

20

Zigjell

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

Facultad de Economía

**Los Certificados de Tesorería de la Federación
Nueva Estrategia de la Política Monetaria en
México**

T E S I S

Que para obtener el título de:
LICENCIADO EN ECONOMIA
p r e s e n t a :
SABINO ALVARO CASTREJON REYES

México, D. F.

1981



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.

I N D I C E

	<u>Página</u>
<u>INTRODUCCION</u>	1
<u>CAPITULO I</u> <u>BOSQUEJO DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS</u> <u>DE POLITICA MONETARIA</u>	5
A. <u>Las Operaciones de Redescuento</u>	5
a.1 Finalidades	6
a.2 Modalidades	8
a.3 Otros Rasgos Sobresalientes	11
a.4 La Utilización del Redescuento en México	14
B <u>El Encaje Legal</u>	19
b.1 Objetivos Generales	19
b.2 Integración de las Reservas Bancarias	22
b.3 El Sistema de Encaje Legal en México	24
C. <u>Significado y Alcance de las Operaciones de</u> <u>Mercado Abierto</u>	38
c.1 Objetivos	38
c.2 Articulación Banco Central - Tesorería	40
c.3 Experiencias de Otros Países	43

<u>CAPITULO II</u>	<u>IMPLEMENTACION DE LOS CERTIFICADOS DE TESORERIA DE LA FEDERACION (CETES)</u>	48
A.	<u>Antecedentes</u>	48
B.	<u>La Base Legal para la Emisión de CETES</u>	52
C.	<u>Finalidades que se Persiguen</u>	55
D.	<u>Operaciones a Realizar</u>	57
	d.1 Compra - Venta	57
	d.2 Reporto	60
	d.3 Préstamo	62
E.	<u>El Sistema de Comercialización</u>	64

<u>CAPITULO III</u>	<u>EVOLUCION DEL MERCADO DE CETES EN SUS DOS AÑOS Y MEDIO DE VIDA</u>	66
A.	<u>El Mercado Primario</u>	66
a.1	La Colocación de CETES	66
a.2	El Pago de Comisiones a las Casas de Bolsa	68
a.3	Las Emisiones de Certificados	71
B.	<u>El Mercado Secundario</u>	78
b.1	Evolución de las Operaciones de Contado y Reporto	79
b.2	La Penetración de los Certificados en la Economía	81
C.	<u>Los CETES y los Instrumentos Análogos de Estados Unidos</u>	85
D.	<u>La Capacidad de la Economía para Absorber CETES</u>	87
<u>CAPITULO IV</u>	<u>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES</u>	94
A.	<u>Conclusiones</u>	94
B.	<u>Recomendaciones</u>	99

Página

ANEXO ESTADISTICO

106

BIBLIOGRAFIA

116

INDICE DE ESQUEMAS, GRAFICAS Y CUADROS

Página

ESQUEMAS

-	Esquema Básico de Repercusión de la aplicación del Redescuento	8
-	Efecto Primario del Encaje Legal en la Economía	21
-	Esquema del Mercado Primario de los CETES	66
-	Esquema del Mercado Secundario de los CETES	78

GRAFICAS

-	Diferencial Ajustado de los CETES	76
-	Principales Tenedores de CETES en la Economía 1978 - 1980	84

CUADROS

No. 1	Características de las Emisiones de Certificados de Tesorería -Mercado Primario- 1978	107
No. 2	Características de las Emisiones de Certificados de Tesorería -Mercado Primario- 1979	108
No. 3	Características de las Emisiones de Certificados de Tesorería -Mercado Primario- 1980	109
No. 4	Operaciones con Certificados de la Tesorería de la Federación 1978	110
No. 5	Operaciones con Certificados de la Tesorería de la Federación 1979	111
No. 6	Operaciones con Certificados de la Tesorería de la Federación Enero - Julio 1980	112
No. 7	Principales Tenedores de Certificados de Tesorería 1978	113
No. 8	Principales Tenedores de Certificados de Tesorería 1979	114
No. 9	Principales Tenedores de Certificados de Tesorería Enero - Julio 1980	115

INTRODUCCION

En vista de que en la actualidad la política económica general, que rige las directrices de un país, debe disponer de las herramientas necesarias para alcanzar los objetivos socio-económicos que las autoridades competentes han delineado; en el presente trabajo se abordará el estudio de un tema que viene a constituir un punto neurálgico de la política monetaria en México: "Los Certificados de Tesorería de la Federación".

Los Certificados de Tesorería de la Federación, conocidos en la jerga bursátil como "CETES", a través de las operaciones de mercado abierto vienen a formar parte de los instrumentos de que disponen las autoridades monetarias. Dichos instrumentos pueden ser reunidos en dos grandes grupos: los de tipo general, tal es el caso del redescuento y anticipos, operaciones de mercado abierto y encaje legal; y los de carácter específico o directo, como son los controles directos del volumen del crédito, la persuasión moral y los controles cualitativos de la distribución del crédito.

El uso de estos instrumentos puede llevarnos a una política monetaria y crediticia cuyo propósito fundamental está enmarcado en:

Un campo estrictamente cuantitativo, es decir que persiga regular la liquidez y el crédito de la economía;

una esfera con rasgos netamente cualitativos que busque la optimización de las variables financieras, en pro del desarrollo socio-económico del país; y

por último, una alternativa que pretenda la articulación de intereses desde el punto de vista cuantitativo y cualitativo.

El hecho de que en un país se utilicen determinados instrumentos dependerá de las condiciones específicas de su economía. En México los medios de política monetaria y crediticia que se emplean para alcanzar los objetivos que en esta materia se han trazado, tienen características propias que los hacen diferir de los utilizados en otros países "esto se debe, por un lado, a la mayor importancia de las metas cualitativas que deben cumplirse en nuestro país, y por el otro, a la falta de un mercado desarrollado de capital". ^{1/}

La hipótesis central que se manejará en el presente trabajo estará orientada en el siguiente sentido:

Aún cuando los Certificados de Tesorería de la Federación todavía no alcanzan a afectar en la medida deseada la cartera de las instituciones bancarias y del público no bancario, éstos pueden llegar a constituirse en uno de los instrumentos más importantes de que dispongan las autoridades financieras para coadyuvar a los objetivos de política económica.

^{1/} Luis Sánchez Lugo. "Instrumentos de Política Monetaria y Crediticia". Ensayo del libro "Cincuenta años de Banca Central". Edit. Fondo de Cultura Económica 1976, Pág. 370.

En el Capítulo I, se analizarán a nivel teórico y enfocados al caso de México, las dos herramientas clásicas más importantes que las autoridades monetarias han dispuesto: el redescuento y el encaje legal.

Por otra parte, aún cuando las operaciones de mercado abierto no han operado en nuestra economía, se considerarán las cualidades sobresalientes de las mismas y las experiencias que sobre ellas tienen otros países.

En el Capítulo II se evaluará el antecedente más inmediato de los CETES: Los Bonos de Tesorería. Esta experiencia como antecedente inmediato de la colocación pública de valores gubernamentales, tiene gran significado ya que a través de su conocimiento se puede evitar volver a caer en errores que obstaculicen el funcionamiento de los Certificados.

En un segundo inciso, se efectuará el estudio de los CETES en sus aspectos generales. Con esta finalidad se consultará la iniciativa del Decreto que el Ejecutivo envió al Congreso de la Unión para que se le autorizara la emisión de estos títulos de crédito.

Asimismo, se destacarán cuales son los objetivos medulares que se tratan de alcanzar con el funcionamiento del mercado de los CETES: los rasgos que sobresalieron a la fecha en que se implementó el uso de los mismos y se describirán los tres tipos de operaciones que con ellos se pueden realizar: compra-venta, reporto y préstamo.

En el Capítulo III se centrará la atención en la medición cuantitativa - del mercado de CETES, la participación del público en las transacciones con éstos, los elementos que de una u otra manera han afectado su dinámica, cuáles - son las implicaciones que conlleva el rendimiento que proporcionan, qué relación existe entre los Certificados y el Gobierno Federal; cuál es la finalidad que se - persigue al integrar el fondo de regulación monetaria; asimismo, se confrontarán cualitativamente a los CETES con los instrumentos análogos que existen en Estados Unidos y en un último inciso se pretenderá determinar, a través de un modelo, cuál es la capacidad que tiene la economía y el sector privado para absorber - CETES.

Y por último, en el Capítulo IV, se anotarán las conclusiones y consideraciones que sobre el tema se obtengan.

CAPITULO I

BOSQUEJO DE LOS PRINCIPALES INSTRUMENTOS DE POLITICA MONETARIA.

A. Las Operaciones de Redescuento

Con el fin de determinar lo que son las operaciones de redescuento con sultaremos a dos especialistas.

El Dr. Frank Tamagna dice: "El redescuento es una operación mediante la cual un banco central otorga temporalmente fondos a los bancos comerciales o a otras instituciones crediticias contra documentos comerciales seleccionados a corto plazo, u otros de su cartera". 1/

El Dr. Aldo A. Arnaudo define el redescuento como: "El préstamo que realiza el banco central o la autoridad monetaria encargada de la emisión (con pocas excepciones el monopolio de emisión corresponde al banco central) al sistema bancario. Siendo un préstamo, la entidad otorgante puede establecer un volumen a conceder o una tasa a la cual el préstamo se realiza". 2/

Resumiendo, el redescuento es un préstamo prendario, respaldado prin-

1/ Frank Tamagna. "Formulación y Ejecución de la Política Monetaria". - Edit. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos 1964, Pág. 108.

2/ Aldo A. Arnaudo. "Economía Monetaria". Edit. Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos 1972, Pág. 101.

principalmente con papeles de tipo comercial, que se realiza en determinados momentos entre el banco central (prestamista) y las instituciones de crédito (prestarios) sean bancos de primero o segundo piso.

a.1 Finalidades

El redescuento fue el primer instrumento que utilizaron los bancos centrales, en forma especial los europeos, para llevar a la práctica su política monetaria. Aun cuando sus orígenes se remontan a los momentos en que los bancos centrales actuaban como bancos comerciales, la primera vez que se le utilizó como instrumento regulatorio o de política fue a mediados del siglo XIX por el Banco de Inglaterra.

En el siglo XX, desde los primeros momentos de su desarrollo, las finalidades por las que se le ha venido usando han manifestado cambios significativos. En este contexto, la trascendencia de las operaciones de redescuento antes de la década de los veinte, residía en la apreciación de que los bancos centrales debían tratar de intervenir lo menos posible en la actividad económica, de ahí que su política se circunscribiera a afectar indirectamente la liquidez de la economía a través del costo del crédito.

En la tercera década, mantener la estabilidad cambiaria fue el hecho -

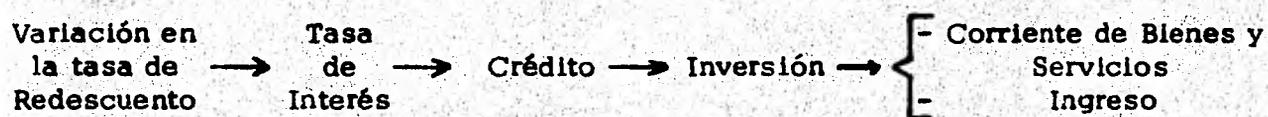
que preocupó a los bancos centrales europeos y para ello utilizaron el redescuento; en la década de los treinta, la política de control de cambios propició que el mercado de dinero contase con una mayor liquidez, con lo cual los requerimientos de crédito de los bancos comerciales disminuyeron y con ello mismo la importancia del redescuento. En los años cuarenta, dado que en un principio se necesitaban recursos para financiar la guerra y posteriormente para llevar a cabo la reconstrucción e inversiones que se requerían, la política monetaria y crediticia que estaba vigente, se basaba en tasas de intereses fijas y bajas; por lo mismo las tasas de descuento se mantuvieron en niveles mínimos e inalterables.

Posteriormente, desde los primeros años de la década de los cincuenta, la llamada época del renacimiento de la política monetaria, el redescuento ha venido adquiriendo un matiz peculiar. Así, este instrumento tiende a utilizarse cada vez más al lado de otros instrumentos monetarios -tasas flexibles de interés, encaje legal, operaciones de mercado abierto, etc.- con el fin de desaparecer el automatismo de que había estado impregnado.

Una vez visualizada la evolución e importancia del redescuento a lo largo del tiempo, se puede destacar que el propósito fundamental e inmediato de éste, radica en afectar el costo y las disponibilidades del crédito bancario, es decir, modificar la liquidez y elasticidad de la estructura del crédito. El impacto que adquiera en un momento dado la política de redescuento, dependerá del grado

de vinculación que exista entre la institución central y los demás bancos (comerciales y de inversión); del nivel de madurez del mercado monetario y de la forma en que el público, personas morales y físicas, responda a la medida adoptada.

ESQUEMA BASICO DE REPERCUSION DE LA APLICACION DEL REDESCUENTO



a.2 Modalidades

En vista de que cada economía tiene determinados objetivos socio-económicos que alcanzar, el redescuento, como instrumento de política monetaria y crediticia, ha adquirido diferentes modalidades que vienen a configurar un matiz peculiar en los países en los que se utiliza.

En Inglaterra, la tasa de redescuento adquirió el rasgo típico de tasa -

penal; 3/ ya que, debiendo ser la fuente última de crédito, las condiciones bajo las cuales proporcionaba liquidez el Banco Central a las casas de descuento eran más onerosas que las del mercado de dinero.

Así, las casas de descuento encuentran la conveniencia de recurrir al mercado de dinero para adquirir los recursos que necesitan, por el hecho de que en éste se opera en forma casuística, es decir, cada transacción está sujeta a una tasa que variará de acuerdo al margen de tiempo y monto de dinero que implique la operación.

Lo anterior no quiere decir que el Banco Central no tenga ninguna influencia en el mercado de dinero; por el contrario, la estructura que en un momento dado tenga la tasa de descuento, estará determinada por las expectativas que el mercado tenga en relación al futuro desenvolvimiento de dicha tasa y de las presiones que puedan surgir para que éste se vea obligado a solicitar la ayuda del Banco.

En Alemania por su parte, el redescuento tuvo un difundido uso a partir de la formación del Bank Deutscher Laender en 1948. En los primeros años, el citado Banco se caracterizó por el manejo de una amplia variedad de tasas de redescuento, para así poder hacer frente a los requerimientos de crédito que estaban -

3/

La "tasa penal" se constituye como tal, cuando el Banco Central trata de mantener siempre su tasa de redescuento por encima de las principales tasas del mercado, es decir, que el costo del crédito que proporciona sea más elevado que el costo de los fondos que se obtienen en el mercado.

respaldados con documentos originados del comercio internacional.

En este país, los movimientos que se producen en la tasa de redescuento tienden por lo general a repercutir en las tasas de los activos financieros.

Tomando en cuenta que con el redescuento utilizado como instrumento de control cuantitativo del crédito y del medio circulante, no se tiene el suficiente apoyo para poder alcanzar los objetivos de política monetaria y crediticia, el Bank Deutscher Laender ha tenido que recurrir a otras herramientas, tal es el caso del coeficiente de reserva, las operaciones de mercado abierto, la persuasión moral y otros controles directos.

En el Japón, desde el momento en que se volvió a hacer uso de la política monetaria y crediticia en los primeros años de la década de los cincuenta, el redescuento ha adquirido una mayor importancia para controlar el crédito.

En este contexto, el Banco Central del Japón opera en forma muy similar al mercado de dinero de Inglaterra, o sea, utiliza diferentes tasas de redescuento para poder hacer frente a las necesidades de fondos que a nivel particular tienen las instituciones bancarias.

Cabe hacer la observación de que cuando se ha presentado el caso en que un banco rebasó los coeficientes de sus activos y pasivos que se le señalan, el Banco del Japón ha aplicado tasas penales a los documentos que presentan pa -

ra redescuento.

Otra innovación que merece ser comentada, es la que llevó a cabo el Banco Central del Canadá. Este, a mediados de la década de los cincuenta, introdujo la modalidad de adoptar una tasa de redescuento flexible que se ubicaría 0.25% arriba de la tasa promedio semanal a que se colocaban las Letras del Dominio o de la Tesorería.

Simultáneamente a esta medida, el Banco Central del Canadá decidió limitar los anticipos a siete días y aplicar sobretasas a las renovaciones, con lo cual el carácter penal de la nueva política se vió favorecido.

Antes de que el Banco del Canadá implantase la tasa flexible, el nivel que adquiría el redescuento era poco tomado en cuenta por la comunidad bancaria, ya que los bancos recurrían en contadas ocasiones al financiamiento del Banco Central.

En los casos previamente considerados se destaca, en primer lugar, el manejo de una tasa de redescuento con características punitivas; posteriormente se perfila el uso de una serie de tasas con fines netamente selectivos y, por último, se observa el manejo del redescuento a niveles cambiantes.

a.3 Otros Rasgos Sobresalientes

En las operaciones de redescuento se perfilan tres elementos que son -

fundamentales:

- * La tasa a que el Banco Central proporciona crédito a los bancos solicitantes, comúnmente conocida con el nombre de tasa de redescuento. En este sentido, dicha tasa viene a representar el costo del dinero que se obtiene del Banco Central.
- * El documento que es susceptible de redescantar, y
- * los diferentes criterios que utiliza el Banco Central para conceder los créditos.

El Banco Central puede incentivar o desalentar los préstamos a través de los movimientos de la tasa de redescuento, o sea, bajando o elevando la tasa de redescuento, proporcionando o limitando los reglamentos para la aceptación de los documentos y modificando las cláusulas y condiciones necesarias de las transacciones.

Por otra parte, se ha asumido como un principio básico entre los diferentes países, salvo algunas excepciones, tal es el caso de Francia, el de no instituir el redescuento como una fuente continua de recursos para la banca comercial y de inversión. Así, el objetivo fundamental que debe cumplir este instrumento es el de proporcionar los fondos suficientes para hacer frente a las necesidades coyunturales de tipo estacional o de urgencia.

Adicionalmente, muchos bancos centrales (entre los que destacan Francia, Alemania Occidental y Japón) también han usado el redescuento con el propó

sito de canalizar el financiamiento hacia actividades prioritarias; es decir, se le da el carácter de instrumento de control selectivo del crédito, lo cual implica la utilización de tasas de redescuento diferenciales cuya aplicación dependerá del tipo de documento o del destino del crédito. Esta modalidad pretende proporcionar un flujo de crédito más barato, o más fácil a ciertos sectores; sin embargo, se ha enfrentado al obstáculo de la filtración que han ejercido los sectores excluidos.

