que importa de bienes y servicios), dio lugar a una salida de capitales del país.

-El deterioro de la cuenta corriente durante el sexenio 1988-1994 fue otra de las causas que originaron la crisis del 94, al contar con una propensión al ahorro menor a la que se registra en otros países con igual o menor nivel de desarrollo. Esto limita la capacidad del país para llevar a cabo programas de inversión con recursos propios, no obstante los mecanismos de captación de ahorro de largo plazo son aún muy limitados, asimismo la propensión a invertir en México ha sido mayor en años recientes que la capacidad para generar ahorro interno. Así ante las necesidades crecientes de inversión, el déficit en cuenta corriente se incrementó en 1994. Por tanto, la mayor apertura comercial y el esfuerzo modernizado de la planta productiva se tradujeron en un crecimiento mayor de las importaciones con respecto a las exportaciones.

Entre otros, estos fueron factores que arrojaron como resultado la crisis de 1994, asimismo, México había adoptado ya una política de apertura comercial, que permitió el incremento de las importaciones. Por su parte, la renegociación de la deuda externa no repercutió de manera considerable en su servicio y éste disminuyó junto con los descensos en las tasas de interés.

Por ello, se acumuló un importante déficit comercial, dicho déficit debía financiarse en moneda extranjera, por medio de deuda pública y privada, inversión extranjera productiva o de cartera, colocación accionaria en el extranjero de empresas nacionales, capitales provenientes del exterior propiedad de nacionales e incremento del volumen o del valor de las exportaciones.

En 1993 la economía comenzó a mostrar signos de descenso en las fuentes de financiamiento del déficit comercial, por lo que las autoridades tuvieron que tomar las siguientes medidas⁶³:

Disminuir las importaciones mediante un menor ritmo de crecimiento de la economía, sin embargo, la recesión no se revirtió en una baja de las compras externas de igual medida y los requerimientos de divisas continuaban en

⁶³ Comercio Exterior, abril de 1996

ascenso; se aceleró la contratación de deuda privada y la colocación accionaria, se redujo la sobrevaluación cambiaria, modificando el tipo de cambio y permitiendo una devaluación del peso.

De esta manera, el tipo de cambio se tornó en un elemento clave, se registraron presiones sobre el peso, la disminución continúa de las reservas internacionales ocasionaron una crisis cambiaria que condujo a la devaluación del peso el 20 de noviembre de 1994.

Esto significó un desaliento importante para los inversionistas extranjeros que aún poseían activos en México denominados en pesos y el mercado de dinero sin cobertura cambiaria. Así el problema se agudizó ante la incertidumbre en los mercados financieros sobre la capacidad de México para pagar sus adeudos de corto plazo en moneda extranjera, por lo que los inversionistas decidieron no renovar sus vencimientos que tenían, particularmente el de los Tesobonos, ya que éstos implicaban un adeudo en dólares.

Para retener el ahorro en el mercado financiero se emitieron Tesobonos para sustituir títulos denominados en moneda nacional (Cetes, Bondes y Ajustabonos) ver cuadro 3.1. Su preeminencia coyuntural obedeció a que era el único papel gubernamental con cobertura cambiaria, por lo que al prevalecer un clima de incertidumbre económica a lo largo del año, se constituyó en una opción atractiva para que los inversionistas se protegieran del eventual riesgo devaluatorio. Como consecuencia de lo anterior, la demanda de instrumentos denominados en moneda nacional se redujo en forma importante.

Mientras tanto, las reservas internacionales -que habían llegado a casi 30 000 millones de dólares a principios de 1994- cayeron a menos de 10 000 millones a comienzos de diciembre de ese año.

CUADRO 3.1

Saldos de los instrumentos del Gobierno Federal 1988-1994
Miles de pesos de 1980

AÑOS	CETES	BONDES	TESOBONOS	AJUSTABONOS	PAGAFES
1988	423.88	26.51	n.e.	n.e.	23.11
1989	468.59	143.27	1.72	28.00	5.01
1990	481.21	431.17	8.04	95.65	10.22
1991	407.16	326.03	5.21	219.34	0.13
1992	298.32	185.25	4.64	182.35	n.e.
1993	377.13	79.30	17.88	156.85	n.e.
1994	156.19	32.16	366.09	110.59	n.e.

ESTRUCTURA PORCENTUAL

AÑOS	CETES	BONDES	TESOBONOS	AJUSTABONOS Y PAGAFES
1988	88.44	5.59	n.e.	4.91
1989	72.45	22.15	0.27	5.10
1990	46.88	42.01	0.78	10.32
1991	42.50	48.61	0.54	22.91
1992	44.48	27.62	0.69	27.19
1993	59.74	12.56	2.83	24.85
1994	23.49	4.83	55.05	16.63

Fuente: Informa anual del Banco de México

n.e. No emitido

La estructuración de colocación de los papeles gubernamentales respondió a la necesidad de retener y atraer los capitales indispensables para apoyar la reactivación del aparato productivo. Al efecto y dada la elevada sensibilidad del público inversionista a los factores desestabilizadores del año, primero se incrementaron las tasas de interés para mantener el flujo de recursos, y después se recurrió a una mayor emisión de Tesobonos, que representan deuda interna pero con rendimientos referidos al tipo de cambio del peso frente al dólar, con el fin de evitar una salida masiva de capitales, al ofrecer a los ahorradores una opción que les permitiera cubrir su exposición al riesgo cambiario.

Lo anterior propició un desplazamiento de la demanda de títulos públicos hacia los TESOBONOS. Por su parte, los instrumentos denominados en moneda nacional -CETES, BONDES Y AJUSTABONOS- fueron objeto de una menor tendencia por parte de los inversionistas, tanto nacionales como extranjeros. Los CETES observaron una reducción en su saldo, debido principalmente a que el Gobierno Federal presentó una oferta inferior en relación a la prevista, ante la preferencia por los TESOBONOS. (ver cuadro 3.2)

Los BONDES también disminuyeron su demanda, respecto a los AJUSTABONOS, se mantuvieron dentro de un rango razonable por ser un instrumento de protección contra alzas inflacionarias.

Merece destacar que durante el ejercicio el Gobierno Federal persistió en el uso intensivo de las operaciones de mercado abierto para regular la liquidez de la economía. En efecto, al emitir y amortizar títulos de regulación monetaria se contribuyó a atenuar las presiones sobre el mercado financiero surgido de la afluencia de capitales provenientes del exterior en los primeros meses de 1994;

y en los subsecuentes, por la disminución de los flujos. De esta manera, se respondió a las necesidades de la política monetaria.

Otro elemento relevante en la evolución de la deuda interna, lo constituyó la adopción de un régimen cambiario de flotación en el último mes del año, sustituyéndolo a el de bandas; ello en razón del impacto que tuvo sobre los Tesobonos, que constituyó el único título público denominado en moneda extranjera.

CUADRO 3.2

ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA POR VALORES DE FINANCIAMIENTO saldos al 31 de diciembre de 1994 en millones pesos.

<u>Instrumento</u>	<u>Millones de pesos</u>	<u>Por ciento</u>
Cetes	38562.0	23.0
Bondes	8290 0	4.9
Tesobonos	91717.0*	54.6
Ajustabonos	29284.3	17.5
Total	167853.3	100.0

*Monto de Tesobonos colocados por el gobierno federal en posesión del público inversionista.

FUENTE EL MERCADO DE VALORES NUM 3, MARZO DE 1995.