En los países donde no existe un mercado de dinero desarrollado, es decir, que aun cuando haya una demanda de crédito por períodos cortos y una corriente de oferentes de dinero para lapsos similares, no se cuenta con los profesionales de mercado para utilizar todos los fondos excedentes, en especial los de períodos muy cortos. Es en este tipo de economías, donde la banca comercial y de inversión, junto con la Tesorería, se constituyen como el mercado de dinero, el cual aun cuando vincula a la oferta con la demanda respecto a varios tipos de recursos excedentes de corto plazo, en contadas ocasiones es lo suficientemente dinámico y amplio como para absorber todas las fuentes de fondos prestables, sobre todo las existentes en períodos muy cortos, por lo cual no tiene la capacidad para responder inmediatamente a las fluctuaciones que se registren en la tasa de redescuento.

El éxito que alcance en un momento dado la política de tasa de redes -

cuento dependerá:

- * Del grado de desarrollo del mercado de dinero.
- * De la afluencia que manifiestan los bancos comerciales y de inversión hacia el crédito del Banco Central. 4/
- * De la elasticidad que impere en la estructura económica.
- * De la penetración que tenga el Gobierno en el Sistema Bancario y, en general, en la actividad económica.
- * Y, por último, de la vinculación que exista a nivel internacio -
nal entre los diferentes países. 5/

a.4 La Utilización del Redescuento en México

Este instrumento de política monetaria ha sido utilizado desde los pri -
meros vestigios de la formación del Banco de México. En este contexto, en la -
ley que creó el Banco Unico de Emisión, con fecha 8 de diciembre de 1917, se -
señalaba que dicha institución tendría el carácter de banco de emisión y descuenu

4/ La vinculación más estrecha que se ha desarrollado, a partir de la se -
gunda gran guerra, entre los principales mercados financieros de occi -
dente y la banca de las economías del resto del mundo, ha propiciado -
que éstas últimas tengan un mayor acceso a la liquidez en los períodos
que así lo requieren, lo cual ha reducido aún más la necesidad de -
tener que recurrir al crédito del Banco Central.

5/ La consideración de este punto es importante, ya que aun cuando los -
bancos y empresas públicas o de participación estatal suelen operar en
forma muy similar a los de propiedad privada y no gozan de ningún trato
preferencial en el redescuento, pueden haber sutilizas difíciles de per -
catar.

to; ya que, por lo que a esto último se refiere, los créditos que otorgaría reves - tirían la forma de descuento, salvo los casos en que los préstamos se realizaran con garantía de barras de metales preciosos o monedas extranjeras de oro.

Más tarde, con la formación del Banco de México (el 25 de agosto de 1925), las operaciones de redescuento 6/ se constituyeron como uno de los ca - sos a través de los cuales se podía apoyar la emisión de billetes y, aún más, - considerándoseles como uno de los objetivos de la institución, su existencia era esencial para que el Banco de México adquiriese y conservase el carácter de ban - co de bancos.

Las ideas expuestas en la ley que creó el Banco de México, de hecho - prevalecieron en las modificaciones que posteriormente se le hicieron. En efecto, en la reforma del 25 de julio de 1931, se decía que la emisión de billetes, cuya - aceptación era voluntaria, sólo podía realizarse con la reserva correspondiente de la moneda legal (monedas de plata) nunca inferior al 50% de su valor; pero sobre todo no podían ser emitidos sino a consecuencia del redescuento o cuando se hu - biese logrado mantener la paridad legal, en oro o divisas de setenta y cinco centí - gramos de oro puro por peso, de esta manera el billete que circulase como resulta - do de una operación de redescuento tenía, adicional a la reserva metálica, la ga -

6/ Los documentos factibles a redescantar debían ser de origen comercial, pagaderos en oro y con vencimiento a un plazo no mayor de 90 días a - partir de la fecha de la operación.

rantía del valor de los documentos redescontados y por lo mismo su ciclo de vida quedaba condicionado por la duración de los documentos objeto de tal operación.

Por otra parte, en dicho documento, se autorizó la creación de un sistema transitorio de redescuento mucho más amplio del que ya existía; mediante éste, fueron admitidos los bancos que no estaban asociados al Banco de México una vez que era ratificada su solvencia 7/ por la Comisión Nacional Bancaria y que las operaciones de redescuento fueran aprobadas por la Junta Central Bancaria. 8/ - Los documentos a redescantar debían proceder de la actividad comercial pagaderos en moneda nacional y por un plazo no mayor de 90 días a partir de la fecha de la operación.

En los posteriores decretos (1932-1935) que modificaron la ley que reformó la Constitutiva del Banco de México, únicamente se consideraron cambios en la clase de documentos que eran factibles redescantar; ya que el objetivo central del redescuento era el mismo, servir de apoyo al Banco Central en la emisión de billetes. Aún más, estas consideraciones sobre el redescuento se percibe que permanecen vigentes en la Ley Orgánica del Banco de México publicada en el Día Oficial del 31 de agosto de 1936 y en la Ley que lo reformó el 29 de diciembre de 1938.

7/ Para lo cual, dichas instituciones debían mantener depositado en el Banco Central, en moneda nacional, la mitad de las reservas que conforme a la Ley estaban obligados a guardar por sus pasivos a la vista o por un plazo no mayor de 30 días.

8/ Esta fue creada en la ley considerada con carácter autónomo y se integró con el Secretario de Hacienda, un delegado del Consejo de Administración del Banco de México y por cinco delegados de todas las demás instituciones de crédito del país.

Fue en la nueva Ley Orgánica del Banco de México, publicada en el Diario Oficial del 31 de mayo de 1941, donde se consideró que la articulación de las operaciones de redescuento, el crédito que en general se otorgaba a las instituciones asociadas y el uso de otros instrumentos (depósito legal y la compra-venta - esporádica de valores) habían sido elementos decisivos para que el Banco Central pudiese regular la emisión y circulación de la moneda, así como los cambios sobre el exterior. Es decir, aquí ya se aprecia que la acción conjunta de los instrumentos de política monetaria puede coadyuvar a la obtención de mejores resultados.

En el decreto que reformó la anterior Ley Orgánica del Banco de México, publicado en el Diario Oficial del 31 de diciembre de 1947, solamente se precisaron la clase de documentos a redescantar y los requisitos que tenían que cumplir.

Es a mediados de la década de los cincuenta y principios de los sesenta, cuando se apreció un cambio sensible en el uso del redescuento. Este instrumento, cuya utilización se había enfocado básicamente a regular la oferta monetaria, empieza a convertirse en un medio importante a través del cual se puede estimular la actividad de determinadas ramas de la producción; es decir, el Banco Central le empieza a emplear para favorecer, dentro de una política selectiva, a determinadas áreas geográficas o sectores prioritarios de la economía.

En el logro de ese propósito, adquirieron un papel significativo los dife

rentes fideicomisos que el Gobierno Federal ha venido creando en distintas instituciones entre los que sobresalen los constituidos en el Banco de México, S. A., y Nacional Financiera, S. A.

A la fecha estos fideicomisos, considerados bancos de segundo piso, canalizan recursos financieros a las zonas y sectores que se necesitan estimular por medio de una política de redescuento a tasas de interés preferenciales y, adicionalmente, brindan a los prestatarios el asesoramiento técnico y algunas facilidades especiales que requieran.

Los recursos que manejan los diferentes fideicomisos provienen en su gran mayoría de las aportaciones que realiza el Gobierno Federal y la institución de la cual forman parte; de la colocación de sus propios valores (certificados de participación) y de los créditos que concertan con el exterior. El hecho de que provengan de diferentes fuentes los recursos que disponen los fideicomisos, les permite auspiciar inversiones que por su monto, plazo y factibilidad de recuperación a una institución bancaria le sería difícil apoyar.

Tomando en cuenta lo que se ha expuesto de los fideicomisos, los recursos que manejan éstos han adquirido una importancia creciente, ya que sirven de complemento a los fondos que canaliza el sistema bancario.

B. El Encaje Legal

En una primera instancia, se considera como encaje legal la absorción de recursos que el Banco Central efectúa del sistema bancario.

El monto que el Instituto Central fije como depósito obligatorio, estará determinado principalmente por: la política monetaria y crediticia que impere en el país; el carácter de los pasivos bancarios, sean monetarios o no monetarios, a la vista o a plazo; la moneda en que los depósitos estén constituidos, nacional o extranjera y, por último, de la ubicación geográfica de los bancos, en la provincia o en la capital, en centros urbanos o rurales.

"En México por sistema de encaje legal se entiende el régimen de asignación de los recursos captados por el sistema bancario, según reglas determinadas por la autoridad monetaria. Esto incluye el depósito obligatorio en el Banco de México, así como los renglones de crédito que los bancos tienen que cumplir según las proporciones establecidas". 9/

b.1 Objetivos Generales

De las diferentes variedades de reservas bancarias contra depósitos -

9/ Luis Sánchez Lugo. "Instrumentos de Política Monetaria y Crediticia". del libro "Cincuenta años de Banca Central"; Edit. Fondo de Cultura Económica 1976, Pág. 371.

que se han adoptado, a consecuencia de las variantes condiciones económicas, se han formado tres grupos, los cuales dado que son productos de un proceso dinámico en el tiempo, tienen ciertos propósitos que cumplir.

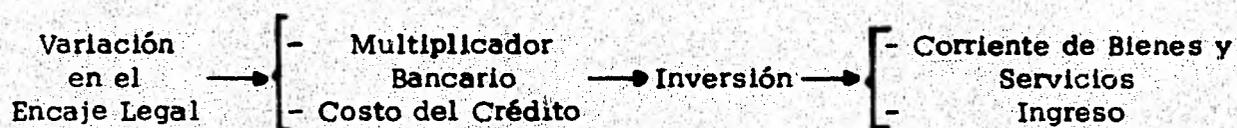
El primer coeficiente de reserva que se utilizó adquirió el carácter de "Coeficiente de respaldo o solvencia". Este, estaba integrado básicamente por depósitos en efectivo en el Banco Central u otros bancos; por lo general esta clase de coeficientes se mantenían en niveles que en muy contadas ocasiones eran modificados.

Los principales objetivos que se perseguían con estos coeficientes eran: proporcionar el apoyo necesario al sistema bancario para asegurar su buen funcionamiento aún en situaciones críticas y brindar la protección necesaria a los depositantes. Sin embargo, aun cuando raras veces eran movidos, su efecto también se dejaba sentir en las variables monetarias debido a que su aplicación llegaba a comprender el total de las obligaciones bancarias.

A pesar de que Australia desde 1939 empezó a emplear la técnica de una cuenta especial en los coeficientes de reserva para congelar los incrementos de los pasivos a partir de determinado nivel, no fue sino hasta finales de los años cuarenta y principio de los cincuenta cuando se usaron más ampliamente los "coeficientes de liquidez" cuyo propósito principal era absorber el exceso de liquidez que imperaba en la economía.

Para poder aminorar el exceso de medios de pago, los bancos centrales tuvieron que adoptar una política de coeficientes fácilmente movibles, sin embargo, no fue sino hasta mediados de la década de los cincuenta, cuando los coeficientes de liquidez adquirieron una mayor flexibilidad, con lo cual surgieron los llamados "coeficientes de control monetario". Su uso se enfocó a neutralizar las repercusiones negativas que se tienen en las violentas fluctuaciones cíclicas de la economía y para ajustar la corriente del crédito a condiciones estacionales o coyunturales.

EFFECTO PRIMARIO DEL ENCAJE LEGAL EN LA ECONOMIA



Actualmente, estos tres tipos de coeficientes de reserva bancaria se implantan entre los diferentes países, el hecho de que predomine uno de ellos, está en función de las condiciones que a nivel macroeconómico imperen en cada país y de los objetivos que se traten de perseguir.

b.2 Integración de las Reservas Bancarias

Las reservas que en un momento determinado mantienen los bancos se pueden reunir en dos grandes grupos:

1. Los coeficientes primarios. - Las reservas bancarias primarias se constituyen básicamente de efectivo (billetes y monedas) y en algunos casos, de determinado tipo de depósitos. Casi siempre predomina la tendencia que los montos en reserva se mantengan en el banco central, pero en ocasiones, tal es el caso de Austria y Bélgica, se admite que los depósitos que realizan los bancos comerciales en la Oficina Postal de Ahorros se incluyan en el encaje legal.

En países como Bélgica, Francia, El Reino Unido y Canadá, cuando los bancos se encuentran ubicados fuera de los centros financieros, se les ha permitido que ellos mismos mantengan sus reservas.

El Deutsche Bundesbank no permite que los fondos en caja se incluyan dentro de las reservas; sin embargo, admite que los bancos chicos y los que se encuentran fuera de las ciudades importantes tengan reservas más bajas. En Suecia y Dinamarca, se ha convenido que los bancos incluyan los depósitos interbancarios en sus reservas.

2. Coefficientes secundarios.- Las reservas secundarias se encuentran - constituidas por todo tipo de depósitos y por billetes y monedas. Dentro de los - diferentes tipos de documentos que se consideran en estas reservas, se encuen - tran: los valores de la Tesorería que en forma común o especial son emitidos, en otros casos se incluyen las letras comerciales que sean redescontables, presta - mos de corto plazo y a la vista, letras de cambio e incluso ciertos activos cuyo - plazo es de más de un año.

El establecimiento de los coeficientes de reserva bancaria ha estado de terminado por diferentes autoridades. Así, en un principio los bancos, en forma - especial los europeos, mantenían por costumbre un coeficiente de reserva de acuer - do a las apreciaciones que obtenían de la práctica.

En la década de los treinta, la ley empezó a señalar los coeficientes de reserva; en países como Dinamarca, Noruega y Suecia se les consideraba un ins - trumento adecuado y sano que sólo era factible modificar con una ley parlamenta - ria y hubo casos en que se señalaba la implantación de coeficientes específicos - si el gobierno u organismos externos al banco central así lo consideraban pertinen - te. Lo anterior no quiere decir que el banco central quedaba excluido de poder - sugerir al gobierno la acción más apropiada.

Al inicio de los años cincuenta, en Austria, Suiza y Holanda se consti-

tuyeron los coeficientes secundarios en base a los convenios que se entablaron entre el banco central y los bancos comerciales; estos acuerdos informales por lo general se realizaban a iniciativa y exhortación del Instituto central.

A finales de los cincuenta, el banco central empezó a determinar los coeficientes de reserva que debía cumplir la banca comercial. Sin embargo, en países como Japón y Nueva Zelandia antes que el banco central pueda llevar a cabo un cambio en los coeficientes de reserva debe someterlo a la aprobación del ministro de Hacienda o del gobierno; en los países donde existen comisiones superiores, tal como sucede con el Consejo Nacional del Crédito en Francia y el Comité Interministerial para Crédito en Italia, son éstos los que disponen de la autoridad para modificar el encaje legal.

b.3 El Sistema de Encaje Legal en México

El empleo del mecanismo de encaje legal nace propiamente con la constitución del Banco de México en 1925, cuando éste dispuso que los bancos comerciales mantuvieran en él una reserva en oro equivalente al 10% del total de sus pasivos. ^{10/} Dado que esta medida se estableció como garantía para los depósitos a la vista, el uso de este instrumento se caracterizó por aplicarse en forma

^{10/}

Sin efecto de caer en contradicción con lo expuesto, se dice que el primer vestigio de un instrumento controlador de las disponibilidades de recursos monetarios que fue utilizado por el Banco de México, se encuentra en el llamado "Bono de Caja"

excepcional y como un control puramente cuantitativo.

Importantes sucesos en la economía mundial como la recesión de Estados Unidos en 1927, y la crisis de 1929-33, repercutieron de tal manera en la vida económica de México, que dejaron ver que existían fuertes limitaciones por parte del Banco de México para regular la oferta monetaria. Por otra parte, la elevación de los precios internacionales del oro y la plata; el consecuente atesoramiento de las monedas de plata y la ausencia de billetes de banco generaron una escasez de medios de pago que entorpeció el desenvolvimiento natural de la actividad económica.

En este contexto, el sistema monetario bimetalista que existía en México se modificó el 25 de julio de 1931, con la denominada "Ley Calles". A través de esta ley, por un lado, se desmonetizó el oro y, por el otro, a las monedas de plata se les concedió poder liberatorio ilimitado.

En vista de que esta ley se contradijo, puesto que uno de sus objetivos básicos enunciado en su exposición de motivos era el sostenimiento de una paridad cercana a \$2.5 pesos por dólar, lo cual se logró reduciendo drásticamente el circulante, ^{11/} la actividad económica se contrajo.

^{11/} Por lo que a las monedas de plata se refiere, su acuñación quedó prohibida.

El aspecto positivo de esta política depresiva consistió en haber acelerado la reestructuración y conversión del Banco de México en la autoridad bancaria central. En efecto, con la ley de 1932, el Banco de México adquirió el carácter de banco de bancos y además se estableció una baja en el régimen obligatorio del 10 al 5% con el fin de favorecer el financiamiento.

Dado que las ventajas obtenidas con la devaluación de 1932 empezaron a anularse cuatro años después, debido a las presiones inflacionarias que a nivel interno existían y a las devaluaciones de las monedas europeas, con la nueva ley constitutiva del Banco de México en agosto de 1936, se sentaron las bases para la institucionalización del control selectivo del crédito y por lo que al depósito legal se refiere, este se incrementó del 5 al 7% y se posibilitó la creación de tasas diferenciales según el tipo de depósito y la zona bancaria.

Posterior a estos sucesos y de la expropiación petrolera, se suscitaron represalias contra México, fuga de capitales y bajas en el precio de la plata, lo cual agravó la situación financiera del sector público, generándose un déficit presupuestal que llevó a recurrir intensivamente al sobregiro con el Banco de México de tal manera que se tuvo que reformar una vez más la Ley Orgánica de dicha institución en diciembre de 1938. A través de esta nueva ley se autorizó al Banco Central a emitir "Bonos de Caja" que le permitieron recoger ahorros y contraer la oferta monetaria.

La acción de la Segunda Guerra Mundial trajo para el país, al mismo tiempo que una reactivación de la actividad económica, una fuerte expansión monetaria y precisamente para contrarrestarla fue que en abril de 1941 se aprobó una nueva Ley Constitucional del Banco de México con la finalidad de adecuar los instrumentos existentes o crear otros de acuerdo a las nuevas condiciones económicas. Así fue como se utilizó una variante del mecanismo de operaciones de mercado abierto que, en lugar de vender valores, operó con oro y plata; adicionalmente, se fijó entre 5 y 20% el encaje para pasivos en moneda nacional. Posteriormente, al no ser suficientes estos porcentajes de encaje legal para frenar el crecimiento de la oferta monetaria, en diciembre del mismo año se elevaron al 50% como máximo.

Gracias a las facultades que caracterizaron a la Nueva Ley Bancaria de abril de 1941, el requisito del depósito obligatorio se convirtió en el instrumento primordial de la regulación monetaria.

En 1942, se hace efectivo el establecimiento de encajes diferenciales de acuerdo a las necesidades de crédito de las diferentes regiones y considerando que en el interior de la República los bancos conceden importantes volúmenes de financiamiento a la producción, se establecieron para ellos una tasa menor que la del Distrito Federal. Asimismo, se fijó que el 60% de los créditos se deberían dirigir a la producción y el 40% al comercio, con ello se amplió el alcance legal -

del control selectivo del crédito.

También en 1942, el Banco de México firmó un convenio con los bancos de la capital con el fin de que éstos mantuviesen su cartera al nivel del 31 de octubre, para ello tenían que llevarle todos los depósitos que excedieran del monto de esa fecha; es decir, con esta medida se estableció por primera vez un encaje marginal del 100%.

En el período 1943-1949, se introdujeron variaciones en la imposición del encaje, atendiendo a las condiciones que imperaban en las localidades del país, a los distintos tipos de instituciones (depósito y ahorro) y de acuerdo a la denominación de los depósitos (moneda nacional o moneda extranjera). 12/ Estas variaciones se realizaron combinando características tanto cuantitativas como cualitativas.

En este contexto, en 1948 la creciente demanda de créditos para importar hizo temer a las autoridades monetarias que los bancos comerciales recurrieran a la venta masiva de los valores gubernamentales. Por lo cual, se comenzó a aplicar otro instrumento de control del crédito denominado "coeficiente mínimo de liquidez" o "encaje de valores" que serviría para regular el volumen del crédito y la liquidez de los bancos, ya que a través de este instrumento se forzó a los

12/

La actividad del Banco de México también estuvo condicionada por la salida de capitales que se originó en la post-guerra, la necesidad de satisfacer la demanda de bienes de capital y la elevación en el precio de los productos importados. Esto a su vez, alteró las relaciones de intercambio, el nivel del circulante y las reservas internacionales.

bancos de depósito y de ahorro a mantener en sus carteras valores del Gobierno - o de empresas públicas.

En 1949, al introducirse en el régimen de depósito obligatorio varios - cajones de inversión en valores y créditos a mediano y largo plazo, se acentuó el enfoque cualitativo de las medidas de control monetario y crediticio. Asimismo, en ese año se acordó que el mecanismo de encaje sería obligatorio para los ban - cos, abandonándose el "pacto de caballeros" que prevaleció durante la guerra.

Al principio de la década de los cincuenta, con motivo de la entrada de capitales que se originó en el inicio de la guerra de Corea, los préstamos del exterior y las inversiones extranjeras, el Banco de México tuvo, una vez más, que absorber el exceso de liquidez vendiendo oro, plata y valores gubernamentales. - Asimismo, en 1951, se acordó que los bancos de depósito mantuvieran en el Banco de México el 100% del incremento que se registrase en sus pasivos computables - a partir del 15 de junio de ese año; con este encaje marginal se logró limitar la - expansión crediticia y compensar en parte la entrada masiva de divisas.

A consecuencia de la recesión a que Estados Unidos se enfrentó en - 1952-1953 y de la mayor inflación que a nivel interno se generó, la demanda exter - na por los productos nacionales disminuyó; aunado a esto, se originó una salida - de capitales especulativos, lo cual provocó una baja en la captación del sistema bancario. Con objeto de que los bancos privados de depósito no redujeran su car-

tera de créditos a la producción, el Banco de México liberó el encaje marginal de 100% que les había fijado en junio de 1951.

Sin embargo, la necesidad de alentar la producción con un control en las presiones inflacionarias y garantizando la liquidez suficiente, no pudo ser apoyado cabalmente por la política monetaria y de ahí que en 1954 se devaluó nuevamente el peso.

En 1958, se incorporó por primera vez a la banca de inversión en el régimen de depósito obligatorio, a fin de equilibrar la competencia de ésta con las demás instituciones. Para tal efecto, se modificó la Ley General de Instituciones de Crédito y se les fijó a las financieras un depósito obligatorio no menor de 5% ni mayor de 30% del pasivo exigible en moneda nacional y extranjera.

En los años comprendidos entre 1960 y 1970, se distinguió una poca utilización de las tasas de reserva bancaria obligatoria como instrumento del control de la expansión monetaria; éste más bien se apoyó en el control de los renglones de la base monetaria. Lo anterior queda de manifiesto en el hecho de que el encaje básico establecido para los bancos de depósito, por un lado, no sobrepasó en ningún momento el 30% y, por el otro, entre el 15% y el 20% del mismo era integrado por valores gubernamentales que pagaban entre el 5% y 8% de interés anual, lo cual reducía en gran medida el costo en que incurrían los bancos comerciales al mantener los márgenes fijados.

Por lo que toca al control ejercido en los incrementos de la base, ésto fue logrado por los déficits presupuestales obtenidos dentro de rangos manejables que permitieron su financiamiento con los créditos contratados en el exterior y con el incremento del ahorro interno. La posibilidad de obtener ampliaciones en el ahorro interno fue determinada por los bajos incrementos en los precios, lo cual permitió la existencia de tasas reales de interés positivas.

Esta situación de baja inflación y acelerado crecimiento, así como el sano manejo de la política monetaria, permitió la adecuada expansión de la liquidez con las necesidades efectivas de la economía.

Durante el período de desarrollo estabilizador, sólo se presentó una ocasión en que la política monetaria utilizó en forma importante el instrumento de encaje legal para lograr una limitación sustancial de los medios de pago. Así, en 1966 se elevó el encaje al 60% sobre el pasivo de los depósitos a plazo, correspondiendo 10% a depósitos sin interés y el 50% restante a la adquisición de valores gubernamentales.

En el caso de los bancos de ahorro, las regulaciones de encaje fueron aún más flexibles, ya que de 1955 a 1972, se mantuvo un régimen que en lo sustancial permaneció inalterable. El encaje básico regulaba sólo el 10% del pasivo representado por cuentas de ahorro, dejando el 90% restante en inversión libre, en tanto que el encaje marginal era de 10% en depósitos sin interés y 37.5% en valo-

res gubernamentales; en cuanto a la canalización de recursos, se le dió preferencia al sector agropecuario.

Por otra parte, en este mismo período sobresalió la utilización de encaje en las financieras, el cual se constituyó como fuente de crédito importante para el Gobierno Federal a través de la colocación de bonos gubernamentales, ampliándose su porcentaje de participación, desde un 19.0% para el encaje básico hasta un 92.5% en el caso del marginal a partir del 31 de octubre de 1966. Del mismo modo se distinguió el renglón de depósito sin interés en este tipo de instituciones que, aunque reducido (1%), pareció obedecer a un lineamiento de política monetaria tendiente a restar liquidez a la economía.

Los apoyos crediticios otorgados por las sociedades financieras no tuvieron una finalidad bien definida, ya que el crédito selectivo fue empleado sin especificaciones. En efecto, no fue sino hasta 1966 en que, dejando de ser para inversión libre el 80% del pasivo sujeto a depósito legal, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público empezó a coordinar el financiamiento hacia los sectores prioritarios de la economía.

Este ambiente de estabilidad y crecimiento sostenido, fue interrumpido por presiones externas e internas en los inicios de los años setenta, presentando claramente sus consecuencias en la "atonía" de 1971. Las medidas adoptadas para lograr la recuperación de la economía condicionaron la aparición de fuertes presiones inflacionarias, las cuales en un principio no tuvieron efectos directos

sobre la tasa real de crecimiento; sin embargo, las distorsiones que provocaron en la asignación de recursos determinaron la reducción de ésta hasta niveles inferiores al aumento de la población.

El mecanismo de encaje, que permaneció inalterable hasta 1971, fue adaptado a las nuevas condiciones que requerían controlar los incrementos en la liquidez y obtener recursos para financiar el déficit creciente del Gobierno Federal.

De esta forma, en 1972 el Banco de México trató de compensar los efectos inflacionarios elevando la tasa de encaje legal de 26.4% en promedio para 1970, a 55% en promedio en 1972 y reorientando a su vez el crédito selectivo hacia el sector agrícola y a la industria mediana y pequeña.

En 1973, el gasto del sector público estuvo básicamente financiado por créditos del exterior y financiamiento del Banco de México, lo cual siguió presionando al circulante. Por este motivo, en agosto de 1973 se decidió que el Banco de México esterilizase los excedentes sobre los requisitos de depósito legal; así, para los bancos de depósito se creó un cajón de efectivo en caja del 5% en el Distrito Federal y de 6% en el interior del país. Simultáneamente, estos aportaron 2 000 millones de pesos como depósitos en valores del Estado.

Con el mismo propósito de reducir la expansión crediticia de las socieda

des financieras y proporcionar recursos no inflacionarios al sector público, el Banco de México les elevó el porcentaje de efectivo con interés en cerca de 6% en promedio para los encajes básico y marginal, quedando en 35% para el primero y en 20% para el segundo. Asimismo, a fin de evitar una disminución en la inversión productiva se le dio un apoyo a las empresas productoras de bienes de exportación y a la hotelería.

Por lo que a las hipotecarias se refiere, el 15 de marzo del mismo año, se acordó que aumentarían en 7.5% el cajón de valores en cuenta corriente para financiar a la vivienda de interés social, el cual era de 30%.

A fin de sostener un flujo adecuado del crédito para las inversiones prioritarias, canalizar recursos al sector público y atenuar el incremento de los precios, el 27 de septiembre de 1974 se acordó:

Para el caso de los bancos de depósito, elevar nuevamente el encaje obligatorio, de 54% a 77% en la zona metropolitana y de 31% a 54% en el resto del país, sobre el pasivo computable a la vista en moneda nacional.

A las hipotecarias, se les aumentó la proporción que de su pasivo deberían mantener en Banxico, el promedio pasó de 32.5% a 34%.

Para las financieras, se simplificó el régimen de inversión obligatoria para sus diversos instrumentos de captación al establecerse un régimen básico y otro marginal a partir de diciembre -

de 1974. A través de este sistema, debían mantener, para el primer caso, el 39% de su pasivo computable en moneda nacional a esa fecha en el cajón de valores en cuenta corriente y depósitos con interés; por lo que a la regulación marginal se refiere, se estableció en 50% (40% en valores en cuenta corriente y 10% en depósitos con interés), lo cual implicó una disminución para el cajón de inversión libre de 27.5% en promedio a 25%.

Simultáneamente, se procuró la reorientación selectiva del crédito especificando los porcentajes que del depósito obligatorio se canalizarían al apoyo de actividades prioritarias; así se tiene que el 10% que las financieras depositaran en efectivo y con interés, se destinarían al fomento de actividades agropecuarias. Por otra parte, se estableció que un 1% sería, por un lado, para financiar empresas productoras de bienes de exportación, y por el otro, para invertir en nuevos hoteles o ampliaciones de los existentes en zonas señaladas por el Banco de México y en nuevos centros comerciales en ciudades fronterizas.

En 1975, se llevaron a cabo pequeñas reducciones en el encaje básico de las instituciones de crédito. Así, los depósitos sin interés que debían mantenerse en el Banco de México son convertidos a depósitos con interés.

A partir de este mismo año, se fortalecen aún más algunos fondos de fomento, ya que a través de la canalización de recursos a los mismos mediante el régimen de encaje legal se logran apoyar actividades prioritarias.

En este contexto, los departamentos de ahorro, destinarían un 8% del cajón denominado depósitos con intereses y/o certificados de participación de fidelcomisos oficiales, para financiar operaciones del Fondo de Fomento y Garantía para Consumo de los Trabajadores (FONACOT).

En los bancos de depósito, también se estableció en el renglón de depósitos con intereses y/o certificados de participación de fideicomisos oficiales que un 4% debía ser dirigido al crédito agropecuario y un 2% para el FOGAIN.

La inconveniencia de elevar aún más las tasas de encaje legal, impuso restricciones a su uso como instrumento de control monetario y crediticio. En 1975, los volúmenes de recursos financieros para ser usados por parte del sector privado se habían reducido notablemente debido a la conservación de elevadas tasas de depósito legal, lo cual se reflejó en una importante contracción de la inversión de dicho sector, el cual pedía la liberación del crédito, pero que, dado el crecimiento irregular de la actividad económica, no era posible dejar de orientar los escasos medios disponibles por el sistema bancario.

Debido a la rigidez que se observaba en la movilización de los medios financieros, basada en las condiciones económicas imperantes, las modificaciones realizadas en 1976 con respecto al encaje legal fueron ejecutadas, únicamente a través del mecanismo del crédito selectivo con el fin de lograr una asignación más equitativa de los recursos con que contaba la banca privada.

La situación coyuntural prevaleciente en los primeros meses de 1977, hicieron imperiosa la ampliación de los recursos crediticios susceptibles de ser utilizados para la inversión productiva. Por ello, las autoridades financieras del país crearon un régimen único de 39.5% en promedio para la Banca Múltiple.

La última modificación importante que se ha realizado a este instrumento, tuvo lugar en diciembre de 1979. En los primeros días de este mes, el Banco de México determinó, en vista de la necesidad de continuar contrarrestando las presiones inflacionarias existentes, aumentar el depósito legal de 37.5% a 40.9%. 13/

La adopción de esta medida respondió al propósito de compensar el efecto de expansión de los medios de pago que se devolvieron, durante el primer semestre de 1980, del depósito de regulación monetaria (15.0 miles de millones de pesos). 14/ Asimismo, su implantación estuvo formulada de tal manera que no se quería incidir negativamente en el ritmo de crecimiento del crédito, en forma especial, en el suministro de recursos financieros a las actividades económicas de carácter prioritario como la producción de artículos básicos, la agricultura, la pequeña y mediana industria, la construcción de viviendas, las exportaciones y el turismo.

-
- 13/ De acuerdo a los términos de esta medida, las Instituciones bancarias que forman parte de la Banca Múltiple (alrededor del 95% de los pasivos manejados por la banca), debían incrementar en forma gradual, a partir de diciembre, su depósito legal aplicable a los pasivos en moneda nacional para alcanzar en junio de 1980 el nivel deseado (40.9%).
- 14/ Este acuerdo se constituyó entre la Banca Privada y Mixta y el Banco de México a fines de 1978.

C. Significado y alcance de las operaciones de Mercado Abierto

c.1 Objetivos

Los objetivos de las operaciones de mercado abierto han cambiado a través del tiempo. Así, antes de la segunda guerra mundial algunos países emplearon este instrumento para regular el flujo de las reservas bancarias con la finalidad de hacer frente a ciertas condiciones coyunturales entre las que destacaba la restricción crediticia.

Con la segunda guerra mundial, un número creciente de países europeos (excepto Inglaterra), utilizó este instrumento con el propósito de canalizar recursos a la Tesorería y para ello en algunos casos fue necesario financiar indirectamente a ésta a través de mantener artificialmente los precios de los valores gubernamentales. Dado que esta política continuó prevaleciendo cinco años después de concluida la gran guerra, se generó una especulación con estos valores.

A partir de 1951, las operaciones de mercado abierto adquirieron un nuevo giro en sus objetivos. En el continente europeo se empezaron a utilizar con el fin de neutralizar el exceso de liquidez ocasionado por fuertes e imprevistas fluctuaciones en la balanza de pagos. Más adelante, la política de mercado abierto adquirió el carácter de instrumento monetario contracíclico cuyo uso se destinó a apoyar el impacto de los cambios en la tasa de descuento.

Por último, en la década de los sesentas se plantearon dos objetivos - más: a) proporcionar una base adecuada para la expansión monetaria a largo plazo y b) influir en el nivel y estructura de la tasa de interés. Ambos propósitos de acuerdo a las directrices planteadas por la política económica general de cada país.

Como se puede ver, el alcance e importancia que las operaciones de mercado abierto puedan llegar a tener en un país está condicionado por la forma en que se articulen los objetivos de política monetaria del Banco Central y los objetivos y necesidades de la administración de la deuda pública de la Tesorería.

En relación a la política monetaria, cuando el Banco Central directamente o a través de sus corredores realiza o compra determinada clase de valores gubernamentales puede perseguir uno o más de los siguientes objetivos:

- * Influir sobre las reservas bancarias y por consiguiente en la oferta de fondos prestables.
- * Afectar la liquidez de la economía.
- * Modificar la estructura de tasas de interés.
- * Contrarrestar la entrada o salida de divisas.
- * Compensar los movimientos estacionales que se registren en los fondos de la Tesorería.
- * Y, por último, apoyar -de una manera a priori o a posteriori- la implantación de algún instrumento monetario.

Con respecto a la administración de la deuda pública, el Banco Central o la Tesorería, por separado o conjuntamente, pueden manejar valores del gobierno para una o varias de las siguientes finalidades:

- * Financiar el déficit gubernamental.
- * Refinanciar la deuda pública.
- * Modificar la estructura de la deuda pública.
- * Y, por último, apoyar el precio de los valores para evitar disturbios en los mercados conexos.

c.2 Articulación Banco Central - Tesorería

Es importante dejar claramente definido la forma en que se va a conjugar la actuación del Banco Central y la Tesorería a fin de evitar la obstaculización de objetivos y por ende el enfrentamiento entre ambas instituciones.

En este contexto, empíricamente se han adoptado tres formas diferentes para articular el papel que desempeñan estas instituciones:

Como una primera modalidad, se encuentra el mantener por separado las dos facetas de las operaciones de mercado abierto. Es decir, los objetivos relacionados con la política monetaria se llevarán a cabo por el Banco Central; mientras que, los objetivos de la administración de la deuda pública, serán función de la Tesorería.