CAPITULO CUATRO BONOS DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN

Este capítulo hace referencia a los Tesobonos, los cuales eran títulos de crédito denominados en dólares, fueron emitidos por vez primera en julio de 1989 y desaparecieron en febrero de 1995. Los Tesobonos, como objeto principal de estudio de esta tesis, nos obligan a hacer una descripción de las características fundamentales de dichos instrumentos, asimismo analizo los principales efectos y el impacto que estos causaron en la economía mexicana durante la crisis financiera que se vivió a finales del sexenio del Lic. Salinas de Gortari.

Posteriormente menciono algunas de las principales causas que llevaron a los Tesobonos al fracaso, entre ellas la falta de ahorro interno y el problema de amortización a corto plazo de dichos instrumentos. Finalmente, aludo a las medidas tomadas por el gobierno para solucionar el problema de la amortización de los Tesobonos, es decir el paquete financiero otorgado por Estados Unidos y por organismos internacionales.

4.1 DEFINICIÓN

Los Bonos de la Tesorería de la Federación eran títulos de crédito denominados en moneda extranjera (dólares estadounidenses), en los cuales se consignaba la obligación del Gobierno Federal a pagar una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera en una fecha determinada.

Es decir, fueron títulos de crédito al portador, denominados en dólares americanos. En ellos se consigno que, al vencer el documento, el Gobierno Federal tenia la obligación de liquidar al tenedor el equivalente en moneda nacional al tipo de cambio libre publicado diariamente por el Banco de México en la Bolsa Mexicana de Valores.

La equivalencia se calculaba utilizando el tipo de cambio libre de venta a 48 horas; el cual era dado a conocer por la Bolsa Mexicana de Valores en su publicación denominada "Movimiento Diario del Mercado de Valores".

Los Tesobonos podían o no devengar intereses y ser colocados a descuento o bajo par. Aquellos Tesobonos que devengaban intereses, lo harían sobre su valor nominal a la tasa determinada por el mercado. Los Tesobonos que eran colocados a descuento otorgarían a sus tenedores un rendimiento producto del diferencial existente entre el precio de adquisición y su valor de redención (si el inversionista los mantenía hasta su vencimiento), o su precio de venta (si el inversionista optaba por realizarlos antes de su fecha de amortización).

4.1.1 Objetivos de los Tesobonos.

Por medio del Diario Oficial del día miércoles 28 de junio de 1989, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) fue autorizada a emitir Bonos de la Tesorería de la Federación, para la colocación entre el público inversionista, que documentarían créditos en moneda extranjera otorgados al Gobierno Federal por el Banco de México.

El Gobierno de Salinas de Gortari justificó la aparición de este instrumento considerando que la emisión de valores gubernamentales denominados en moneda extranjera y pagaderos en moneda nacional por su equivalente al tipo de cambio libre, podía ampliar la gama de instrumentos de captación de recursos del Gobierno Federal, dando a éste mayor flexibilidad para obtener los financiamientos que requiere.

Al mismo tiempo, este instrumento nació con la intención de representar una nueva opción de inversión para el público, que propiciará la generación de ahorros y su colocación productiva.

4.1.2 Emisiones

El Gobierno Federal, a través del Banco de México, colocaba semanalmente en el mercado de dinero mexicano emisiones de TESOBONOS; estas emisiones eran vendidas a las casas de bolsa, sociedades nacionales de crédito, instituciones de seguros y fianzas, así como sociedades de inversión del país bajo la mecánica de subasta, es decir, eran vendidas "al mejor postor". Con esto se aseguraba que la tasa de rendimiento de los TESOBONOS representase fielmente a las fuerzas del mercado, convirtiéndola en una tasa significativa.

Las emisiones de TESOBONOS adquiridas por las casas de bolsa eran vendidas de nueva cuenta al público inversionista, obteniendo por esta operación un diferencial. En el caso de las sociedades nacionales de crédito, estas podían acudir a las subastas semanales de TESOBONOS después de la emisión primaria y antes de la fecha de su vencimiento.

Las emisiones de TESOBONOS se identificaban mediante una clave, que hacía referencia a la semana de emisión y a la fecha de vencimiento; por ejemplo TB-21-90/23-VIII-90. En un principio las emisiones fueron colocadas a un plazo máximo de seis meses.

4.1.3 Plazos de inversión.

Las emisiones de TESOBONOS se colocaban semanalmente los días jueves (lo que significa que el vencimiento del título coincidía también en jueves a menos de que éste fuera inhábil), el inversionista podía encontrar en el mercado de TESOBONOS con plazos diferentes.

Con esto, el inversionista obtenía ventajas ya que así programaba sus necesidades de liquidez comprando TESOBONOS al vencimiento que más le convenía.

4.1.4 Mecanismos de inversión a través de Casas de Bolsa.

Los pasos a seguir para invertir en TESOBONOS eran los siguientes:

- 1.- El inversionista interesado en adquirir TESOBONOS se comunicaba a una casa de bolsa manifestando su interés por adquirir este instrumento.
- 2.-La casa de bolsa vendía al inversionista los TESOBONOS solicitados, acreditándolos al día hábil siguiente en la cuenta de valores que al efecto debía abrir previamente el cliente o bien el mismo día, si lo prefería.
- 3.-El inversionista pagaba a la Casa de Bolsa el importe de su compra al día hábil siguiente de pactada la operación o bien el mismo día, utilizando moneda nacional para la liquidación.

Es importante señalar que la casa de bolsa establecía los montos mínimos para la adquisición de este instrumento, así como diferenciales en la compra-venta. Cada inversionista podía consultar con varias casas de bolsa a fin de conocer cuál de ellas se ajustaba a sus necesidades.

4.1.5 El descuento y la tasa de descuento.

La mecánica para conocer el descuento en pesos o en dólares (D) y la tasa de descuento (d) de los TESOBONOS es muy similar a la que se aplica en la mayoría de los instrumentos del mercado de dinero. Cuando un inversionista, ya sea persona física o persona moral, adquiría TESOBONOS, pagaba por estos un **PRECIO INFERIOR** a su *valor nominal modalidad* que comúnmente se le denomina "bajo par o a descuento".

El valor nominal de los TESOBONOS era de \$1000.00 dólares, mismo que sería el valor de amortización. Lo anterior nos lleva al concepto de "tasa de descuento" (d) que se puede definir como un porcentaje que, aplicado al valor nominal, nos

indicaba la cantidad de dólares o pesos (según se haga el cálculo) que se debía descontar a los TESOBONOS para conocer su precio. Al estar nominados los TESOBONOS en dólares estadounidenses, el inversionista podía hacer sus cálculos en dicha moneda, o bien estimar su equivalencia en términos de moneda nacional. En este último caso, se debe tener presente que una vez que se determinaba el precio a pagar en dólares -que es resultado de restar al valor nominal el descuento obtenido- éste se debe multiplicar por el tipo de cambio libre de venta publicado por la Bolsa Mexicana de Valores el segundo día hábil bancario inmediato anterior al día en que se liquidaba la operación.