- * En un segundo caso, el Banco Central asume la dirección de la administración de la deuda pública conjuntamente con la política monetaria. Mas sin embargo, suele suceder que entable - consultas o negociaciones informales con la Tesorería e incluso se le sujete a la autoridad de ésta.
- * En una última alternativa, el Banco Central y la Tesorería trabajan de manera conjunta, tanto para actuar en materia de política monetaria como de administración de la deuda pública.

Dentro de la primera modalidad encuadra perfectamente la forma como - en Estados Unidos se lleva la política monetaria y de deuda pública.

Por lo que a la segunda alternativa se refiere, los bancos centrales de Alemania, Canadá y de los Países Bajos representan este caso.

El Deutsche Bundesbank, por ley, determina las disposiciones concernientes a actividades crediticias y de mercado abierto. Su intervención en las - operaciones de "open market", se efectúa a través de la compra-venta de letras de cambio susceptibles de descontarse, letras de la Tesorería y bonos de la Federación y otros documentos admitidos en el mercado de valores públicos.

El marco en el cual opera el Banco Central alemán es de gran independencia, ya que sólo se debe circunscribir a la política económica general que determine el Gobierno Federal.

El Banco Central de Canadá por su parte, cuando fue creado en 1934, -

su actuación respecto a las operaciones de mercado abierto, se limitó a valores - cuyo plazo de redención excedía a los dos años. Más tarde, a raíz de su nacionalización en 1938, asumió la responsabilidad de actuar como agente del Gobierno de Canadá en el pago del servicio de la deuda pública y en términos generales para la administración de la misma, la forma en que se coordinó el Banco y el Gobierno fue mediante pláticas y acuerdos informales.

A partir de 1954, como resultado de la modificación que sufrió la Ley del Banco Central, se le permitió operar con un mayor número de valores, incluyendo aquellos cuya amortización era a corto plazo. Entre los diferentes valores que puede comprar y vender se encuentran: los emitidos por el gobierno o cualquier provincia, papeles comerciales de corto plazo, giros bancarios, letras de cambio de corto y mediano plazo y, por último, valores que fuesen emitidos por el Reino Unido y Estados Unidos.

Por último, el Banco Central de los Países Bajos, dispone de poderes legales muy amplios para realizar operaciones de mercado abierto; sin embargo, recibe instrucciones del Ministerio de Hacienda para que les oriente de determinada forma. En los casos en que el Banco no está de acuerdo con las consideraciones del ministro de Hacienda tiene derecho de apelar a la Corona.

Como un ejemplo de la tercera modalidad, se encuentra la relación que entablan el Banco de Inglaterra y la Tesorería.

Por otra parte, como un caso especial, el Fonds des Rentes en Belgique realiza operaciones de mercado abierto con la finalidad de normalizar el mercado de capitales bajo el control directo de la Tesorería y el Banco Central.

c.3 Experiencias de otros países

La forma como se entablan las operaciones de mercado abierto está condicionada por varios factores: a) el grado de desarrollo y los nexos que hay entre el mercado de valores públicos, de dinero y capitales; b) la diversificación que impera en los mercados; c) los requisitos legales que norman la conducta de todos los que intervienen en estas operaciones y, d) de las tradiciones y prácticas que existen en los mercados.

Algunos Bancos Centrales llevan a la práctica las operaciones de mercado abierto a través de intermediarios privados, agentes o casas de descuento; otros operan directamente con la banca y existe un tercer grupo cuya intervención es abierta e individual en el mercado.

En este contexto, el Banco de Inglaterra 15/ operaba todos los días en el mercado de letras a través de una sola casa de descuento a fin de evitar

15/ La descripción comprende hasta la década de los sesenta.

fluctuaciones cotraproducentes en el mercado de dinero y, adicionalmente, para hacer frente a las necesidades estacionales o de crecimiento; asimismo, su actividad en el mercado de bonos a largo plazo se realizaba por medio de un solo agente. La información que obtenía de sus intermediarios y del mercado le servía para determinar la forma de operar con las letras de la Tesorería.

El agente del Gobierno en sus operaciones diarias, prioritariamente, se dedicaba a realizar los valores de largo plazo que tenían poco tiempo de haber sido emitidos y a adquirir aquellos que estaban próximos a redimirse con el propósito de evitar movimientos especulativos. En términos generales, su intervención en el mercado era para favorecer las operaciones con los valores gubernamentales.

En Francia 15/- el Banco Central realizaba operaciones de mercado abierto por conducto de un sólo comprador y por lo general su intervención era para reducir las fluctuaciones del mercado de dinero y para proporcionar, en determinados casos, los recursos que necesitaban los bancos.

En Canadá por su parte, cuando se estableció el Banco Central (1935) ya se disponía de un mercado de bonos del gobierno; pero dado que éste realmente no comprendía a los documentos de corto plazo de la Tesorería, el Banco quería desarrollar un mercado de suficiente tamaño y actividad para poder efectuar operaciones de compra-venta de significativa cuantía que afectasen el flujo de recursos preestables pero no produjesen distorsiones en los precios de cotización de los valo

res ni en la organización del mercado.

Así, con la finalidad de desarrollar un mercado de letras, el Banco Central llevó a cabo licitaciones quincenales en las cuales participaban ciertos bancos.

En 1953, en vista de que el Banco Central quería incrementar su papel de intermediario en el mercado e intervenir sólo como comprador de última instancia, les otorgó facilidades a los vendedores para efectuar operaciones de compra y venta con valores de corto plazo. Asimismo, con objeto de ampliar un poco más el mercado de dinero, la Tesorería incrementó el monto y los tipos de letras (empezó a emitir letras a nueve meses además de las de tres).

Más tarde, los bancos acordaron otorgar préstamos a los operadores contra emisiones gubernamentales a corto plazo. Con este mecanismo los ajustes se realizaron a través de un cambio de fondos entre los mismos bancos reduciéndose la necesidad de recurrir al Banco Central.

En Holanda 15/ las operaciones con valores de la Tesorería, se realizaban a través de los vendedores de documentos de descuento, los cuales se financiaban, principalmente, a través de sus propios recursos y pidiendo prestado en el mercado de dinero; en forma complementaria podían recurrir al Banco de los Países Bajos, el cual les concedía préstamos contra documentos de la Tesorería

con vencimiento inferior a 105 días.

En Bélgica como no existía un mercado de dinero activo para los valores de la Tesorería, el desarrollar una política de mercado abierto era una difícil empresa; aún más, el hecho de poder integrar este mercado estaba supeditado a la existencia de una mayor diversificación de valores públicos de corto plazo negociables y a una estructura de tasas más flexibles. Ante esta situación, a partir de octubre de 1957, la Tesorería emitió nuevas letras a tasas más flexibles y se empezaron a delinear nuevos procedimientos en las operaciones de mercado abierto.

En vista de que cada vez que el Banco Nacional y la Tesorería acordaban comprar valores, con la finalidad de ampliar el crédito u ordenar el mercado, el "Fonds des Rentes" tenía que recurrir al mercado de dinero para allegarse los recursos que necesitaba, 16/ en 1959 la estructura del "Fonds" se reorganizó al autorizársele a vender los documentos a corto plazo que él emitía 17/ a los bancos, los cuales a su vez, los podían utilizar como reservas, 18/ se elevó la

16/ Esto no debía suceder, ya que teóricamente podía disponer de una línea de crédito de 10 millones de francos belgas que el Banco Nacional abrió a favor de la Tesorería.

17/ En 1954 se le concedió el poder de emitir sus propios valores; pero no lo había hecho probablemente por no existir el mercado adecuado.

18/ Con este cambio, una de las funciones del "Fonds des Rentes" fue influir sobre el nivel de las tasas de interés y el volumen de las reservas bancarias de acuerdo con las diferentes fases del ciclo económico.

contribución de capital del Estado y se añadió una línea de crédito del Banco Nacional que podía ser ampliada para operaciones de mercado abierto.

Resumiendo, se puede considerar que a partir de la década de los cincuenta las operaciones de mercado abierto, en los países europeos, tomaron una nueva perspectiva:

- * Se ampliaron los mercados de dinero y las Tesorerías han proporcionado una mayor variedad de valores negociables a corto plazo con tasas de interés flexibles.
- * Se modificaron las leyes para hacer posible que los Bancos Centrales operasen con un mayor número de valores.
- * A los Bancos Centrales se les ha concedido mayores atribuciones para el financiamiento de compras en el mercado abierto.
- * En algunos países se ha adoptado la modalidad de que el Banco Central emita sus propios valores cuando los que existen no son los adecuados para las operaciones de mercado abierto.

CAPITULO II

IMPLEMENTACION DE LOS CERTIFICADOS DE TESORERIA DE LA FEDERACION (CETES).

A. Antecedentes

En la exposición de motivos de la ley que reformó la Ley Orgánica del Banco de México, publicada en el Diario Oficial el 29 de diciembre de 1938, se señalaba que a partir de esa fecha se suprimía la posibilidad para que en lo futuro, se proporcionase crédito al Gobierno Federal en la cuenta que el Banco de México llevaba a la Tesorería de la Federación; por lo cual, se hacía necesario pensar en un sistema que lograra una nivelación entre los gastos diarios y aquellos ingresos que debido a la periodicidad con que se causaban, presentaban acumulaciones en unas épocas del año y deficiencias en otras y que, por lo tanto, no se ajustaban en forma perfecta a la necesidad previamente expresada de efectuar pagos regulares.

En este contexto, se estableció que el Gobierno pudiera emitir Certificados de Tesorería. Dichos valores, se emitirían con descuento o causa de interés y suficientemente garantizados con los ingresos no afectos a otras garantías; su importe se limitaría al monto probable anual de dichos ingresos y los certificados servirían para el pago de impuestos, lo cual constituiría un medio de redención automática.

Adicionalmente, estos documentos podían ser aceptados como colateral en las operaciones que el Banco Central efectuara con las Instituciones Bancarias asociadas (básicamente préstamos) así como comprarlos y venderlos en el mercado.

Con este instrumento, se apreciaba que el Gobierno dispondría de un medio más apropiado para apoyar la coordinación entre sus gastos y sus ingresos y se propiciaría el nacimiento de un papel que vendría a llenar una necesidad en el mercado de dinero y posibilitaría al público a invertir con ventaja sus saldos en efectivo o sus reservas para pago de impuestos.

Más tarde, en la Ley Orgánica del Banco de México publicada en el Diario Oficial del 31 de mayo de 1941, se señaló que se mantenían sin alteración las normas que regían a los Certificados de la Tesorería.

En definitiva, el vestigio más inmediato, y que de hecho significó el primer intento real que sobre esta clase de valores se tiene, lo constituyeron los Bonos de Tesorería. En efecto, en el Diario Oficial del sábado 29 de diciembre de 1962, se publicó el decreto por medio del cual se autorizaba al Ejecutivo Federal a emitir Bonos de Tesorería.

Las características de estos títulos eran:

- * La emisión se efectuaba por conducto de la Secretaría de Ha -

cienda y Crédito Público. 19/ Para ello, tomaba en consideración la situación monetaria y del mercado de valores que le describía el Banco de México.

- * La colocación también estaba a cargo de la Secretaría de Hacienda y cuando ésta lo consideraba conveniente, solicitaba la colaboración del Banco de México. 20/
- * Eran valores al portador, cuyo valor nominal podía ser de \$ 100.00, \$ 1 000.00, \$ 100 000.00 ó \$ 1 000 000.00.
- * El período de duración de cada Bono podía ser de 90, 120, 180 ó 270 días como máximo.
- * No estipulaban un pago de interés específico. Por lo cual, la Secretaría de Hacienda estaba facultada a colocarlos bajo par. 21/
- * Los bonos sólo podían ser negociados dentro del territorio nacional.
- * No podían operar con estos valores:
 - A) Las instituciones nacionales de crédito e instituciones nacionales de seguros.
 - B) Las instituciones de crédito, seguros o fianzas cuyos fondos estaban regulados por ley o sujetos a las disposiciones del Banco de México.
- * A la fecha de vencimiento, se redimían por la Tesorería de la Federación o por conducto de las instituciones de crédito. Para efectos de este último caso, la Secretaría de Hacienda efectuaba los arreglos necesarios.

19/ El monto total de las emisiones efectuadas en un año, no podía exceder del 5% del importe autorizado en el Presupuesto de Egresos de la Federación de ese mismo año.

20/ Los montos obtenidos eran utilizados para cubrir las erogaciones presupuestalmente autorizadas, mientras se percibían los ingresos respectivos.

21/ En la determinación del precio de colocación, la Secretaría de Hacienda tomaba en cuenta la opinión del Banco de México.

- * A partir de la fecha de vencimiento, los Bonos de Tesorería podían usarse para hacer frente a cualquier obligación en favor del Gobierno Federal. Asimismo, en los casos en que el Ejecutivo lo considerase pertinente, éstos valores podían emplearse antes de su vencimiento para el pago de impuestos federales. 22/
- * Solamente en casos excepcionales, con propósito de regulación monetaria, el Banco de México podía adquirir Bonos que estuviesen circulando. Cuando esto sucedía, estaba obligado a informar a la Secretaría de Hacienda el importe de los Bonos adquiridos, para que ésta pospusiera la emisión o en su caso, la colocación de nuevos valores hasta que retornaran nuevamente al mercado los Bonos adquiridos por Banxico.

Estos valores gubernamentales no lograron constituirse en un instrumento adecuado de política monetario-crediticia y fiscal debido a que afrontaron los siguientes obstáculos:

- * En primer lugar, el entregar los Bonos en pago a operaciones efectuadas con contratistas y proveedores del Gobierno Federal no era la forma de colocar estos títulos, ya que con este procedimiento resultaba muy difícil lograr organizar el mercado.
- * Una segunda limitante fue el no disponer de una infraestructura de mercado secundario, lo cual hubiera impedido la transferencia de títulos con descuentos excesivos o erráticos.
- * El importe total de las emisiones no podía ser lo suficientemente amplio como para generar un mercado diversificado, ya que no podía exceder del 5% del Presupuesto de Egresos de la Federación.

22/

Para poder realizar la amortización anticipada se necesitaba que hubiese transcurrido el 90% del plazo de redención.

- * El Banco de México no tenía la posibilidad de evitar movimientos especulativos en el mercado.
- * Por último, el mercado de los Bonos de Tesorería no brindaba las mismas posibilidades de acceso a todas las unidades económicas.

B. La base legal para la emisión de CETES

En el Diario Oficial del 28 de noviembre de 1977 se publicó el decreto que autorizaba al Ejecutivo Federal la emisión de Certificados de Tesorería de la Federación.

De acuerdo con este documento, los CETES son títulos de crédito al portador, a cargo del Gobierno Federal, con valor nominal de \$ 10 000.00 y su emisión está asignada a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

En lo que a su período de duración se refiere, cada emisión tendrá su propio plazo; sin embargo, éste no podrá exceder de un año (hasta la fecha las emisiones han sido a tres meses).

La colocación y redención de los Certificados se efectúa por conducto del Banco de México. 23/ En lo concerniente a su amortización, esta se lleva a

23/

De acuerdo con el artículo 8 de la Ley Orgánica del Banco de México, - a éste le corresponde actuar como agente financiero del Gobierno Federal en las operaciones de crédito externo o interno y en la emisión y atención de empréstitos públicos.

cabo en una sola exhibición al vencimiento de los títulos.

Tomando en cuenta que estos valores no causan interés, el rendimiento que proporcionan se determina por el diferencial que existe entre el precio de compra bajo par 24/ y su valor de redención o su precio de venta. Cuando la venta se efectúa antes del vencimiento, el precio es también bajo par, pero usualmente mayor que el de compra.

Las casas de bolsa son las entidades autorizadas para ejecutar con los CETES operaciones de compra-venta, reporto y préstamo siempre por cuenta propia. Asimismo, estos títulos de crédito son cotizados por las casas de bolsa en términos de tasa de descuento anual.

La adquisición de los Certificados está abierta a cualquier persona física y moral, excepto si el régimen jurídico de estas últimas se los impide, y los adquirentes pueden ser nacionales o extranjeros.

A fin de que haya un estrecho contacto entre la oferta y demanda de CETES, se tenga la máxima liquidez posible en el mercado y las fluctuaciones en las cotizaciones de compra-venta tiendan a ser pequeñas, se ha dispuesto que las operaciones entre las Casas de Bolsa y su clientela se realicen en las ofici-

24/

Cuando se efectúa una oferta pública de valores, éstos se pueden colocar en el mercado a su valor nominal que equivale decir a la par; a un precio inferior a su valor nominal, es decir bajo par y, por último, a un precio superior a su valor nominal o sea sobre par.

nas de las primeras, por esto se les ha catalogado como "operaciones fuera de bolsa" y las operaciones entre los agentes de valores (personas morales única- mente) se realicen en el piso de remates de la Bolsa, hecho por el cual se les llama "operaciones dentro de bolsa".

Por lo que a su tratamiento fiscal se refiere, se estipuló que las ganancias de capital (producto de las operaciones de compra-venta) para el caso de las personas físicas estén exentas del pago del impuesto sobre la renta y para las personas morales esos rendimientos sean acumulables a su ingreso gravable. Respecto a los rendimientos que se obtienen con las operaciones de reporto y préstamo, tanto las personas físicas como las morales, deberán considerarles dentro de su ingreso gravable para efectos del citado impuesto.

Por último, ya que los CETES no existen físicamente, se les mantiene depositados en administración en el Instituto de Depósito Centralizado de Valores (coordinado por el Banco Central) por cuenta de los tenedores (Casas de Bolsa) quienes a su vez llevan un registro de la cartera de sus clientes. Los trasposos entre cuentahabiente, en uno y otro caso, se efectúan por simples movimientos contables, expidiéndose los comprobantes respectivos para los interesados. Con este sistema, la colocación, transferencia y redención de CETES se realiza con suma facilidad, economía y seguridad.

C. Finalidades que se persiguen

Los objetivos que se persiguen con la implantación de estos títulos gubernamentales son los siguientes:

- * Proporcionar al Gobierno Federal, por un lado, un instrumento idóneo (no inflacionario) para allegarse a nivel interno los fondos complementarios que necesita para llevar a cabo sus diferentes actividades, reduciéndose así la necesidad de tener que recurrir a los mercados internacionales de crédito y, por el otro, atenuar las variaciones de los flujos de caja de la Tesorería de la Federación. 25/ Al recurrir a los Certificados para obtener los recursos que faltan para financiar el Gasto Público, se hace explícito el costo real del crédito puesto que el Gobierno tiene que cubrir las tasas de interés del mercado; mientras que, con los fondos obtenidos a través del encaje legal, el costo del crédito está fuera de la realidad. 26/
- * Coadyuvar a la moderación de las fluctuaciones de la oferta monetaria e incidir en las condiciones crediticias de la economía. Para estos fines, la emisión de Certificados es un elemento contraccionista del medio circulante, ya que el público (bancario y no bancario) adquiere estos valores y en contrapartida el Gobierno capta recursos; contrariamente, la amortización de CETES incide en una expansión de la oferta monetaria.
- * Permitir al Banco de México efectuar las llamadas operaciones de mercado abierto, ya que estas transacciones no podrían hacerse con valores privados sin infringir la neutralidad que dicha institución debe mantener respecto a los intereses particulares.

25/ En favor de este propósito, ésta clase de valores tienen la característica implícita de facilitar la sincronización de los ingresos y erogaciones del Gobierno a través de la programación de las fechas de emisión y sus plazos de amortización.

26/ Adicionalmente, el uso desmesurado del encaje legal puede traer consigo un costo de oportunidad muy alto para la economía, ya que la sustracción de recursos del sistema bancario de una manera sensible significa tasas activas más altas y canalización selectiva del crédito más rigurosa.

Por último, la existencia de estos títulos puede favorecer la - posibilidad de contar con nuevos activos financieros, lo cual implicaría que el mercado de dinero se diversifique por el lado de los valores no bancarios.

Como se puede percatar, los CETES son un instrumento que cuenta - con una operatividad muy amplia y sus propósitos están vinculados con el área fiscal y financiera (monetario-crediticia).

A fin de poder hacer alcanzables tales objetivos se diseñaron cuatro - etapas:

Primera Etapa.

Como el CETE es un nuevo instrumento de que disponen las autoridades financieras, necesita de una fase de creación y formación; por ello mismo, - hasta la fecha, la tarea primordial ha consistido en fijar la tasa de descuento de tal manera que no signifique una seria merma en los niveles de captación de la - banca, planear e instrumentar la operación de los CETES y la posición que va a asumir el Banco de México en el mercado secundario. Obviamente, en esta prime - ra etapa se ha puesto en marcha una campaña publicitaria con el fin de que se diversifique la tenencia y se fomente la canalización de recursos hacia los CETES.

Segunda Etapa.

En esta fase, se hace imprescindible una mayor flexibilización de las tasas de descuento en el mercado secundario, la colocación de CETES a través

del sistema de subasta y que la intervención del Banco de México en las operaciones secundarias se encamine ya no a la creación y formación del mercado, sino a los fines de regulación monetaria. Asimismo, se plantea la posibilidad de modificar los plazos de duración de los CETES.

Tercera Etapa.

En esta parte, se plantea la posibilidad de realizar abiertamente las llamadas operaciones de mercado abierto, así como el hecho de emitir Certificados en base a la estrategia de financiamiento del Sector Público.

Cuarta Etapa.

Aquí, se pretenderá que la tasa de descuento sea, en la mayor medida posible, un indicador del estado que guardan las fuerzas del mercado, lo cual de hacerse efectivo favorecerá a la evolución de las condiciones que guarda el mercado de dinero.

D. Operaciones a realizar

d.1 Compra-Venta

La principal operación que se realiza con los CETES es la compra-venta. Esta es una operación de contado, mediante la cual se transfiere la propiedad de estos valores.

Las posturas 27/ y los hechos que se efectúan en torno a operaciones de compra-venta se expresan en términos de tasa anual de descuento, cerrada a dos decimales. Asimismo, en la documentación en que se haga constar la liquidación de estas operaciones, se consignarán también los precios de los Certificados cerrados a pesos y centavos.

Las fórmulas que se utilizan son:

- * Para traducir la tasa de descuento anual a precio:

$$P = V \left(1 - D \frac{T}{360} \right)$$

- * Para traducir el precio a tasa de descuento:

$$D = \frac{V - P}{V} \frac{360}{T}$$

- * Para convertir la tasa de descuento anual en tasa de rendimiento:

$$R = \frac{D}{1 - D \frac{T}{360}}$$

27/

Las posturas que se presentan en el piso de remates de la Bolsa se expresan, por lo general, en lotes de Certificados cuyo valor nominal es de cien mil pesos, o más (operaciones inferiores a los cien mil pesos se consideran "pico").

donde:

P = Precio del Certificado

V = Valor nominal del título

D = Tasa de descuento anual (expresada en porcentaje)

T = Número de días que faltan para el vencimiento del Certificado

R = Tasa anual de rendimiento.

Las órdenes de transferencia que las Casas de Bolsa den al Banco de México para la afectación de sus cuentas de administración, se efectúan, en el caso de las operaciones fuera de bolsa, directamente por los propios agentes y, en las operaciones dentro de bolsa, por conducto de la Bolsa Mexicana de Valores. 28/

Una vez que Banco de México tiene conocimiento de las órdenes de transferencia, efectúa los movimientos de cuentas para que surtan efecto el día hábil inmediato a aquél en el que recibió las órdenes correspondientes.

Aun cuando, en las adiciones que se efectuaron en el Reglamento Interior de la Bolsa se señala que las operaciones entre agentes se podrán celebrar todos los días hábiles de las nueve a las catorce horas, en la práctica se realizan a las 13.55 Hrs.

28/

Cuando las Casas de Bolsa tienen que notificar a Banxico sus operaciones realizadas, tienen hasta las 16:30 Hrs. del día en que las efectuaron para comunicárselo, si no se hacen merecedores a una multa. En el caso de que la Bolsa sea la encargada, ésta tiene más flexibilidad para hacerselo saber.

Por lo que a las operaciones entre los agentes y su clientela se refiere, éstas se celebran de las 9:00 a las 13:30 Hrs. 29/ Asimismo, las Casas de Bolsa deben registrar en la Bolsa las operaciones realizadas en el transcurso del día con sus clientes, excepto las efectuadas con Banxico, a partir de las 14:00 Hrs.

d.2 Reporto

Los reportos, 30/ utilizados por las Casas de Bolsa para allegarse la liquidez que necesitan en un momento dado, son operaciones mediante las cuales el cliente de una Casa de Bolsa adquiere de ésta CETES a un precio determinado, pactando con ella revertir la transacción al mismo precio en determinada fecha futura. Por este hecho, el reportado (la Casa de Bolsa) paga al reportador (el cliente) un premio; es decir, cubre al liquidarse la operación, una tasa de interés anual por el plazo de duró ésta.

El plazo mínimo de esta operación es de 3 días y el máximo de 45 días, pudiéndose renovar cuantas veces haga posible el período de vida del Certificado pero por un lapso no menor a 3 días. 31/ Asimismo, las Casas de Bolsa solo podrán actuar como reportadoras cuando la operación se efectúe con instituciones

29/ Con Banco de México las Casas de Bolsa pueden operar de las 9:00 a las 14:30 Hrs.

30/ Las operaciones de reporto en general, se pueden llevar a cabo con cualquier título de crédito. Ver Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Título Segundo, Capítulo I; Arts. 259-266.

31/ Al llevarse a cabo alguna prórroga, se deberá pagar la tasa premio de vengada hasta ese momento.

de crédito, otros agentes o con Banco de México. 32/

El monto total de las operaciones de reporto que celebren las Casas de Bolsa, no podrá ser superior en ningún momento de cien veces su capital y reservas de capita. Es decir, si una Casa de Bolsa tiene de capital y reservas de capital 200 millones de pesos, el importe máximo que pueden alcanzar sus operaciones de reporto será de 20 mil millones de pesos.

Es importante como una medida sana de mercado, que las Casas de Bolsa se mantengan alrededor de los niveles de cotización que predominan en éste. Para verificar si ésta disposición se está cumpliendo, se constituirá una comisión, formada por representantes de la Comisión Nacional de Valores, Banco de México y de la Bolsa Mexicana de Valores, que tendrá por fin determinar los márgenes de fluctuación de las cotizaciones.

Cuando llega la fecha de terminación del reporto, el reportado debe liquidarle; de lo contrario, al siguiente día hábil, el reportador ya no está obligado a transferirle los CETES objeto de la operación y podrá exigirle el pago de la tasa premio, así como las diferencias que resulten a su favor, de la cotización promedio de compra ofrecida, al segundo día hábil siguiente, por las Casas de Bolsa para los Certificados reportados.

32/

De esta clase de reportos, los que más comúnmente se realizan son entre Casas de Bolsa y Banco de México.

Los reportos que se lleven a cabo con Banxico, Instituciones de Crédito y entre Casas de Bolsa, se podrán liquidar en forma parcial o total, anticipadamente.

Por lo que a los reportos entre las Casas de Bolsa y su clientela se refiere, éstos no podrán liquidarse anticipadamente salvo en los casos en que las partes interesadas así lo convengan y simultáneamente celebren otro contrato de reporto en el cual se establezca: a) que el reportado transmite al reportador Certificados de una emisión distinta de aquélla a la que correspondía el contrato original; b) el precio de la nueva operación de reporto sea el mismo fijado para la operación original; y c) el plazo del nuevo reporto sea igual al número de días que faltaran por transcurrir entre la fecha de terminación anticipada y el vencimiento del plazo establecido en el primer contrato.

d.3 Préstamo

En esta operación, los Certificados son proporcionados por sus propietarios, en calidad de préstamo mercantil, a las Casas de Bolsa, las cuales los utilizan para hacer operaciones de contado o de reporto.

Con el préstamo, el ahorrador tiene la posibilidad de recibir un rendimiento adicional, ya que el prestatario (Casa de Bolsa) queda obligado, por el plazo que dure dicha operación, a pagar al prestador (el cliente) una tasa de

Interés anual sobre el valor nominal de los Certificados objeto de la operación.

El monto total de las operaciones de préstamo que celebren las Casas de Bolsa, no podrá exceder en ningún momento de veinte veces su capital y reservas de capital.

Cuando las Casas de Bolsa efectúan una operación de préstamo, se comprometen a devolver los Certificados en un plazo determinado. Sin embargo, dichos plazos podrán prorrogarse por común acuerdo de los contratantes o de una manera automática.

Las Casas de Bolsa que demoren en devolver los Certificados objeto de la operación, deben cubrir al prestador, por el lapso que dure la demora, una tasa adicional del 6% anual sobre el valor nominal de tales Certificados o del 24% en el caso en que, llegada la fecha de vencimiento de dichos títulos, el prestario se demore en cubrir el valor nominal de éstos.

Cuando las Casas de Bolsa toman en préstamo CETES, ya sea para efectuar operaciones de venta o de reporto, deben otorgar en préstamo a las instituciones bancarias un 25% de estos recursos. Estos créditos deben concertarse de tal manera que las Casas de Bolsa cuenten con el tiempo suficiente para poder adquirir de nueva cuenta los Certificados dados en préstamo.

Las operaciones de préstamo, al igual que las de reporto, pueden efectuarse a través de telex o telegrama para lo cual existe un modelo específico.

E. El Sistema de Comercialización

La participación de los agentes de valores personas morales, en la comercialización de los Certificados de Tesorería, viene a significar un giro muy importante en la forma de operar de dichos agentes; ya que de fungir como intermediarios en el mercado de valores, pasan a ser los entes que configuran el sistema de comercialización de los valores gubernamentales.

Lo anterior fue posible debido a que las autoridades competentes habían promovido, estimulado y sobre todo reforzado la infraestructura bursátil, lo cual redundó, entre otras cosas, 33/ en la institucionalización de la intermediación bursátil. Es decir, hace cuatro años, el corretaje era manejado por más de un centenar de agentes de valores personas físicas; sin embargo, actualmente la intermediación bursátil la realizan las empresas especializadas "Casas de Bolsa". 34/

Aún cuando las Casas de Bolsa muestran frente al Sistema Bancario un menor grado de desarrollo cuantitativo, se les escogió para la comercialización de los CETES ya que se consideraron los siguientes elementos:

33/ Para apreciar los demás resultados de esta etapa consúltese: "Discurso pronunciado en la XLVI Convención Nacional Bancaria por el Lic. - Gustavo Petriccioli, presidente de la Comisión Nacional de Valores". Acapulco, Gro., Junio de 1980.

34/ Al mes de agosto de 1980, existían treinta y dos Casas de Bolsa, con ciento veintiún oficinas, de las cuales cuarenta y cuatro se localizaban en el Distrito Federal y setenta y siete en treinta ciudades de la República; el capital contable en su conjunto era de 1 100 millones de pesos y el número de sus clientes activos sumaban ya más de cincuenta mil.

Dadas las características bien específicas que conforman a -
estos papeles, enunciadas en los incisos anteriores, se re -
quiere, como lo confirma la experiencia de otros países, que
su comercialización esté asignada a una estructura institucio -
nalizada que sea especialista con las operaciones de contado
de valores, así como con otro tipo de activos que en un mo -
mento dado podrían coadyuvar a constituir la cartera de un -
ahorrador.

Como los Certificados son títulos de crédito que no se pueden
realizar al menudeo a través de una ventanilla, pues por el -
contrario configuran un mercado de significativos montos y re -
ducidos diferenciales de comercialización, 35/ se necesita
en la etapa de difusión la participación de promotores especia -
listas en la materia que sensibilicen a los compradores poten -
ciales sobre las cualidades de estos títulos.

Ya que los principales demandantes de los Certificados son los
Tesoreros de empresas, éstos encuentran muy cómodo transmi -
tir sus instrucciones a su Casa de Bolsa por la vía telefónica.
Este hecho, así como el de utilizar el abono en la cuenta de -
cheques del cliente, proporciona al mercado una agilización -
que sería muy difícil alcanzar en un banco, en el cual el inte -
resado tendría que acudir a sus oficinas.

Para los bancos no representa ningún incentivo adicional ope -
rar con CETES ya que por el contrario, se trata de un título -
que es competitivo a los certificados de depósito bancario, no
propicia la generación de fondos para la canalización a crédi -
tos y el margen de ganancia que reporta es inferior comparán -
dole con la utilidad que obtiene la banca por todos los servi -
cios que presta.

Por último, para fines prácticos del Sistema Financiero Mexica -
no, es más conveniente difundir entre sus agentes las funcio -
nes a él asignadas, que concentrarlas en uno solo.

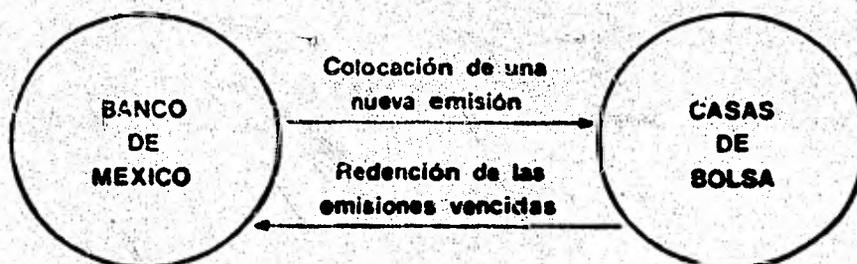
35/

De cinco Casas de Bolsa consultadas, el rango de ganancia fluctuó de
\$ 50.00 a \$ 300.00 por cada millón de pesos operado con CETES.

A. El Mercado Primario

El mercado primario de los Certificados, está constituido por las relaciones que se entablan entre el Banco de México y las Casas de Bolsa en el momento de la colocación de una nueva emisión y de la redención de las emisiones vencidas.

ESQUEMA DEL MERCADO PRIMARIO DE LOS CETES



a.1 La Colocación de CETES

Dado que la creación y formación del mercado de CETES debe hacerse de tal manera que no traiga consigo una distorsión en la estructura de las tasas de depósito bancario y una sustracción sensible de los recursos depositados en las instituciones bancarias, en México se ha optado hasta la fecha por el meca-

nismo de colocación inverso al de subasta, 36/ ya que el Comité Mixto de Emisión primero determina la tasa de descuento a la cual se efectuará la colocación de la nueva emisión y posteriormente notifica a las Casas de Bolsa que pueden hacer sus solicitudes por el monto que requieran.

Los pasos que se siguen en la colocación de una nueva emisión de Certificados en el mercado primario son los siguientes:

El viernes anterior a la emisión 37/ se reúne el Comité Mixto de Emisión, el cual está formado por funcionarios de la Secretaría de Hacienda, el Banco de México y la Tesorería, para fijar la tasa de descuento a la que se colocará la nueva emisión, para lo cual evalúa: el comportamiento que manifestó el mercado secundario de CETES en los días anteriores, la evolución de las tasas externas e internas de interés, la dinámica de la captación y el estado que guarda el déficit del Gobierno.

Ese mismo día se les comunica a las Casas de Bolsa la tasa de descuento de la nueva emisión y se les concede hasta las doce horas del martes de la siguiente semana para hacer sus solicitudes.

Tomando en cuenta los montos solicitados, las autoridades del Banco de

36/ En dicho procedimiento, el emisor una vez que informa del monto de la emisión, invita a los demandantes a presentar sus licitaciones, para con ello asignar los títulos al mejor postor. Con este mecanismo de colocación, como se alcanza a apreciar, el emisor fija la cantidad y el mercado determina el precio.

37/ Durante 1978, se colocaba una nueva emisión cada quince días, a partir de 1979 las emisiones son los jueves de cada semana.

México determinan la cuantía de la emisión y se les notifica a las Casas de Bolsa que sus montos demandados se les autorizaron para que sean liquidados el día - jueves antes de las 13:30 horas.

a.2 El Pago de Comisiones a las Casas de Bolsa

En vista de que en el proceso de creación y formación del mercado de - CETES es necesario estimular la participación activa de las Casas de Bolsa, del - 10. de marzo al 30 de septiembre de 1978 se les pagó comisiones a niveles men - suales en base a la suscripción que hacían de cada emisión colocada (catorce - emisiones), el cálculo era de 1/4 al millar sobre los primeros 100 millones y - 1/8 al millar sobre los excedentes.

A través de este mecanismo se percató que existía la deficiencia de que no se impulsaba la penetración del público no bancario en el mercado, puesto que la comisión que percibían las Casas de Bolsa incluía lo que colocaban entre la ban - ca. Asimismo, se presentaron casos en que se solicitaron montos mayores a los requeridos, para así hacerse partícipes de la comisión, y al otro día se realizaban dichos Certificados.