El descuento era determinado por el mercado, principalmente en función de los rendimientos de otros instrumentos de inversión, de la oferta y demanda existentes y de las expectativas que se tuvieran respecto al mercado cambiario. Por tanto tenemos:

Descuento= tasa de descuento X Valor nominal

$$D = d \times VN$$

Ahora bien, las tasas de descuento se expresan en porcentaje anual; por tanto para calcular el precio (P) de un TESOBONO debemos aplicar la siguiente fórmula, estimando la parte proporcional de la tasa de descuento aplicable al periodo (T) de inversión.

$$P = VN - \left(VN \times d \times \frac{T}{36,000} \right)$$

$$= VN - D$$

Pasemos a determinar el precio (P) en dólares de un TESOBONO con un valor nominal de \$1000 dólares a un plazo a 91 días y suponiendo que es colocado con una tasa de descuento del 15%

$$P = 1000 - \left(1000 \times 15.00 \times \frac{91}{36,000} \right) = \underline{962.08 \text{ dólares}}$$

De esta forma calculamos el precio (P) en pesos, multiplicando el precio en dólares (962.08) por el tipo de cambio libre de venta aplicable el 22 de mayo de 1990 (\$2,831.90) fecha en que asumimos se hizo la operación, y obtenemos el precio en moneda nacional:

$$P = (962.08) (\$2,831.90) \\ = \$2,724,514.35$$

4.1.6 El rendimiento a vencimiento.

La tasa de descuento es un porcentaje que, aplicado al valor nominal, nos indica la cantidad (en este caso) de descuento; es decir, es la suma que se ganaría por cada TESOBONO si era conservado hasta su vencimiento.

Ahora bien, para obtener la tasa de rendimiento (r) es necesario relacionar la ganancia derivada de cada TESOBONO con la inversión original. Esta inversión original es el precio que se pagaba por cada TESOBONO al momento de su compra. La fórmula a aplicar es la siguiente, misma que se expresa en porcentaje anual.

$$r = \frac{VN - P}{P} \times \frac{36,000}{T}$$

Para efectos prácticos, el valor nominal (VN) debemos entenderlo como la cantidad de pesos que se obtendría en la fecha de vencimiento del TESOBONO; para lo cual, debemos considerar la expectativa del comportamiento del tipo de cambio libre durante dicho periodo.

Por ejemplo hagamos el cálculo sobre un TESOBONO de 91 días partiendo del tipo de cambio correspondiente al 22 de mayo de 1990 de \$ 2,831.90 con un desliz de \$ 85.80 durante dicho periodo.

Con una cotización del tipo de cambio de \$2,917.70 a la fecha de vencimiento del TESOBONO, su valor nominal en pesos sería de \$ 2,917,700.00.

Con este último dato y el precio en pesos que se pagó al adquirir el título podemos aplicar entonces la fórmula de tasa de rendimiento.

$$r = \frac{2,917,700.00 - 2,724,514.35}{2,724,514.35} \times \frac{36,000}{91} \\ = 28.05 \%$$

Este resultado se expresa como una tasa de rendimiento en pesos del 28.05% anual en 91 días.

4.2 IMPACTO Y EFECTOS DE LOS TESOBONOS EN LA ECONOMÍA MEXICANA

Una de las principales preocupaciones del gobierno fue la disminución de la inflación por lo que "deslizó el tipo de cambio por debajo del diferencial de inflación interna, respecto a la inflación de los Estados Unidos depreciándose la moneda mexicana"⁶⁴. Al sobrevaluarse la moneda, el poder adquisitivo se incrementa, lo que a su vez permite que las importaciones se incrementen, implicando una disminución en la producción nacional y disminuyendo las exportaciones (ver cuadro 2.16)

Asimismo, los agregados monetarios crecieron en mayor proporción que las reservas internacionales, de este modo el gran incremento que se registro en dichos agregados evidenció el aumento de la liquidez.(ver gráfica 2.25)

En el cuadro 3.1, se puede observar que el incremento de los agregados monetarios se debió principalmente a la mayor emisión de títulos en circulación y a la entrada de capitales extranjeros. De alguna manera, el incremento de los agregados se convirtió en un problema cuando se dieron los vencimientos de los títulos y las reservas no fueron suficientes para su pago.

Se registró también un incremento en el déficit comercial (ver cuadro 2.17) debido a las diferencias de productividad entre la economía estadounidense y mexicana, esto aunada una sobrevaluación cambiaria, así como a las políticas fiscales y crediticias contraccionistas.

Durante el sexenio 1988-1994 el gobierno favoreció una serie de factores que permitieron la atracción de capitales. Entre ellos se encuentran la negociación de la deuda externa en 1990, que reflejó un ambiente de confianza en el país. Por otro lado, se registró una abundancia de recursos financieros en el mercado internacional de capitales y desde luego, las bajas tasas de interés internacionales, las cuales influyeron dado que el gobierno fijó las tasas de interés internas por encima de las primeras.

⁶⁴ Huerta Arturo La política Neoliberal de Estabilización económica en México

Otros factores que favorecieron la atracción de capitales fueron la privatización de las empresas públicas, la política de integración económica con Estados Unidos (TLC), así como la política monetaria y cambiaria aplicada por el gobierno mexicano.

La entrada de capitales fue muy abundante, de enero de 1989 a diciembre de 1993 el superávit acumulado en la cuenta de capital de la balanza de pagos sumo 94 mil millones de dólares. Dichas entradas permitían el financiamiento del déficit comercial, lo cual permitió sostener el tipo de cambio sin devaluarse. Ante la necesidad de mantener la entradas de capitales, se propició para que aumentarán las tasas de interés reales.

La entrada de recursos de capitales extranjeros obligó al gobierno a emitir Cetes ante la necesidad de esterilizar la entrada de capitales y así evitar presiones sobre la base monetaria y los precios. La esterilización de entradas de capitales, dio lugar a un importante aumento en la deuda interna. (ver cuadro 3.1)

Como ya se dijo, durante el gobierno de Salinas de Gortari se utilizó el tipo de cambio como un ancla de estabilización; con el tiempo esta política condujo a una apreciación progresiva de la moneda mexicana, lo que llevó a que los bienes y servicios extranjeros se volvieran más atractivos y accesibles para los consumidores mexicanos, muy por encima de los bienes y servicios nacionales, favoreciendo un aumento de la importación (ver gráfica 2.28) para la economía de nuestro país.

Este factor contribuyó a que el déficit de la cuenta corriente alcanzara 7.8% del PIB en 1994, es decir a casi 30 mil millones de dólares, dicho déficit se financió con las entradas de capital extranjero, que también llevaron a una importante acumulación de reservas internacionales, pero que fueron insuficientes al final del período para hacer frente a dichos requerimientos..

Los crecientes déficit en la cuenta corriente estuvieron vinculados de manera estricta con un tipo de cambio que venía sobrevaluándose desde 1990, dado que el deslizamiento de la paridad cambiaria quedó rezagado respecto al crecimiento de los precios internos, en virtud de que el programa de estabilización del gobierno del Lic. Salinas de Gortari tuvo como objetivo utilizar al tipo de cambio como el ancla fundamental de los precios.

Por su parte los flujos de capitales que entraban al país (ver gráfica 2.29) se componían de inversión extranjera directa e inversión portafolio en valores mexicanos. Esta última, la inversión en valores, fue adquiriendo con el tiempo cada vez una mayor preponderancia.

Este fue uno de los principales problemas que tuvo que afrontar el Gobierno Mexicano, es decir nuestra economía dependió en gran medida de los recursos externos, cuya permanencia no estaba garantizada. Lo ideal hubiera sido que dichos recursos entraran como inversión directa y que permitieran financiar sanamente los desequilibrios de nuestra economía y no que dichos recursos estuvieran invertidos en el corto plazo.

El día 20 de diciembre de 1994, el Gobierno de la República anunció su decisión de fijar un nuevo tope a la banda de flotación de tipo de cambio, lo que implicaba una devaluación del peso mexicano, estableciéndose en la paridad cambiaria en \$4 0 pesos por dólar. Un día después, la demanda de dólares se incrementó a niveles importantes, que llevaron a que el día 23 de diciembre el Banco de México se retirara del mercado cambiario, dejando que el peso flotara libremente, a fin de que el propio mercado determinara la nueva paridad cambiaria. Esta llegó en algunos momentos hasta N\$8.5 por dólar.