Con la idea de ampliar la participación de las empresas y particulares, así como prolongar la permanencia en el mercado, se optó por un nuevo sistema - de comisiones (0.5% anual sobre los saldos promedios diarios que mantuviera el público no bancario), el cual perduró por ocho meses.

A fin de pulir aún más el pago de comisiones, el Banco de México notificó a las Casas de Bolsa que a partir del 1o. de junio de 1979 se establecía una distinción entre las entidades públicas para efectuar el cálculo de las comisiones, el nuevo procedimiento fue:

- * Empresas privadas y personas físicas, 0.5% anual.
- * Empresas y organismos del sector público, no incluidos en el Presupuesto de Egresos de la Federación, también el 0.5% anual.
- * Y, por último, para las 27 empresas u organismos controlados presupuestalmente, se pagaría por los primeros 100 millones de pesos el 0.25% anual y el 0.1% anual sobre los montos excedentes.

El 6 de agosto de 1980, considerando que el mercado de CETES debe dinamizarse más y a la vez ser menos dependiente del apoyo que el Banco Central le brinda, se fijó un nuevo procedimiento en la determinación de las comisiones. Esta vez, se pensó en un sistema que, estando sujeto a un proceso gradual de desaparición, estimulase a las Casas de Bolsa que no han tenido un papel muy activo en el mercado, pero con el cuidado que éste nuevo tratamiento no se convirtiese en la columna vertebral del incentivo que motive a estos agentes a operar con CETES.

Tomando en cuenta el saldo promedio diario del público no bancario, la comisión a pagar se determina:

Hasta 400 millones de pesos el 0.6% anual.
De 400 a 750 millones el 0.4% anual.
De 750 a 1 000 millones el 0.2% anual.
De 1 000 a 1 500 millones el 0.1% anual.
Y para montos superiores a 1 500 millones no se pagará comisión.

Como se alcanza a apreciar, la eliminación gradual de las comisiones

implica:

Menores gastos para la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Aplicando las comisiones vigentes en cada período, se estima que en 1978 se desembolsaron alrededor de 10 millones de pesos por pago de comisiones, en 1979 esta cifra estuvo sobre los 50 millones y de enero a julio de 1980 fluctuó alrededor de 40 millones de pesos.

Para las Casas de Bolsa que de alguna manera no han tenido un papel activo en el mercado, con este mecanismo deben adoptar una política más agresiva para no quedar definitivamente marginadas del mercado. Lo anterior implica que dichas Casas de Bolsa deben intensificar sus campañas de promoción directa y aprender que los montos elevados de operación justifican su intervención en el mercado.

Se podrá determinar efectivamente cuáles son los agentes interesados en permanecer en el sistema de comercialización de los Certificados. Lo cual podría dar la pauta para que incluso en un momento determinado, se evaluara la conveniencia de incluir a otros agentes dentro de dicho sistema.

Por último, esto podría favorecer a que los CETES, como instrumento de política financiera, tengan más flexibilidad para cumplir con los objetivos por los cuales se les creó.

a.3 Las Emisiones de Certificados

Del monto a que se emite una nueva emisión, la parte que se coloca en las Casas de Bolsa va a dar al Fondo de Financiamiento del Sector Público, 38/ para que la Tesorería de la Federación posteriormente los utilice de acuerdo a las necesidades del Sector Público. La parte que resta del monto emitido se integra al Fondo de Regulación Monetaria, el cual fue creado a partir de la octava emisión de 1978, para que el Banco de México tenga la posibilidad de afectar la liquidez que impera en la economía; sin embargo, actualmente lo utiliza para dar liquidez y regular el mercado, ya que éste se encuentra en la etapa de creación y formación. En 1978 se colocaron a nivel quincenal, veintitrés emisiones por un monto de 86.2 miles de millones de pesos, de los cuales el mercado primario absorbió el 61.8%, que representó en términos brutos (deducidos 1.3 miles de millones de intereses), un flujo de 52.0 miles de millones de pesos para el Fondo de Financiamiento al Sector Público. Sin embargo, si de esta última cifra se excluyen las emisiones redimidas durante el año, el flujo neto acumulado de recursos al "Fondo", ascendió a 2.3 miles de millones de pesos. (Ver anexo, Cuadro No. 1)

En 1979, como ya se había mencionado, la colocación de las nuevas emisiones se efectuó cada semana, por lo cual se llevaron a cabo cincuenta y dos emisiones cuyo monto (196.4 miles de millones de pesos), superó en 127.8% a lo colocado en 1978. Asimismo, los 101.2 miles de millones de pesos que solici

38/

Dicho Fondo se encuentra constituido por las aportaciones que realizan las Entidades Públicas y por las ventas de valores gubernamentales (CETES, y Petrobonos).

taron las Casas de Bolsa (94.7% superior a 1978) vinieron a significar recursos para el Fondo de Financiamiento al Sector Público por un monto bruto de 97.5 miles de millones de pesos (87.6% por arriba de 1978) y 3.7 miles de millones de intereses para la Tesorería (183.1% mayor respecto al año anterior). En este año, el flujo neto acumulado de recursos al Fondo de Financiamiento del Sector Público fue de 23.5 miles de millones de pesos, lo cual representó un incremento de más de 900% respecto al obtenido en 1978. (Ver anexo, Cuadro No. 2)

Al 30 de julio de 1980, se colocaron treinta y un emisiones por un monto de 123.5 miles de millones de pesos (1.7% superior respecto a igual lapso de 1979(de los cuales el mercado primario absorbió el 62.4% (16.8 miles de millones más que un año antes) que representó en términos brutos (deducidos 3.9 miles de millones por concepto de intereses) un flujo de 73.1 miles de millones de pesos para el Fondo de Financiamiento al Sector Público (25.7% más alto frente al mismo período de 1979). Sin embargo, si de esta última cifra se excluyen los montos de las emisiones amortizadas durante ese período del año, el flujo neto acumulado de recursos al "Fondo" ascendió a 47.6 miles de millones de pesos, lo cual representó un incremento de 46.0%, respecto al mismo lapso de 1979. (Ver anexo, Cuadro No. 3)

Por lo que respecta a la tasa de descuento y por consiguiente a la tasa de rendimiento en el mercado primario, de enero de 1978 a julio de 1980 se distinguieron tres tendencias: la primera hacia la baja, abarcó de enero a mayo de

1978; la segunda con características alcistas, predominó de mediados de mayo - de 1978 a la primera semana de mayo de 1980 y la tercera hacia la baja nuevamente, de la segunda semana de mayo a julio de 1980.

El efecto que tuvo este dinamismo de la tasa de descuento entre el público demandante merece un especial estudio, ya que a simple vista parece lógico que cuando la tasa de descuento y por ende de rendimiento están bajando en el mercado primario, aumenten los montos solicitados de las nuevas emisiones. 39/

Para poder entender este comportamiento se deben considerar varios elementos:

- * El precio de los Certificados está enmarcado en términos de tasa de descuento, lo cual implica que para obtener un mejor rendimiento hay que comprar caro y vender barato.
- * Los montos más importantes de CETES se realizan con las tenencias de las personas morales.
- * La participación de las empresas en el mercado es a corto plazo (máximo un mes), precisamente porque los recursos que canalizan a CETES están destinados principalmente para pago de impuestos y capital de trabajo.

Tomando en cuenta estos tres puntos, se puede hacer un ejercicio:

Si se compran CETES de una nueva emisión a una tasa de descuento -

39/

En las primeras nueve emisiones, los montos solicitados por las Casas de Bolsa superaron los montos emitidos, por lo cual fue necesario adoptar la práctica de proporcionarles los primeros cien millones de pesos pedidos y prorratear el resto entre todas aquellas Casas de Bolsa que pedían montos superiores a tal cantidad. Asimismo, a partir de la segunda semana de mayo de 1980, los montos solicitados por las Casas de Bolsa aumentaron, lográndose en ese mes el nivel más alto colocado (32.5 miles de millones) en toda la historia del mercado, en un período similar.

de 20.73% y se mantienen tres meses, se obtendría un rendimiento anual de 21.88%. Sin embargo, vamos a considerar dos situaciones: en la primera, la perspectiva es que continúe aumentando la tasa de descuento de las futuras emisiones (tal como sucedió de junio de 1978 a la primera semana de mayo de 1980); y en la segunda existen las expectativas que baje la tasa de descuento de las futuras emisiones (como sucedió a principios y fines del período estudiado).

Si al cabo de ocho días se vendieran los CETES en estos dos diferentes escenarios, ocurriría lo siguiente:

- * En el primer caso, no se podría vender a una tasa de descuento inferior a la que se compró y si se lograra la diferencia sería mínima.

Bajo estas consideraciones se vendería a una tasa de descuento de 20.79%, la cual está por arriba de la tasa original, lo cual significa que:

Se compró a \$ 9 475.99
Se vendió a \$ 9 520.68

Con una ganancia por cada Certificado vendido de \$ 44.69 que equivale a una tasa de rendimiento anual de 21.22%.

- * En el segundo caso, si se puede vender por abajo de la tasa a que se compró, por lo cual se vende a 20.67%, tasa inferior a la original. Esto significa que:

Se compró a \$ 9 475.99 (igual que en el primer caso)
Se vendió a \$ 9 523.44

Con lo cual se obtuvo una ganancia de \$ 47.45; es decir, se obtuvo una tasa de rendimiento anual de 22.53%. Lo anterior implica que en el segundo caso hay una ganancia adicional, respecto a la primera situación de \$ 2.76, que en puntos porcentuales es de 1.31.

Bajo este sencillo ejercicio, se aprecia que resulta más rentable invertir en CETES en un período en que se espera continúen bajando las tasas de descuento en el mercado primario que en aquel en que las expectativas son que continúe aumentando la tasa de descuento de las nuevas emisiones. Es decir, en esas condiciones del mercado, se premia al ahorrador de corto plazo.

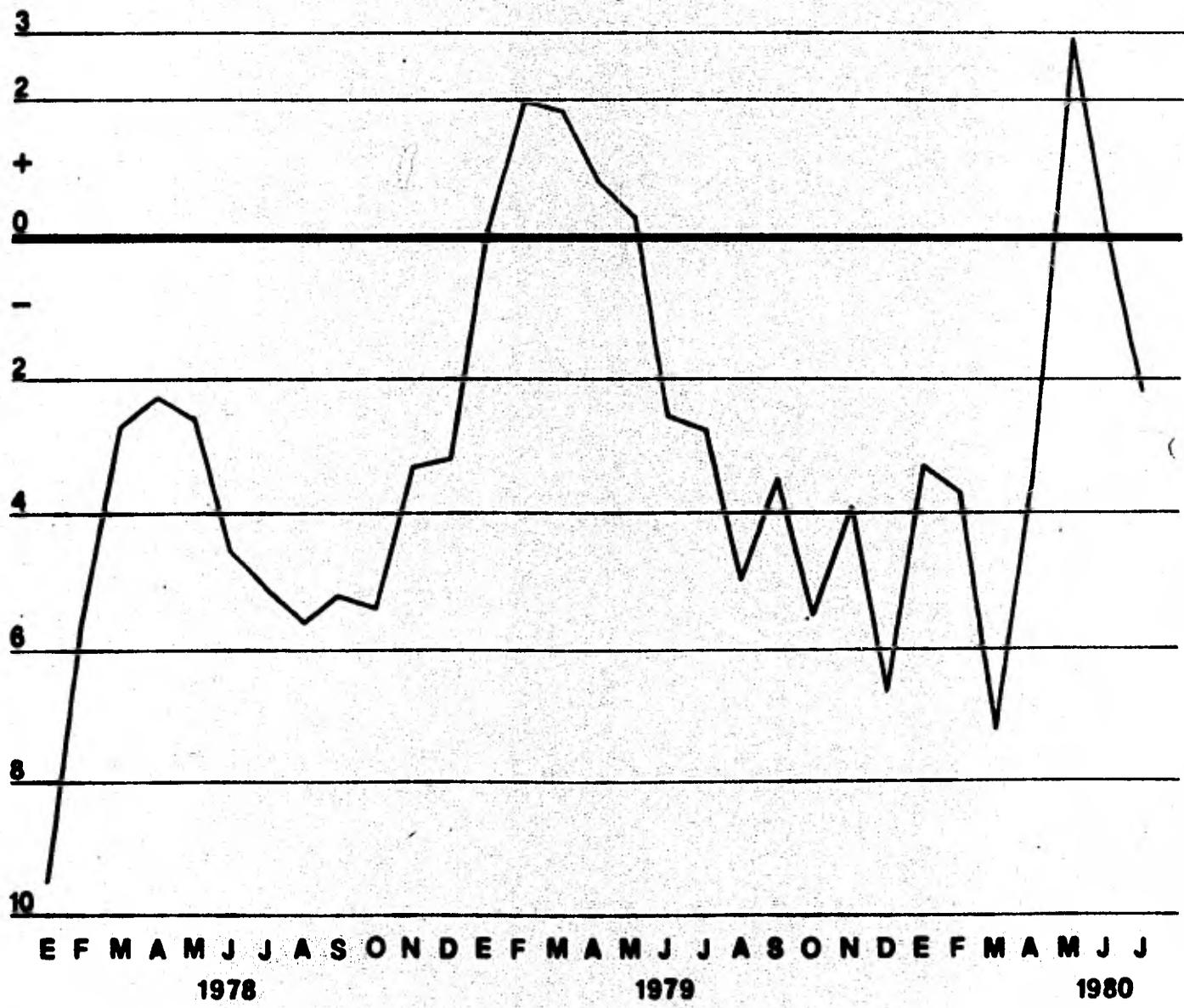
El mercado primario de los Certificados adquirió tal dinamismo en esos dos períodos de tasas de descuento descendentes ya que adicionalmente se debe considerar que las presiones derivadas por el ajuste en el tipo de cambio fueron menores, tal como se aprecia en el comportamiento del diferencial ajustado de los Certificados 40/ y que en esos meses la banca tuvo excedentes que canalizó a la compra de CETES en lugar de depositarlos en el Banco de México. 41/

40/ Dicho diferencial se obtiene:

Tasa de rendimiento promedio mensual del Mercado Primario de CETES	Tasa Premio a Tres Meses en el Mercado de N.Y.
<u>Tasa Libor Neta a Tres Meses</u>	

41/ El Banco Central ratificó la participación de la Banca en el mercado de CETES ya que dispuso: a) A partir del 10. de febrero de 1978 los recursos en él depositados en exceso a las coberturas obligatorias de ciertos cajones de crédito selectivo difíciles de cumplir se limitaban a 1.0% del pasivo invertible de las instituciones crediticias para que los excedentes pudieran ser canalizados a la compra de Certificados y b) Al reestructurarse el régimen de encaje legal se determinó que el cajón de 1.0% obligatorio de los recursos de los departamentos de ahorro debía destinarse a otorgar financiamiento a las Casas de Bolsa. Esta última disposición se modificó el 10. de enero de 1980 en la circular 1842/79, ya que en el cajón de apoyos al mercado de valores se señaló que la Banca Múltiple (95% del total de pasivos) debía otorgar créditos a los agentes de valores (personas morales) por un monto equivalente al 0.2%.

DIFERENCIAL AJUSTADO DE LOS CETES 1978 - 1980



Fuente: Elaboraciones con base a datos de BANXICO.

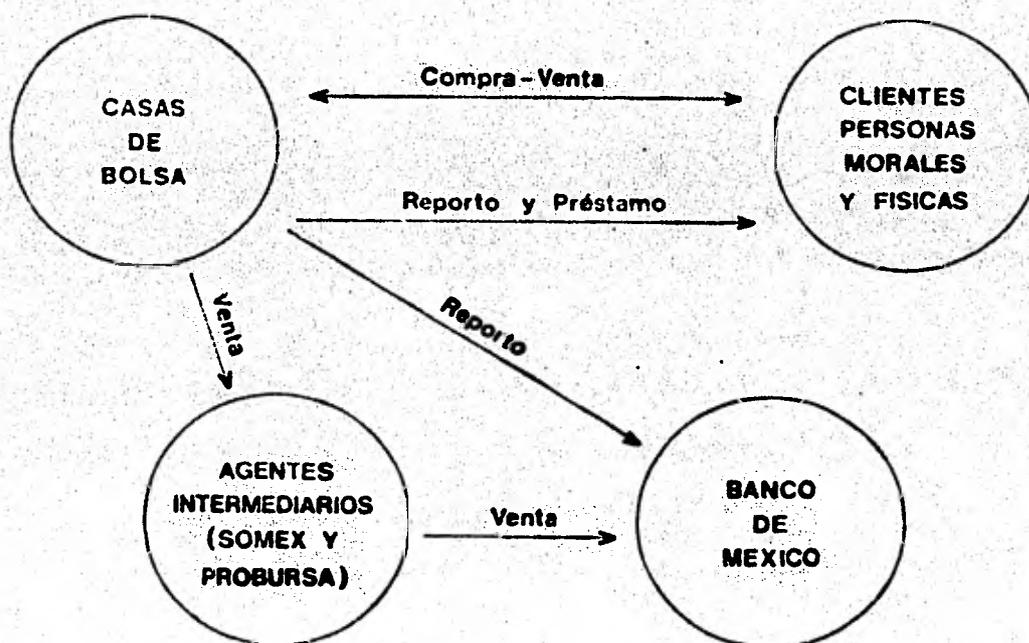
En contrapartida, el evaluar el efecto de las tasas de rendimiento del mercado primario desde el lado del oferente. Es decir, en términos del costo financiero para el Gobierno, el financiar su déficit a través de la colocación de Certificados mostró en términos generales en los dos años y medio, un predominio de la tendencia ascendente, ya que en 1978 la tasa de interés promedio anual fue de 10.56%, en 1979 de 15.07% y en los siete primeros meses de 1980 de 21.01%, lo cual implicó para la Tesorería una erogación en 1978 de 1.3 miles de millones de pesos, en 1979 de 3.7 miles de millones y de enero a julio de 1980 de 3.9 miles de millones.