En años anteriores a 1994, el financiamiento del déficit no constituyó un problema dada la importante entrada de capitales del exterior que aprovechaban los elevados rendimientos del mercado bursátil (acciones, papel comercial y bonos públicos) y financiero, sin embargo, como ya se dijo arriba, el predominio de inversión extranjera en posiciones líquidas y a muy corto plazo en el mercado financiero, generaron a la larga una elevada volatilidad en ese mercado, particularmente ante sucesos políticos desalentadores. (ver cuadro 4.1)

CUADRO 4.1

TASA DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS DEL GOBIERNO FEDERAL 1988-1995

AÑOS	CETES	BONDES	TESOBONOS	AJUSTABONOS	PAGAFES
1988	70.00	70.00	n.e.	n.e.	27.56
1989	43.99	46.27	15.96	16.83	20.89
1990	34.81	35.81	13.41	12.71	14.54
1991	19.28	17.30	10.49	17.3	n.e.
1992	16.88	23.01	3.49	2.25	n.e.
1993	14.95	16.79	4.53	5.27	n.e.
1994	14.69	13.22	6.83	6.07	n.e.
1995	14.59	52.11	18.41	7.10	n.e.

Fuente: Anuarios bursátiles 1990,1995 Bolsa Mexicana de Valores

n.e. no emitido

Para evitar la salida incontrolable de recursos de aquellos inversionistas que percibían un riesgo devaluatorio en sus inversiones en valores mexicanos, las autoridades recurrieron a la emisión de TESOBONOS, que constituían deuda

interna y se permitió que se elevaron las tasas de interés para poder mantener atracción de flujo de capitales a nuestro país.

Así, a partir de abril de 1994 la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y el Banco de México hicieron posible la sustitución de valores gubernamentales denominados en pesos (Cetes, Bondes y Ajustabonos) por Tesobonos; esta acción se llevó a cabo con el objeto de disminuir las presiones sobre el mercado cambiario (ver cuadro 4.2)

Según datos del Banco de México, mientras que en 1989 la emisión de Cetes era de 57,219,003.21 millones de pesos, la emisión de Tesobonos apenas llegaba 6,951 millones de pesos en ese año.

Al cierre de 1994 los Cetes representaban 668,333.98 millones de pesos que manifestaban el 23.22% de la deuda interna mientras que los Tesobonos representaban 1,593,519.21 millones de pesos, que comprendían mas de la mitad de la deuda interna.

El gobierno decidió satisfacer la demanda por estos instrumentos denominados en moneda extranjera, para evitar que el público demandara más moneda extranjera y disminuir las presiones sobre las reservas internacionales y el tipo de cambio.

CUADRO 4.2

COLOCACIÓN DE INSTRUMENTOS GUBERNAMENTALES
Miles de millones

	pesos Cetes	Bondes	Tesobonos	Ajustabonos	TOTAL
Dic.93	47.7	2.6	4.0	13.7	68.0
Ene.94	49.1	3.0	4.5	13.3	69.8
Feb.94	53.4	2.3	5.7	13.9	75.3
Mar.94	50.8	2.5	10.3	14.4	78.1
Abr.94	35.9	0.8	23.9	11.9	72.6
May.94	32.9	0.9	30.9	11.7	76.3
Jun.94	30.8	1.9	35.5	9.9	78.2
Jul.94	26.8	1.7	45.5	8.4	82.4
Ago.94	25.1	0.6	53.5	5.6	84.8
Sep.94	24.1	0.5	52.6	6.3	83.5
Oct.94	24.7	0.6	51.6	5.7	82.7
Nov.94	19.0	0.2	54.9	4.0	78.1
Dic.94	13.5	0.2	87.8	2.8	104.2

Fuente: Banco de México

Como se observa, puesto que el gobierno decide emitir los Bonos de la Tesorería de la Federación, que eran instrumentos denominados en dólares, los inversionistas deciden orientar su portafolio hacia dichos instrumentos protegiéndose del riesgo inminente de una devaluación⁶⁵.

A partir de marzo de 1994 aumento la colocación de los Tesobonos, simultáneamente en abril de 1994 disminuye la colocación de los Cetes. Conforme se acercaba el fin de año se palpaba un ambiente de desconfianza e incertidumbre lo que originó que la colocación de los instrumentos denominados en dólares aumentará.

El gobierno decide continuar con la misma política, tomando en cuenta que si no satisfacía la demanda de los Tesobonos los inversionistas optarían por salir del país.

Desde abril, el crecimiento de los TESOBONOS fue acelerado. Como se ha mencionado, los inversionistas eran presa de la incertidumbre y por tal razón se refugiaron en dichos instrumentos, para evitar colapsos cambiarios. Esta situación reflejaba el principio de un "agujero" que ocasionaría un sin fin de problemas.

En enero, los Bonos de la Tesorería de la Federación representaban el 15% del total de valores gubernamentales; en abril aumentaron a 28% y para fines del año ascendieron a más del 60%.

Esta situación fue una de las principales causas de inestabilidad, es decir, el monto y la estructura de los vencimientos de los TESOBONOS en circulación se convirtieron en una importante presión sobre el tipo de cambio.

*La excesiva emisión de Tesobonos hizo que se diluyera la disminución lograda de la deuda interna con el dinero de las privatizaciones: de 1990 a 1993 el saldo cayó 47.7% en términos reales; no obstante bastó un año para que repuntara 25.6% e impusiera un máximo histórico. Los capitales internacionales no sólo eran necesarios para darle asistencia al régimen cambiario, sino para mantener el equilibrio de la balanza de pagos, cuya cuenta corriente tenía un déficit creciente. Tal sangría, de 28 mil 786 millones de dólares en 1994, obedecía a la disparidad entre las exportaciones e importaciones de mercancías, debido a la sobrevaluación del peso en el contexto de un tipo de cambio semifijo⁶⁶.

⁶⁵ Modificación al alza del precio oficial previo de una moneda (paridad) por comparación contra moneda.

⁶⁶ El Financiero, 18 diciembre 1995, p 3A.

La fuerte demanda por Tesobonos entre los inversionistas hizo que la participación de estos valores dentro del total en circulación se elevara rápidamente. La sustitución de los valores denominados en moneda nacional por Tesobonos también resultó en una disminución del plazo de maduración de dichos títulos es menor.

Si bien la estrategia descrita permitió estabilizar los mercados financieros, hacia diciembre se registro un nuevo ataque especulativo ante nuevos acontecimientos de orden político. Lo que desembocó en el abandono del régimen cambiario vigente y por tanto en una devaluación de la paridad.

La devaluación del peso implicó un aumento en el monto del servicio de la deuda externa y de la interna denominada en Tesobonos. Esta situación también se vio agravada por el acortamiento del plazo promedio de vencimiento de la deuda. Lo anterior contribuyó a que los inversionistas percibieran un serio riesgo de que el gobierno enfrentara problemas de liquidez para continuar dándole servicio a su deuda

Una primera medida que tomó el Gobierno fue la de buscar a toda costa la confianza de los inversionistas; para esto constituyó un fondo de estabilización financiera compuesta por recursos que aportaron las autoridades financieras de los Estados Unidos, Canadá y la banca internacional.

Por su parte, los Estados Unidos ofrecieron 40 mil millones de dólares, que constituirían garantías de pago de nuevas emisiones de deuda externa mexicana; esta nueva deuda serviría, en su caso, para substituir los TESOBONOS en circulación.

De esta forma, el Gobierno estadounidense haría los pagos correspondientes al vencimiento de los TESOBONOS, en caso de que el Gobierno Mexicano no estuviera en capacidad de hacerlo. En este caso, se reembolsaría al gobierno estadounidense con recursos provenientes de la cobranza por exportaciones de petróleo

El perfil de los portafolios de inversión se orientó hacia instrumentos de cobertura denominados en dólares; es decir los bonos de la Tesorería de la Federación o bien TESOBONOS. Estos instrumentos, como ya se dijo, fueron creados por decreto presidencial el 28 de junio de 1989 con el objetivo de ampliar la gama de instrumentos de inversión, de proteger contra riesgos cambiarios y propiciar el regreso de capitales extranjeros. El Banco de México fue nombrado agente exclusivo del gobierno federal para la amortización y el pago de intereses que generara y se emitían en plazos de 28,90,180 y 360 días. Entonces, en adelante no solo sería un problema de déficit en cuenta corriente, sino que también sumaríamos el problema de como amortizar los TESOBONOS.

En abril, a cuatro meses de los comicios presidenciales, que serían sumamente competidos, a un mes del asesinato del candidato oficial del PRI, con problemas de seguridad pública y un levantamiento armado en el estado de Chiapas, devaluar tendría un costo altísimo, se vendrían abajo todas las expectativas de un sexenio; probablemente por tal razón no se devaluó el peso.

No obstante, se ha criticado que el gobierno retrasara lo que en un momento fue insostenible; frente a un voluminoso y creciente déficit en cuenta corriente, se tuvo que devaluar, pero no en el mejor momento; éste se dio a inicios de 1993, dados los avances en materia inflacionaria y los cuantiosos volúmenes de reservas acumuladas. Pero el gobierno permitió que se continuara agudizando el problema del desequilibrio externo y dependencia de la entrada de recursos financieros, por lo que se dio una importante presión sobre las tasas de interés internas.

Una prueba clara de la vulnerabilidad de nuestra macroeconomía se dio como consecuencia del asesinato de Luis Donald Colosio. La tasa de interés se duplicó y las reservas internacionales disminuyeron a 25,392.4 millones de dólares en el mes de marzo de 1994 y 17,242 millones a fines de octubre.

Los flujos de inversión extranjera que ingresaron al país se componían de inversión extranjera directa e inversión de cartera, ésta última adquirió cada vez mayor preponderancia, no obstante para cualquier país es importante que una proporción adecuada de dichos recursos se canalicen a la inversión directa ya que de lo contrario se descansa excesivamente en capital que por su misma naturaleza no garantiza su permanencia.

En este sentido cabe destacar que en México no existe un marco legal que permita garantizar la permanencia de la inversión extranjera destinada a la cartera, si se presenta una contingencia, los inversionistas pueden salir del país en el momento en que ellos lo deseen, sin ninguna restricción. Sin embargo, qué tan factible sería imponer una ley que permitiera garantizar la permanencia de un por ciento en el país, seguramente los inversionistas optarían por otras alternativas en otros países.

Tras la fuerte devaluación del peso, el gobierno aplicó un programa de emergencia destinado primordialmente a lograr un ajuste rápido y a fondo del sector externo, se buscaba compensar la brusca interrupción de la entrada de capital externo. En el marco de la crisis comenzó a aplicarse dicho programa de ajuste; sus objetivos principales eran la reducción del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, el control de la espiral inflacionaria y el establecimiento de las condiciones necesarias para reactivar la economía en el plazo más breve posible.

Las principales medidas de política adoptadas fueron la imposición de restricciones fiscales, monetarias y salariales, junto con la adopción de un sistema cambiario de flotación que suponía el abandono del sistema de bandas utilizado desde 1988 como ancla antiinflacionaria.

Como ya se mencionó, en apoyo al programa de emergencia el país recibió créditos extraordinarios del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y del FMI que permitieron mitigar las presiones a las que se enfrentaba la moneda a comienzos de 1995.

Ante la rápida disminución de las reservas, los inversionistas percibieron un alto riesgo en la conversión de los TESOBONOS, que se amortizarían en 1995 en una suma equivalente a 29 millones de dólares.

A medida que la recesión se fue agravando a lo largo del año, el programa de emergencia fue objeto de sucesivos ajustes. En marzo se modificaron las metas macroeconómicas adaptándolas a un marco de mayor inflación y menor crecimiento, los precios y las tarifas de bienes y servicios del sector público registraron una nueva alza y la tasa del impuesto al valor agregado (IVA) se incrementó de 10% a 15%.

Si tomamos en cuenta toda esta coyuntura, además de factores externos como el alza en las tasas de interés internacionales, los asesinatos de Colosio, Ruíz Massieu y la rebelión zapatista en Chiapas, podemos deducir las causas que dieron lugar al aumento de la incertidumbre y así a la depreciación de la moneda mexicana.

4.3 CAUSAS DEL FRACASO

El gobierno dio a conocer el Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000 en el que reiteraba los compromisos de mantener las finanzas públicas sanas, desregulación, apertura y lucha contra la inflación, además de destacar el objetivo de recuperar el crecimiento sostenido y aumentar el empleo. En vista de los importantes problemas que desencadenaron la crisis, en el Plan se asigna un papel fundamental a la reactivación del ahorro interno, considerado la principal fuente de financiamiento de desarrollo. "Por lo general, los países que generan altos niveles de ahorro crecen más rápidamente que aquellos en los que el nivel de ahorro es menor"⁶⁷.

⁶⁷ El mercado de valores núm. 8, agosto de 1995

Efectivamente, el ahorro interno es un factor fundamental para el desarrollo de la economía de cualquier país. En México las tasas de ahorro son bajas por que el ingreso per cápita es ínfimo, debido a esto, prácticamente todo el ingreso se canaliza a cubrir los gastos más indispensables. Esta situación ha orillado a que nuestra economía dependa de la importación de los recursos extranjeros. (ver cuadro 4.3)

Cuadro 4.3

País	MILES DE MILLONES DE DÓLARES			% DEL PIB		
	1975-1982	1983-1990	1991-1993	1975-1982	1983-1990	1991-1993
	ESTADOS UNIDOS	777	799	836	17.6	14.8
Otros países Ind	2112	2620	3005	24.9	24.6	24.2
Países en desarr.	543	847	1,067	25.8	27.0	26.5
Asia	269	533	781	28.1	30.8	33.1
América Mundial	213	247	222	22.9	23.5	19.3
Ahorro Mundial	3431	4266	4958	23.0	22.1	21.6

FUENTE: PHILIP TURNER, CAPITAL FLOWS IN LATIN AMERICA: A NEW PHASE, BIS ECONOMIC PAPER núm 44, mayo 1995, p 14.

Ante la caída del ahorro privado interno de los últimos años, el desafío principal de la política económica es el de promover su recuperación y fortalecimiento para hacer del ahorro nacional la fuente primordial del financiamiento del desarrollo. De lo contrario, México deberá continuar recurriendo a los recursos del exterior para fortalecer la inversión. Para que el ahorro externo desempeñe su función complementaria, es necesario que se oriente a financiar una mayor inversión global en el país, no a desplazar la inversión financiada con recursos internos. Fortalecer el ahorro interno significa fortalecer la suma del ahorro público y del ahorro privado. En este sentido el PND propone un mecanismo de capitalización individual donde el ahorro individual acumulado es el que permita el pago de las pensiones de cada individuo. No obstante, el objetivo estratégico fundamental del Plan Nacional de Desarrollo es promover un crecimiento económico vigoroso y sustentable que fortalezca la soberanía nacional y redunde en el bienestar social.