Para tener una mejor idea de lo que en términos contables ha significado para el Gobierno financiar su déficit a través de los Certificados, los recursos que obtuvo del Banco de México su principal fuente interna de financiamiento adicional, en 1978 y buena parte de 1979, fueron a una tasa de interés anual de 8%; sin embargo, para el Banco Central por su parte, los recursos que adquirió del Depósito Legal le implicaron una tasa superior, ya que al costo promedio ponderado de la captación que esta institución estima para cada mes, le suma dos y medio puntos porcentuales y una sobre prima que puede ser positiva o negativa según el caso específico de cada banco; en 1978 dicho costo de la captación arrojó una tasa promedio anual de 1.513%, en 1979 fue de 16.35% y en los siete meses de 1980 subió a 19.53%. Solamente los fondos que canaliza al Gobierno vía emisión primaria no le representan casi ningún costo financiero.

B. El Mercado Secundario

El mercado secundario lo integran las operaciones que realizan las Casas de Bolsa entre sí, las que se efectúan entre éstas y sus clientes y las operaciones intermedias entre la colocación y redención de las emisiones que los agentes de bolsa (personas morales) llevan a cabo directa o indirectamente con Banxico. 42/

ESQUEMA DEL MERCADO SECUNDARIO DE LOS CETES



42/

Las principales operaciones que directamente ejecutan las Casas de Bolsa con Banxico son las de reporto, éste último actúa en calidad de reportador. En forma indirecta, las Casas de Bolsa esencialmente venden CETES al Banco de México ya que para estas operaciones son intermediarios las Casas de Bolsa Acciones Bursátiles Somex, S. A., (este fue el agente exclusivo por más de año y medio) y Proburza, S.A.

b.1 Evolución de las Operaciones de Contado y Reporto

En 1978, el primer año de vida de los Certificados, el importe total de lo operado con éstos títulos de crédito ascendió a 206.1 miles de millones de pesos, de los cuales el 90.1% correspondió a operaciones de contado y el 9.9% restante a operaciones de reporto. En este bajo nivel influyó el hecho de que los Certificados no estuviesen lo suficientemente apoyados por una campaña de difusión directa hacia los demandantes potenciales, puesto que las Casas de Bolsa centraron básicamente su atención en el mercado accionario ya que éste último estaba registrando un dinamismo sin precedente.

Por lo que a las tasas promedio de descuento y premio se refiere, éstas hasta mediados de año experimentaron una tendencia decreciente, la primera de enero a mayo descendió 2.3% y la segunda de enero a junio perdió 1.8%, a raíz del comportamiento que predominó en las tasas de descuento del mercado primario. Posteriormente, con el cambio en la tasa de descuento de las nuevas emisiones, dichas tasas empezaron a aumentar, alcanzando en diciembre el nivel más alto de año: 12.215% la tasa de descuento y 11.205% la tasa premio, es decir, registraron un aumento de 27.0% y 19.2% en el mismo orden respecto al mes de enero. (Véase anexo estadístico, Cuadro No. 4).

En 1979, el mercado secundario adquirió un mayor auge. El importe total (746.0 miles de millones de pesos), se incrementó 262.0% ya que el monto

de las operaciones de contado (714.0 miles de millones de pesos) y de reporto (32.0 miles de millones de pesos) aumentaron 284.5% y 56.9% respectivamente, frente a 1978.

En relación a las tasas promedio de descuento y premio, éstas en el transcurso del año, estuvieron al alza como resultado de la actividad que manifestó la tasa de descuento en el mercado primario. En efecto, la tasa de descuento de enero a diciembre se incrementó 35.4%, mientras que la tasa premio mejoró en 44.5%; lo cual redundó en que las tasas promedio anual de descuento (14.390%) y premio (14.129%) registraran un aumento de 41.0% y 45.6%, en el mismo orden, respecto al promedio de 1978. (Véase anexo estadístico, Cuadro No. 5).

El dinamismo que mostró el mercado secundario de CETES en 1979, se considera estuvo determinado por la retracción que el mercado accionario manifestó desde mediados de mayo, la creación de departamentos especializados en las operaciones con Certificados y la mayor difusión de los títulos, lo cual trajo consigo que el público no bancario penetrase más en el mercado de los Certificados.

Por último, dado que de enero a julio de 1980 las operaciones de contado (347.7 miles de millones de pesos) y de reporto (2.4 miles de millones de pesos) se redujeron 11.6% y 90.9%, respectivamente frente a igual período de 1979, el importe total (347.7 miles de millones de pesos) decreció 16.6%. Esta actividad se estima estuvo influida principalmente por la competitividad que ejer-

cieron a principios de año las operaciones "Swaps".

Respecto a las tasas promedio de descuento y premio, éstas en los últimos meses del período considerado empezaron a disminuir. Sin embargo, el promedio anual de ambas tasas superó en más de 40.0% a las obtenidas en igual período de 1979. (Véase anexo estadístico, Cuadro No. 6).

En los dos años y medio de vida de los Certificados, se operaron 1 299.8 miles de millones de pesos, de los cuales el 95.8% correspondieron a operaciones de contado y 4.2% a operaciones de reporto. Mientras que las tasas promedio mensuales de descuento y premio fluctuaron en un rango de 9.395%-21.365% y 9.227%-21.090% en el mismo orden.

b.2 La Penetración de los Certificados en la Economía.

En 1978, se alcanzan a distinguir dos comportamientos entre los principales tenedores de Certificados.

En efecto, en el primer semestre del año la circulación total de CETES aumentó ininterrumpidamente, la circulación promedio mensual en el período fue de 18.6 miles de millones de pesos, siendo la Economía la que poseía la parte más importante (15.0 miles de millones), de los cuales la Banca participó con el 82.0% y el Público no Bancario con el 18.0% restante; y el Banco de México por

su parte, sólo dispuso de 3.6 miles de millones. De las tenencias promedio de la banca (12.3 miles de millones) la Banca Privada y Mixta tenía el 87.0%, la Banca Nacional 12.2% y las Casas de Bolsa 0.8%.

Posteriormente, en la segunda mitad del año, con una circulación promedio mensual de 20.1 miles de millones de pesos el panorama se invirtió, siendo del Banco de México el monto más significativo (13.3 miles de millones) y de la Economía 6.8 miles de millones. Lo anterior fue resultado de la transferencia de Certificados que se efectuó de la Banca (principalmente la Banca Privada y Mixta 7.5 miles de millones) al Banco Central; lo cual a su vez implicó que la participación de los agentes en la Economía se modificase ya que la Banca pasó a disponer del 54.4% (27.6 puntos porcentuales menos que en la primera parte del año) y el Público no Bancario el 45.6%. (Véase anexo estadístico, Cuadro No. 7).

En 1979, al cambiarse la periodicidad en la colocación de los Certificados, la circulación total de éstos aumentó significativamente (188.4% en promedio, respecto a 1978).

Durante el primer semestre de este año, el comportamiento que predominó en la segunda mitad del año anterior se mantuvo; así, de una circulación promedio de 51.7 miles de millones de pesos, el Banco de México poseía el 55.7% y en la Economía circulaba el restante 44.3%. De los 22.9 miles de millones de pesos en promedio que poseía la Economía, el Público no Bancario mantenía 14.0

miles de millones de pesos (54.3% las empresas privadas y particulares y 45.7% las entidades públicas) y 8.9 miles de millones la Banca.

En la segunda mitad de 1979, el panorama cambió, ya que de una circulación promedio mensual de 43.7 miles de millones de pesos, la Economía poseía el 63.8% y el Banco de México 36.2%. De los 27.9 miles de millones en promedio que tenía la Economía, el Público no Bancario disponía de 22.0 miles de millones (56.8% las entidades públicas y 43.2% las empresas privadas y particulares) y 5.9 miles de millones la Banca. (Véase anexo estadístico, Cuadro No. 8).

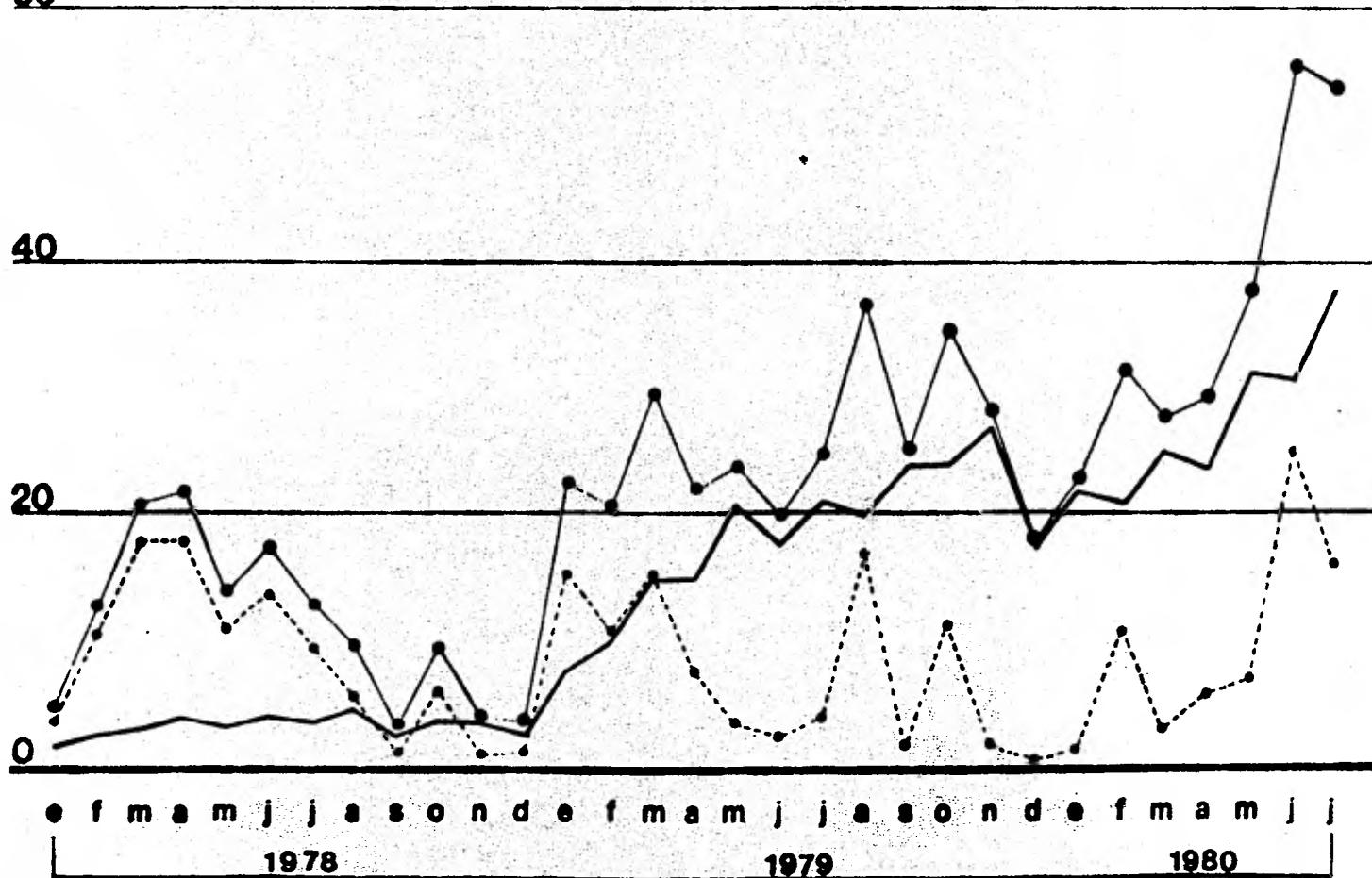
De enero a julio de 1980, la tendencia manifestada en la segunda mitad de 1979 continuó. En efecto, de una circulación promedio mensual por un monto de 56.1 miles de millones de pesos, en la Economía se encontraba el 76.5% y en el Banco de México 23.5%.

Asimismo, de los 42.9 miles de millones de pesos que en promedio tenía la Economía, el Público no Bancario poseía 31.6 miles de millones (59.8% las entidades públicas y 40.2% las empresas privadas y particulares) y 11.3 miles de millones el Público Bancario. (Véase anexo estadístico, Cuadro No. 9).

En los dos años y medio de vida de los Certificados, entre los diferentes tenedores que han participado en la Economía, el Público no Bancario mostró una tendencia al alza, ya que su participación promedio fue en 1978 de 37.9%, en 1979 de 72.0% y de enero a julio de 1980 aumentó a 77.0%. En contrapartida, la

PRINCIPALES TENEDORES DE CETES EN LA ECONOMIA 1978-1980

Miles de millones de pesos



- Circulación total
- - -●- - Público bancario
- Público no bancario

Fuente: Banco de México S.A.

participación promedio de la Banca estuvo decayendo; así, en 1978 contribuyó con el 62.1%, en 1979 con 28.0% y en los siete meses de 1980 fue de 23.0%.

C. Los CETES y los instrumentos análogos de Estados Unidos

Los Certificados de Tesorería en Estados Unidos (Treasury Bills), al igual que en nuestro país, constituyen una obligación por parte del Gobierno, ya que es éste el que se compromete a redimir el Certificado a su valor nominal en la fecha de vencimiento.

Previamente a la colocación de una nueva emisión, la Tesorería de los Estados Unidos trata de determinar la demanda que existe para los Certificados; para ello, comenta las condiciones que imperan en el mercado con los representantes del Sistema de la Reserva Federal, especialistas del Gobierno y grupos de inversionistas.

En México, éste preámbulo en la colocación de un nuevo título, también existe. Sin embargo, dado el procedimiento de colocación y la etapa inicial del mercado, actualmente el Comité Mixto de Emisión centra su atención en la determinación de la tasa de descuento, para lo cual toma en consideración el movimiento de las tasas externas e internas de interés y las necesidades de caja de la Tesorería.

En cuanto al procedimiento de colocación, en los Estados Unidos una vez fijado el monto de la emisión, la asignación de los Certificados se efectúa a través de una subasta al mejor postor; en México el mecanismo es, en esta primera etapa, a la inversa.

Los Treasury Bills, tienen como han pensado las autoridades financieras de nuestro país que pueden llegar a adquirir los CETES, diferentes períodos de vida y denominaciones. Así, el lapso de estos valores es de 91, 182, 270 y 365 días y en cuanto a su valor nominal, éste oscila dentro de un rango que va de los 10 000 a 1 000 000 de dólares.

La periodicidad de las ofertas de los Treasury Bills es para las emisiones de 3 y 6 meses cada semana y para el resto de los títulos, a la fecha de su vencimiento. Los CETES por su parte, en 1978 se emitían a nivel quincenal y a partir de 1979 se efectúa una oferta cada semana.

El rendimiento que obtienen los que adquieren estos valores, en uno y otro país, es en base al diferencial entre el precio de compra y el de venta.

Los Treasury Bills han generado un mercado secundario tan amplio y organizado que brinda al ahorrador la posibilidad de adquirir un activo sumamente líquido. Los CETES, están en la etapa de generar un mercado secundario autónomo que permita esa liquidez.

Los Treasury Bills se han constituido en un instrumento de política monetaria muy importante ya que al Sistema de la Reserva Federal le permite afectar las reservas de los Bancos Comerciales; para éstos últimos, les significa un instrumento a través del cual pueden deshacerse de sus excedentes y transformarlos en activos casi cien por ciento líquidos y rentables; por último, para las grandes corporaciones, vienen a constituir un activo de corto plazo que permite la sincronización entre los recursos ociosos y las disponibilidades de estos fondos.

Los CETES por su parte, están en la etapa de creación y formación del mercado de títulos gubernamentales.

D. La capacidad de la Economía para absorber CETES

Ante la importancia que los valores gubernamentales en estudio han adquirido en la cartera del público no bancario y bancario, es imprescindible que se pueda determinar con anticipación la demanda de los Certificados; lo cual a su vez, es vital conocer para las autoridades financieras, ya que con ello se puede apoyar, por un lado, la política monetaria y, por el otro, la programación financiera de los fondos que a nivel interno se disponen.

Así, con el objeto de estimar la demanda agregada de CETES en el mercado primario, se realizaron varias pruebas durante el período 1978,02-1980,07,- de las cuales las tres mejores se presentan a continuación.

La ecuación estructural de la primera fue la siguiente:

$$GCETES_t = a_0 + a_1 GIVPI_t + a_2 TRCMS90_t + a_3 TASINT_t + a_4 DUM_t + U_t$$

Donde:

GCETES:	Crecimiento logarítmico de los montos de CETES colocados en el mercado primario.
GIVPI:	Crecimiento logarítmico del Índice de Volumen - de la Producción Industrial.
TRCMS90:	Tasa de rendimiento de los CETES en el mercado secundario a 90 días.
TASINT:	Tasa interbancaria "Call Money".
DUM:	Dummy en diciembre de cada año.
U:	Error estocástico.

Los resultados fueron los siguientes:

$$GCETES_t = -0.0014 + 8.3520 GIVPI_t + 0.1142 TRCMS90_t$$

(-0.0030) (3.8161) (1.7509)

$$-0.0932 TASINT_t - 0.9609 DUM_t$$

(-1.5348) (-1.9543)

R ² =	0.542
D.W. =	1.996
S.E. =	0.634
F (4, 25) =	7.385

Los signos obtenidos correspondieron a los esperados.

La ecuación estructural de la segunda fue la siguiente:

$$GCETES_t = b_0 + b_1 GIVPI_t + b_2 TRCMS30_t + b_3 TASINT_t + b_4 DUM_t + E_t$$

Donde:

TRCMS30: Tasa de rendimiento de los CETES en el mercado secundario a 30 días.

E: Error estocástico

Siendo los resultados:

$$GCETES_t = -0.2767 + 8.9068 GIVPI_t + 0.0865 TRCMS30_t$$

(-0.5328) (3.9968) (1.2528)

$$-0.0531 TASINT_t - 0.9129 DUM_t$$

(-0.8384) (-1.8516)

$R^2 = 0.553$

D.W. = 1.924

S.E. = 0.634

F (4, 24) = 7.430

Los signos que se obtuvieron resultaron ser los esperados.

La ecuación estructural de la tercera fue la siguiente:

$$GCETES_t = d_0 + d_1 GIVPI_t + d_2 TRCMS7_t + d_3 TASINT_t + d_4 DUM_t + Z_t$$

Donde:

TRCMS7= Tasa de rendimiento de los CETES en el mercado secundario a 7 días.

Z: Error estocástico.

Los resultados fueron los siguientes:

$$GCETES_t = -0.1412 + 9.2194 GIVPI_t + 0.1069 TRCMS7_t$$

(-0.2605) (4.0599) (1.3459)

$$-0.0730 TASINT_t - 0.9275 DUM_t$$

(-1.0384) (-1.8794)

R²= 0.570

D.W.= 1.986

S.E.= 0.635

F (4, 23)= 7.633

Los signos que se obtuvieron también fueron los esperados.