Para esto es necesario que el gobierno tome en cuenta, que México requiere del uso complementario del ahorro externo, pero que este debe ser canalizado mas a la inversión productiva que a la obtención de altos rendimientos de corto plazo; para esto, a su vez, se deberá considerar que la inversión nacional reciba el mismo trato que la inversión extranjera para evitar, por un lado, que la inversión externa reciba subsidios a costa de la economía nacional y, por el otro, que la inversión en México no sea atractiva para los inversionistas extranjeros. Asimismo, que los recursos del exterior se orienten preferentemente la inversión

productiva directa, eliminando los obstáculos regulatorios que sin justificación legal existen todavía para la participación foránea en la actividad productiva⁶⁸.

Es importante señalar que los Tesobonos afectaron a la economía mexicana, no por su naturaleza de instrumentos de cobertura cambiaria, sino más bien por sus plazos de vencimiento.

El problema eran las condiciones financieras de la confianza. Las reservas eran insuficientes y las líneas de crédito también, se buscaba abrir nuevas formas de refinanciamiento de los TESOBONOS, es decir, nuevas líneas de crédito. El problema no era pagar en pesos, sino convertirlos al tipo de cambio fijado en la flotación, que podría llevar a una depreciación mayor de la moneda nacional. El calendario de amortización de TESOBONOS para el primer trimestre de 1995 era el siguiente:

CUADRO 4.4

FECHA	MDD	TOTAL
4-ene	550,00	
11-ene	685,00	
18-ene	942,00	
25-ene	1343,00	3620
1-feb	923,80	
8-feb	1449,70	
15-feb	405,90	
22-feb	710,60	3490
1-mar	692,50	
8-mar	526,30	
15-mar	554,00	
22-mar	761,70	
29-mar	692,50	3227
TOTAL		10337

FUENTE. SHCP

La amortización de los TESOBONOS del primer trimestre estaba cubierta con la primera remesas del préstamo del FMI, pero qué pasaría después; para el gobierno mexicano y para las finanzas internacionales, el préstamo era indispensable. Apuntaría a la estabilidad y cubriría los vencimientos de los TESOBONOS lo que permitirá reconstruir reservas y refinanciar las deudas privadas y bancarias

⁶⁸ El mercado de valores núm 7 julio de 1995

Así que el gobierno tuvo que actuar tomando como medida la recompra de TESOBONOS , intercambiar los que estaban en poder de los bancos locales por pasivos del Banco de México y promover el desplazamiento a instrumentos en pesos. En el mediano plazo: recompra de TESOBONOS con la línea de swaps de 5 años, emitir nuevos bonos por 5 mil mdd utilizando las garantías de EUA además de otras deudas de corto plazo. Los restantes 10 mil mdd no se utilizarían de inmediato pero estarían disponibles en caso de emergencia, incluso en problemas bancarios. El propósito era disminuir los TESOBONOS a 5 mil mdd a fines de 1995. El esquema de reducción sería el siguiente:

CUADRO 4.5

TESOBONOS	
Diciembre de 1994	29.5 mil mdd
21 febrero de 1995	21.0
Swaps y garantías	8.0
Con pasivos de Banxico	2.0
Refinanciamiento c/Cetes	3.0
Nueva deuda de med plazo	3.0
Sub Total	16.0 mil mdd
Finales de 1995	5.0 mil mdd
Fuente: Plan Financiero, SHCP feb.1995	

4.4 PAQUETE FINANCIERO

El 21 de febrero de 1995, los gobiernos de Estados Unidos y México suscribieron un paquete financiero que regía el otorgamiento de apoyos crediticios por 20 mil millones de dólares, los cuales tenían como objetivo servir de soporte para la estabilidad de la economía ante la crisis de diciembre de 1994. Los recursos obtenidos de este acuerdo servirían, en primera instancia, para financiar los pasivos a corto plazo del sector público, principalmente Tesobonos.

No obstante, en materia de apoyos financieros los avances incluyeron los acuerdos con el FMI, el Banco de Pagos Internacional (BIS) y con el gobierno estadounidense. De este modo, se aseguraron 47.9 mil millones de dólares en apoyo a la estrategia económica del gobierno mexicano.

Con este paquete se buscaba la mejoría sustancial del perfil de la deuda pública y refinanciar a mediano y largo plazo las obligaciones de corto plazo denominadas en moneda extranjera, particularmente los Tesobonos que en ese momento circulaban; así como otras fuentes de presión al tipo de cambio, como son las obligaciones en moneda extranjera de banca mexicana, los cuales también podían reducirse mediante la utilización de los fondos negociados.

Por su naturaleza, los acuerdos alcanzados preveían derechos a favor del gobierno estadounidense en su carácter de acreedor, en este sentido, los acuerdos contemplaban que, en determinadas circunstancias, el gobierno mexicano no utilizara como fuente de pago recursos provenientes de exportaciones petroleras. Para ello se estableció un mecanismo, el cual incluía otras operaciones crediticias del sector público mexicano, el cual sólo se utilizaría en caso de que el gobierno mexicano dejara de realizar algún pago, permitiéndole al gobierno estadounidense compensar las cantidades vencidas contra recursos provenientes de exportaciones petroleras.

4.4.1 Plan de financiamiento de la deuda pública mexicana.

El gobierno mexicano desarrollo un plan de financiamiento que permitiera recobrar y restaurar la confianza, para esto los fondos de emergencia de Estados Unidos fueron una esperanza.

Las necesidades inmediatas eran restaurar la confianza del inversionista en la disponibilidad de financiamiento, el apoyo internacional incluyo:

- * 20.0 mil mdd de Estados Unidos.
- * 17.8 mil mdd del BIS.

Una porción de estos fondos serían utilizados inmediatamente para reducir la deuda a corto plazo. Asimismo pretendía alargar los vencimientos de las inversiones a través de emisiones de deuda a largo plazo para financiar los Tesobonos, así como la instrumentación de privatizaciones que fomentaran inversiones a largo plazo. El gobierno mexicano instrumento medidas inmediatas para refinanciar los Tesobonos:

- US\$2 mil millones de los fondos para recompra de Tesobonos.
- US\$2 mil millones de Tesobonos en manos de los bancos locales para intercambiarlos por los pasivos del Banco de México.
- Promovió el desplazamiento de capital de Tesobonos a instrumentos en pesos a través de subastas semanales.

Como resultado de estas medidas, se obtuvo que el monto de los Tesobonos se redujeron a más de US\$ 4 mil millones (18% del total), disminuyendo las tasas de los Tesobonos, bajando así las tasas de referencia para financiamientos en dólares. Así mismo se transmitía un mensaje de certeza en el mercado financiero.

Del fondo de apoyo a mediano plazo de los Estados Unidos, como ya se explicó México uso la línea de swaps de cinco años para recomprar Tesobonos, también emitió US\$ 5 mil millones de nuevos bonos garantizados en su totalidad por los Estados Unidos, dichos bonos sin riesgo fueron absorbidos por el mercado sin ningún problema. Los restantes 10 mil mdd estarían disponibles en caso de emergencia.(ver cuadro 4.5)

4.4.2 Acuerdos del Paquete Crédiciticio

El paquete crediticio constó de tres acuerdos:

a) Acuerdo para la Estabilización de la Economía Mexicana (con dos anexos; "A", acuerdo sobre el esquema de Ingresos petroleros y "B" , sobre Información Económica) El cual establecía la normatividad general de los apoyos para estabilizar la economía mexicana

Consiste en 18 apartados, que especificaban el propósito, las partes, la disponibilidad y uso de recursos, las fuentes de pago, la condicionalidad, la legislación aplicable, la jurisdicción, las consultas, el acceso a la información y la entrada en vigor.

El Anexo "A" corresponde al Acuerdo sobre el Esquema de Ingresos Petroleros. En él se especifica la utilización de los recursos provenientes de las exportaciones de petróleo crudo y sus derivados como fuente de pago de los apoyos en caso de incumplimiento.

El Anexo "B", es el Memorándum de Política Económica, firmado en el convenio con el FMI, en donde también se compromete el gobierno mexicano a entregar toda la información necesaria para evaluar la situación económica de México.

b) Acuerdo para la Estabilización Cambiaria de Mediano Plazo.

Contiene 19 artículos, desde los compromisos de las partes para comprar y recomprar divisas, las condiciones del compromiso del Tesoro de los EUA, la determinación del tipo de cambio, el destino de las divisas compradas por cada país, los intereses devengados, hasta la legislación aplicable, las notificaciones, modificaciones, terminación y comunicaciones pertinentes.

c) Acuerdo para la Emisión de Valores.

Consiste en 13 artículos que reglamentan el compromiso del Tesoro de Estados Unidos, a través del Fondo de Estabilización Cambiaria (FEC), de garantizar valores de deuda mexicana por un monto de garantía calculado no superior a los 20 mil mdd, sumando los montos pendientes de swaps de corto y mediano plazo.

El apoyo de la comunidad financiera internacional fue solicitado para proporcionar liquidez a México que permitieran sustituir deuda interna de corto plazo por deuda externa de largo plazo. Para el gobierno mexicano, y para las finanzas internacionales, el préstamo era indispensable. Apuntalaría la estabilidad, cubriría los vencimientos de Tesobonos, permitiría reconstruir reservas y financiar las deudas privadas y bancarias.

Conclusiones.

Durante el sexenio 1988-1994, el tipo de cambio fue utilizado como "ancla" para estabilizar los precios, esta política cambiaria logró que el tipo de cambio sufriera un deslizamiento por debajo de la inflación, resultando una disminución en la inflación y una atracción de los capitales.

Leopoldo Solís, en su libro "Crisis económica-financiera 1994-1995"⁶⁹ explica ... "La doble función del tipo de cambio -corriente y de capital- complica su manejo, pues excedentes de un tipo de transacciones pueden compensar faltantes de la otra categoría de operaciones. De esta manera las oscilaciones de la actividad económica afectan la cuenta corriente y modificaciones de la tasa de interés alteran la cuenta de capital La tasa de deslizamiento del tipo de cambio en los últimos fue inferior al diferencial de la inflación registrado por México y nuestro principal socio comercial, los Estados Unidos"

El gobierno en 1994 prefirió mantener invariable el tipo de cambio, confiando en los flujos de capital para garantizar su cotización, pero finalmente se llegó a una devaluación. Es importante permitir que el valor del tipo de cambio se regule a través del mercado y de las necesidades reales de dólares que requiera el país, y no que sea manipulado artificialmente, usado como instrumento antiinflacionario.

Con una moneda sobrevaluada se registraba una liberación comercial indiscriminada, las importaciones eran baratas, lo que implicaba que los consumidores mexicanos tuvieran preferencia por los bienes extranjeros; de este modo se registró una importante entrada de importaciones, lo que implicó un desequilibrio en la cuenta corriente y una disminución en la producción nacional.

Por su parte las tasas de interés anualizadas nominales registraron en general una tendencia descendente durante el sexenio y es hasta abril de 1994 cuando se ven presionadas, sin embargo, las tasas de interés real fueron elevadas con el fin de atraer capitales y continuar con la política establecida.

Una característica predominante del proceso de globalización es la oleada de entradas de capital extranjero a los países emergentes. En México fue a partir de 1989 cuando las entradas de capital iniciaron modestamente y se incrementaron con los años. De enero de 1989 a diciembre de 1993, el superávit acumulado de la cuenta de capital de la balanza de pagos sumó 94 mil millones de dólares.

⁶⁹ Solís Leopoldo, "Crisis Económico-financiero, 1994-1995", Colegio nacional, FCE, pág. 91

Durante este período la inversión financiera extranjera representó el 68% de la inversión extranjera total.

La vasta inyección de recursos a nuestro país, permitieron una mayor disponibilidad de recursos complementando el ahorro nacional, para financiar gastos de inversión, simultáneamente implicó una profundización y modernización del sistema financiero, colocando entre los más importantes del mundo.

Sin embargo, dado que la economía mexicana dependió de los recursos externos que entraron al país en grandes cantidades, cuando se presentaron factores como los fenómenos políticos desfavorables que generaron incertidumbre, la elevación de las tasas de interés en Estados Unidos, la pérdida de credibilidad en el gobierno y en su capacidad para sostener la paridad cambiaria frente a un déficit excesivo en la cuenta corriente, el bajo potencial para generar ahorro interno, el agotamiento de la política de estabilización (llamados pactos sociales), los inversionistas mostraron desconfianza para continuar en el país. Los Tesobonos surgen como respuesta al ambiente de incertidumbre que el país vivía ante las constantes prórrogas de las concertaciones con los diversos sectores del país, así como la incerteza de la política monetaria antiinflacionaria aplicada durante el sexenio.

Poco antes de que aparecieran al mercado los Tesobonos, los Pagafes⁷⁰ eran los únicos instrumentos denominados en dólares, pero el costo de oportunidad por mantener una inversión en este instrumento era altísimo, ante las altas tasas en pesos que pagaba el mercado de dinero en México.

El gobierno decide introducir los Tesobonos, con la intención de convertirlo en una atracción para los inversionistas. Asimismo el Tesobono sería un instrumento en dólares de largo plazo, lo que permitiría al gobierno federal financiar mucho más cómodamente su deuda interna o dedicar recursos al financiamiento de programas de desarrollo de largo plazo.

Era el comienzo de un esfuerzo por convencer al público para que invirtiera a plazos mayores, a lo cual no estaba acostumbrado. Era un nuevo instrumento que pretendía acabar con el fantasma tan temido de la devaluación y a la vez modificar la estructura de los plazos en el mercado de dinero.

Asimismo el mercado de dinero presentaría un abanico mucho más amplio de instrumentos de diversas características, que permitiría al mercado ajustarse a los requerimientos de los diferentes perfiles que demandaban los inversionistas.

⁷⁰ Instrumento del mercado de dinero, indizado a la paridad del tipo de cambio controlado

Los Tesobonos, fueron en un momento dado, instrumentos que permitieron al Gobierno Federal "no ahogarse" tan rápidamente; el problema de los Tesobonos radicó principalmente en el tiempo de vencimiento de éstos. Es decir, el Gobierno se vio presionado por la estructura de la amortización de estos instrumentos.

Las experiencias desagradables que han golpeado a nuestra economía permiten darnos cuenta de los errores cometidos y que en un futuro puedan evitarse, como por ejemplo, la sobrevaluación del peso, los cuantiosos y crecientes déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, así como el endeudamiento creciente y a corto plazo.

El actual gobierno realizó cambios trascendentales, los cuales tuvieron como objetivo restablecer las principales variables de la economía. El programa económico contenido en el Acuerdo de Unidad para superar la Emergencia Económica incluye entre sus rubros el establecimiento de un régimen de tipo de cambio flexible, buscando facilitar el ajuste del tipo de cambio real a las nuevas circunstancias del país.

El pasado tipo de cambio se utilizó para controlar la evolución de los precios, ahora dicha función se ejerce por los límites impuestos por el Banco de México al crecimiento de su crédito interno y a la expansión de la base monetaria. Un régimen de flotación hace posible que la oferta y la demanda de divisas se nivelen.

Actualmente México tiene un régimen de tipo de cambio flotante, esto implica que el tipo de cambio puede aumentar o disminuir para equilibrar la oferta y demanda de divisas. Este régimen permite que los inversionistas gocen de mayor confianza.

Asimismo también el Banco de México estableció un límite explícito al crecimiento de su crédito interno neto congruente con el propósito de procurar la rápida disminución de la inflación. El límite es de 10 mil millones de pesos. El crédito interno se mide como la diferencia entre el saldo de la base monetaria y el de las reservas internacionales netas del Banco Central.

En febrero de 1995⁷¹ se reformaron y adicionaron diversas disposiciones de las leyes para regular las agrupaciones financieras, las instituciones de crédito y el mercado de valores.

⁷¹ Se publicó el pasado 15 de febrero de 1995 en el Diario Oficial de la Federación por decreto del Poder Ejecutivo Federal

financieros, de las instituciones de banca múltiple y de las casas de bolsa. Además se incrementaron los límites de tenencia accionaria, previa autorización de la SHCP hasta el 20% de capital social.

También se puso en marcha la operación de futuros y opciones sobre el tipo de cambio como vehículos para facilitar la administración de riesgos en un entorno de mayor flexibilidad cambiaria⁷².

El gobierno ha intentado establecer bases para apoyar el crecimiento económico sostenido, en el que se amplíen las oportunidades de progreso para todos los mexicanos, sin embargo, considero que aun falta mucho por hacer.

En primer lugar fomentar la competitividad del aparato productivo nacional, promover el fortalecimiento del sistema financiero, buscando como propósito fundamental restaurar la confianza y con ello estimular el ahorro, la inversión productiva y el empleo, simultáneamente hacer más transparentes para el inversionista extranjero y nacional, la forma en que el Banco Central actúa, con el propósito de procurar la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda.

Como se ha demostrado a lo largo de este trabajo, tarde o temprano se registraría una devaluación, dada la coyuntura política, económica y social que se vivía en esos momentos, por tanto, no se puede atribuir a los Bonos de la Tesorería como responsables de la desestabilización económica que se registró en diciembre de 1994.

Para evitar problemas de volatilidad de capital, es necesario fomentar la inversión directa en México, la inversión en bienes de capital beneficia la industria nacional fortaleciendo a la economía con una producción más competitiva, logrando así, un crecimiento económico sostenido.

Para esto es necesario establecer lineamientos de política económica capaces de adecuar y enriquecer las disposiciones jurídicas que permitan impulsar el desarrollo tecnológico y la búsqueda de mercados internacionales que complementen y diversifiquen nuestro comercio.

México al depender del capital extranjero volátil, se ve en la necesidad de reflejar fortaleza económica y financiera, dando mayor seguridad y confianza a sus inversionistas extranjeros y nacionales.

⁷² Las opciones y operaciones de futuro son instrumentos de gran utilidad para la administración financiera en un contexto de flotación de la paridad. Estos instrumentos financieros derivados permiten a los agentes económicos tanto nacionales como extranjeros cubrir el riesgo de fluctuaciones en la cotización del peso.

Resulta claro que muchas de las dificultades que se presentaron en la crisis de 1994 encuentran sus raíces en una combinación de eventos que precipitaron una substancial caída en la confianza. Sin confianza difícilmente se pueden evitar las salidas de capital, simultáneamente con incertidumbre no se puede lograr estabilidad económica.

BIBLIOGRAFIA

BANCO DE MÉXICO, Indicadores económicos, México, D.F. , 1988-1994.

BANCO DE MÉXICO, Informe Banco de México, México, D.F. 1988-1994.

BORJA, M. Francisco, El Nuevo Sistema Financiero Mexicano, 1ra ed., México D.F. , Fondo de Cultura Económica, 1993, 262p.

DIAZ, M. Alfredo, Invierta en la Bolsa, México, D.F., Iberoamericana, 1994.

"DICCIONARIO ENCICLOPÉDICO" Economía Planeta, 7 vol., Barcelona, 1980, ilus., maps., plan. : I-VII

DORBUSCH, Rudiger y Fischer Macroeconomía, 5ta de. , España , McGraw Hill, 1993, 865 p.

GONZÁLEZ, Rodríguez, La macroeconomía de los mercados emergentes, España, Universidad de Alcalá de Henares, 1996, 300 p.

HEYMAN, Timothy, Inversión contra inflación, 3ra. Edición, México, D. F. , Milenio, 1988, 359 p.

HUERTA, G. ARTURO, La política neoliberal de estabilización económica en México, México, D.F. , Diana, 1994, 228p.

IBARRA, David, " La economía mexicana : ¿En donde estamos?" Nexos, México, D.F., año XX. vol. XX, núm.235, julio 1997 : 9-55 p.

MANSELL, C. Catherine, Las nuevas finanzas en México, 4ta ed. México, D.F., Milenio e ITAM, 1994, 535 p.

MANSELL, C. Catherine, "Servicios Financieros, desarrollo económico y reforma en México" Comercio Exterior, México, D.F., núm. 8, enero de 1995 : 4-11 p.

MANTEY, de Anguiano Guadalupe, La inequidad del Sistema Monetario Internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo, México, D.F. UACP y P-CCH-UNAM, 1973, 126 p.

MANTEY, de Anguiano Guadalupe, Lecciones de economía monetaria, México, D. F. , UACP y P-CCH-UNAM, 1994, 233 p.

MARTÍNEZ, Le Clainche Roberto, Curso de Teoría Monetaria y de Crédito, México, D.F., FCE, 1968, 265 p.

MAZA, Zavaka Domingo Felipe, La crisis monetaria internacional, Caracas Venezuela, Universidad Central de Venezuela, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, 1973, 80 p.

NAFIN, "Criterios Generales de políticas económicas para 1987: Consideraciones técnicas complementarias" El Mercado de Valores, México, D. F. año XLVII, núm. 1, Enero 5 , 1987: 1-19 p.

NAFIN, "El ahorro en una economía mundial de crecimiento" El Mercado de Valores , México, D.F., año LVI, núm. 8, Agosto 1995: 23-25 p.

NAFIN, "El ahorro en una economía mundial de crecimiento" (2ª parte) El Mercado de Valores. México, D. F. , año LVI, núm. 9, Septiembre 1995: 39-46 p.

NAFIN, " Informes sobre la situación económica , las finanzas y la deuda pública en el cuarto trimestre de 1994" El Mercado de Valores, México, D. F., año LV, núm. 4 , Abril 1995: 49-63 p.

NAFIN, "La experiencia mexicana sobre las entradas de capital" El Mercado de Valores, México, D.F., año LV, núm. 3, Marzo 1995: 27-31 p.

NAFIN, "Medidas financieras para la estabilización en México" El Mercado de Valores, México, D:F: año LVI, núm. 7, Julio 1995: 27-31 p.

NAFIN, " México: Operaciones de intercambio de deuda pública " El Mercado de Valores, México, D.F., año LV, núm. 3, Marzo 1995: 21-26 p.

ORTÍZ, M. Guillermo, La reforma financiera y la desincorporación bancaria, 1ª edición , México, D.F., FCE, 1994, 363 p.

SOLÍS, Leopoldo, Crisis Económica Financiera, 1994-1995, México, D.F., FCE, 1996.

TOMAGNA, Frank, Formulación y Ejecución de la política monetaria, México, D. F. , CEMLA, 1964 , 279 p.