Por otra parte, con el propósito de ser un poco más explícito y a fin de poder apreciar la penetración de los valores gubernamentales en cuestión en el

sector privado, se corrieron varias regresiones durante el período 79,02-80,07, -
de las cuales las que mejores resultados arrojaron fueron:

La ecuación estructural de la primera fue la siguiente:

$$LFUPRSPR_t = a_0 + a_1 TRCMS90_t + a_2 TAMO3M_t + a_3 CF3MCH_t + a_4 DUM_t + U_t$$

Donde:

LFUPRSPR:	Logaritmo del flujo promedio de CETES en el sector privado.
TRCMS90:	Tasa de rendimiento de los CETES en el mercado secundario a 90 días.
TAMO3M:	Tasa de rendimiento de los certificados de depósito bancario para personas morales a tres meses.
CF3MCH:	Cotización futura del peso a tres meses en el mercado de Chicago.
DUM:	Dummy en diciembre de cada año.
U:	Error estocástico.

Los resultados fueron los siguientes:

$$LFUPRSPR_t = 44.7357 + 1.1322 TRCMS90_t - 0.8859 TAMO3M_t \\ (2.4008) (3.2724) (-3.1172) \\ -1.8154 CF3MCH_t - 6.9157 DUM_t \\ (-2.1793) (-7.3232)$$

$R^2 =$	0.873
D.W. =	2.164
S.E. =	0.832
F (4, 12) =	20.663

Los signos que se obtuvieron correspondieron a los esperados.

La ecuación estructural de la segunda fue la siguiente:

$$LFUPRSPR_t = b_0 + b_1 TRCMS30_t + b_2 TAMO1M_t + b_3 CF3MCH_t + b_4 DUM_t + E_t$$

Donde:

TRCMS30:	Tasa de rendimiento de los CETES en el mercado secundario a 30 días.
TAMO1M:	Tasa de rendimiento de los Certificados de Depósito bancario para personas morales a un mes.
E:	Error estocástico.

Siendo los resultados:

$$LFUPRSPR_t = 33.7911 + 1.1113 TRCMS30_t - 0.8821 TAMO1M_t$$

(1.8145) (3.0597) (-2.9133)

$$-1.3149 CF3MCH_t - 6.7972 DUM_t$$

(-1.5999) (6.8985)

$R^2 =$ 0.866

D.W. = 2.174

S.E. = 0.855

F (4, 12) = 19.419

Los signos que se obtuvieron también fueron los esperados.

A. CONCLUSIONES

1. Los Certificados de Tesorería de la Federación (CETES) son títulos de crédito al portador que constituyen una nueva estrategia de la política monetaria en México.

2. Las principales características de estos valores son: -

- * Su emisión está asignada a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- * Los CETES representan para el Gobierno Federal una obligación.
- * Su período de duración no podrá exceder de un año (hasta la fecha las emisiones han sido a tres meses).
- * La colocación y redención de los Certificados se lleva a cabo por conducto del Banco de México.
- * El rendimiento que proporcionan se determina por el diferencial que existe entre el precio de compra bajo par y su valor de redención o su precio de venta.

- * Las Casas de Bolsa son los agentes autorizados para ejecutar con los CETES operaciones de compra-venta, reporto y préstamo siempre por cuenta propia.
- * La adquisición de estos títulos está abierta a cualquier persona física y moral, excepto si el régimen jurídico de estas últimas se los impide y los adquirentes pueden ser nacionales o extranjeros.
- * Por lo que a su tratamiento fiscal se refiere, se estipuló que las ganancias de capital (producto de las operaciones de compra-venta) para el caso de las personas físicas estén exentas del pago del impuesto sobre la renta y para las personas morales esos rendimientos sean acumulables a su ingreso gravable. Respecto a los rendimientos que se obtienen con las operaciones de reporto y préstamo, tanto las personas físicas como las morales, deberán considerarlas dentro de su ingreso gravable para efectos del citado impuesto.
- * Por último, ya que los CETES no existen físicamente, se les mantiene en administración en el Instituto de Depósito Centralizado de Valores (coordinado por el Banco Central) por cuenta de los tenedores (Casas de Bolsa) quienes a su vez llevan un registro de la cartera de sus clientes.

3. A través de la implantación de estos valores se preten

de:

Proporcionar al Gobierno Federal, por un lado, - un instrumento idóneo (no inflacionario) para - allegarse a nivel interno los fondos complementarios que necesita para llevar a cabo sus diferentes actividades, reduciéndose así la necesidad de tener que recurrir a los mercados internacionales de crédito y, por el otro, atenuar las - variaciones de los flujos de caja de la Tesorería de la Federación.

Coadyuvar a la moderación de las fluctuaciones de la oferta monetaria e incidir en las condiciones crediticias de la economía, a través de las operaciones de mercado abierto.

Por último, la existencia de estos títulos puede favorecer la posibilidad de contar con nuevos activos financieros, lo cual implicaría que el mercado de dinero se diversifique por el lado de los valores no bancarios.

4. A las Casas de Bolsa se les escogió como los entes - que configuran el sistema de comercialización de los valores gubernamentales, ya que se consideraron los siguientes elementos:

Dadas las características específicas que conforman a los CETES, se requiere que su comercialización esté asignada a una estructura institucionalizada que sea especialista con las operaciones de contado de valores, así como con otro tipo de activos que en un momento dado podrían favorecer a constituir la cartera de un ahorrador.

- * Como los Certificados son títulos de crédito que no se pueden realizar al menudeo a través de una ventanilla, se necesita en la etapa de difusión la participación de promotores especialistas en la materia que sensibilicen a los compradores potenciales sobre las cualidades de estos títulos.
- * Ya que los principales demandantes de los Certificados son los Tesoreros de empresas, éstos encuentran muy cómodo transmitir sus instrucciones a su Casa de Bolsa por la vía telerónica. Este hecho, así como el de utilizar el abono en la cuenta de cheques del cliente, proporciona al mercado una agilización que sería muy difícil alcanzar en un banco, en el cual el interesado tendría que acudir a sus oficinas.
- * Por último, para fines prácticos del Sistema Financiero Mexicano, es más conveniente difundir entre sus agentes las funciones a él asignadas, que concentrarlas en uno solo.

5. A la fecha, el mercado de los CETES, como un nuevo instrumento que disponen las autoridades financieras, se encuentra en la etapa de creación y formación.

6. Considerando el punto anterior, estos valores están hasta el momento siendo utilizados como una fuente complementaria de financiamiento del Gobierno Federal.

En efecto, en la colocación de Certificados los fondos tienen una función específica; así, la parte que se coloca en las Casas de Bolsa pasa a formar parte del Fondo de Financiamiento del Sector Público para que la Tesorería de la Federación posteriormente los utilice de acuerdo a las necesidades del Sector Público. La otra parte que resta del monto emitido, se integra al Fondo de Regulación Monetaria para que Banxico tenga la posibilidad de afectar la liquidez que impera en la economía; sin embargo, actualmente lo utiliza para regular y apoyar la liquidez del mercado secundario.

7. Aun cuando para la Tesorería de la Federación, el costo financiero o contable de los fondos captados por la venta de Certificados es mayor respecto al que implican otras fuentes internas alternativas de financiamiento, especialmente emisión primaria y depósito legal, el costo social de oportunidad, en términos de los objetivos de política económica, es menor a través de dichos valores.

B. RECOMENDACIONES

1. Debe tenerse en cuenta para las futuras emisiones de Certificados de Tesorería de la Federación, la capacidad de absorción de la economía, determinada por el desequilibrio monetario, - ya que si se llegase a saturar este instrumento perdería efectivi - dad.
2. Los rendimientos obtenidos por medio de estos títulos de crédito deben ser compatibles con aquéllos obtenidos a través - de otro tipo de valores (análogos en seguridad y en plazo) para - evitar una simple transferencia de recursos.
3. Es importante señalar que si bien se espera que este - instrumento pueda aumentar significativamente la colocación de - deuda pública interna; esto no significa que pueda seguirse incu - rriendo en déficits cuantiosos, ya que de no controlarse la expan - sión del gasto público (en especial el gasto corriente) la emisión de Certificados se convertiría exclusivamente en un instrumento de política fiscal, eliminándose con ello las ventajas que pueden obte - nerse de los Certificados como medio de regular la liquidez de la - economía.

Por otra parte, de acuerdo a la hipótesis del trabajo: -
"Aun cuando los Certificados de Tesorería de la Federación todavía no alcanzan a afectar en la medida deseada la cartera de las instituciones bancarias y del público no bancario, éstos pueden llegar a constituirse en uno de los instrumentos más importantes de que dispongan las autoridades financieras para coadyuvar a los objetivos de política económica".

La comprobación de ésta implica reflexionar sobre dos aspectos:

La penetración del nuevo instrumento en la economía.

La utilización del Certificado dentro de las herramientas de política monetaria.

En relación al primer punto, resulta imprescindible que estos valores gubernamentales tengan aceptación entre el público (bancario y no bancario) para que efectivamente puedan ser utilizados como un instrumento de política monetaria. Ante este hecho, se ha tenido especial cuidado que en la primera etapa de los CETES se lleve a cabo la creación y formación de este mercado.

Tomando en cuenta lo expuesto en el Capítulo III y que la circulación de CETES en la economía ha venido aumentando */ estos valores se han constituido en un activo financiero que está - adquiriendo relevancia en la cartera del público. Sin embargo, el proceso de penetración de dichos títulos necesita acelerarse para - que cumplan con todos los objetivos por los cuales se les creó.

4. En este contexto, se puede sugerir que, por lo que al - público bancario concierne, el Banco Central de acuerdo con las - Autoridades Hacendarias establezca a los bancos un Coeficiente - Mínimo de Liquidez o Encaje de Valores para asegurar que las te - nencias de los valores gubernamentales por parte de estas institu - ciones permanezcan por encima de un nivel mínimo prescrito, de - acuerdo al monto total de sus pasivos o sobre los incrementos de - sus depósitos a partir de un nivel determinado. Con esta medida, lo que se busca es favorecer el paso a la segunda etapa de los Cer - tificados, ya que se podrían emitir valores a un plazo mayor de -

*/ En 1978 dicha circulación fue de 10.9 miles de millo - nes de pesos, en 1979 fue de 25.9 y de enero a julio - de 1980 ascendió a 36.8 miles de millones de pesos.

tres meses e incluso de un año sin temer a que en un momento dado se efectuase la venta masiva de dichos valores o que en su fecha de redención sus tenedores no los renovasen.

5. Sin embargo, el hecho de aplicar un Encaje de Valores a la Banca se debe efectuar con disminuciones, en la misma proporción, en el Depósito Obligatorio que los bancos deben mantener en Banxico, ya que a estos dos instrumentos no se les debe considerar como complementarios, sino por el contrario se les debe catalogar como sustitutos entre sí. Lo anterior es con el objeto de que el multiplicador monetario no se vea afectado negativamente y por lo mismo que la canalización de recursos de la banca a la economía se vea disminuido.

6. Por lo que al público no bancario se refiere, la participación de éste en el mercado de los títulos gubernamentales se podría ver estimulada si a las Instituciones de Seguros dentro de su cajón de inversión en Valores del Estado se les permitiese adquirir CETES.

7. Adicionalmente, las tenencias del público no bancario pueden encontrar nuevos participantes si a los Fondos de Pensio -

nes se les abre la posibilidad de participar en el mercado de los -
CETES con los fondos que destinan a la adquisición de Bonos del -
Estado. En este y en el anterior caso, se podría pensar que los -
Certificados a adquirir fueren por un plazo mayor al que hasta la -
fecha se han estado emitiendo, con lo cual se estaría apoyando el
paso a la segunda etapa de los Títulos Gubernamentales.

Asimismo, la mayor penetración de los CETES entre -
el público no bancario proporciona a las autoridades monetarias la
posibilidad de poder afectar en la medida deseada la base moneta -
ria.

Por lo que al segundo punto concierne, hasta el momen -
to los CETES se han utilizado como una fuente alternativa de fi -
nanciamiento para el Gobierno Federal; sin embargo, su esencia -
misma radica en la posibilidad de constituirse en un instrumento -
de política monetaria. Con la mayor penetración de los Certifica -
dos entre el público, se hace más tangible el poder afectar la liqui -
dez de la economía, pues para ello las autoridades monetarias con -
tarían efectivamente con las operaciones de mercado abierto.

8. Se debe tener presente que la política de mercado abierto debe estar circunscrita por conceptos y disposiciones que le permitan aplicarse a la formulación tanto de política monetaria como de política fiscal. Siendo para ello imprescindible disponer de un mercado de Títulos Públicos diversificado y amplio.

En lo que a diversificación se refiere, ésta debe darse en términos de una amplia gama de valores que tengan diferentes plazos y por ende rendimiento; pero sin pasar por alto que, de ser iguales en liquidez, cuando dichos valores lleguen al mismo lapso de vida, su rentabilidad debe ser similar para evitar distorsiones en la estructura del mercado.

Por amplitud debemos considerar tanto la extensión geográfica que abarque el mercado como los montos operados, lo cual implícitamente nos señala la factibilidad de poder realizar los valores en un momento determinado.

9. Complementariamente, para el buen desenvolvimiento de este instrumento, es necesaria la existencia de un verdadero mercado secundario en el cual sean las fuerzas del mercado las que determinen los rendimientos y la liquidez que se requiera.

Con el desarrollo del presente trabajo, se desprende - una nueva idea: "La futura ampliación del mercado de los Títulos Gubernamentales puede propiciar que la estructura de tasas de los diferentes activos financieros sea más flexible". Con esta hipótesis queda abierto el tema para evaluar si al Sistema Financiero Mexicano puede considerársele como lo que varios autores han dado - en llamar un Mercado Financiero Eficiente.

ANEXO ESTADISTICO

CARACTERISTICAS DE LAS EMISIONES DE CERTIFICADOS DE TESORERIA
- MERCADO PRIMARIO -
(Millones de Pesos)
1 9 7 8

EMISION No.	FECHA DE EMISION	FECHA DE REDENCION	TOTAL EMITIDO	SOLICITADO POR LAS CASAS DE BOLSA	ASIGNADO A LAS CASAS DE BOLSA	INTERESES	F.F.S.P. 1/ BRUTO	F.F.S.P. 2/ NETO ACUMULADO	TASA DE DESCUENTO %	TASA DE RENDIMIENTO %
1	19 Ene	20 Abr	5 000.0	7 851.0	4 000.0	99.6	3 900.4	3 900.4	9.85	10.10
2	2 Feb	4 May	4 500.0	8 038.0	4 000.0	97.5	3 902.5	7 802.9	9.64	9.88
3	16 Feb	18 May	4 000.0	7 362.0	3 500.0	84.8	3 415.2	11 218.1	9.59	9.82
4	2 Mar	1 Jun	4 500.0	8 902.0	4 000.0	96.3	3 903.7	15 121.8	9.52	9.75
5	16 Mar	15 Jun	4 000.0	8 257.0	3 750.0	89.0	3 661.0	18 782.8	9.39	9.62
6	6 Abr	6 Jul	2 200.0	4 790.0	2 000.0	47.5	1 952.5	20 735.3	9.40	9.63
7	20 Abr	20 Jul	3 100.0	8 048.0	3 000.0	71.4	2 928.6	19 763.5	9.42	9.65
8	4 May	3 Ago	6 500.0	8 709.9	4 500.0	106.4	4 393.6	20 254.6	9.35	9.58
9	18 May	17 Ago	4 000.0	5 237.5	3 000.0	71.0	2 929.0	19 768.4	9.36	9.59
10	1 Jun	31 Ago	3 500.0	3 146.0	3 146.0	75.4	3 070.6	18 935.3	9.48	9.71
11	15 Jun	14 Sep	5 300.0	5 067.4	5 067.4	123.6	4 943.8	20 218.1	9.65	9.89
12	6 Jul	5 Oct	2 500.0	1 892.2	1 892.2	47.1	1 845.1	20 110.7	9.84	10.09
13	20 Jul	19 Oct	3 500.0	3 013.3	3 013.3	75.8	2 937.5	20 119.6	9.95	10.21
14	3 Ago	3 Nov	2 800.0	2 552.3	2 552.3	65.3	2 487.0	18 213.0	10.12	10.39
15	17 Ago	16 Nov	2 000.0	1 507.0	1 507.0	39.0	1 468.0	16 752.0	10.25	10.52
16	31 Ago	30 Nov	1 000.0	771.9	771.9	20.3	751.6	14 433.0	10.42	10.70
17	14 Sep	14 Dic	1 500.0	1 237.7	1 237.7	33.0	1 204.7	10 693.9	10.55	10.84
18	5 Oct	4 Ene/79	1 300.0	570.4	570.4	15.6	554.8	9 403.6	10.85	11.16
19	19 Oct	18 Ene/79	5 000.0	256.5	256.5	7.2	249.3	6 715.4	11.15	11.47
20	3 Nov	1 Feb/79	7 000.0	272.0	272.0	8.1	263.9	4 492.3	11.85	12.21
21	16 Nov	15 Feb/79	5 000.0	653.1	653.1	20.0	633.1	3 657.4	12.09	12.47
22	30 Nov	1 Mar/79	5 000.0	399.9	399.9	12.3	387.6	3 293.4	12.20	12.59
23	14 Dic	15 Mar/79	3 000.0	178.4	178.4	5.6	172.8	2 261.5	12.35	12.75
TOTAL:-			<u>86 200.0</u>	<u>88 713.5</u>	<u>53 268.1</u>	<u>1 311.8</u>	<u>51 956.3</u>			

1/ Fondo de Financiamiento al Sector Público a nivel Bruto.

2/ Fondo de Financiamiento al Sector Público Neto Acumulado a la fecha de colocación.

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. A., de C. V.

CARACTERISTICAS DE LAS EMISIONES DE CERTIFICADOS DE TESORERIA
 - MERCADO PRIMARIO -
 (Millones de Pesos)
 1 9 7 9

EMISION No.	FECHA DE EMISION	FECHA DE REDENCION	TOTAL EMITIDO	ASIGNADO A LAS CASAS DE BOLSA	INTERESES	F.F.S.P. 1/ BRUTO	F.F.S.P. 2/ NETO ACUMULADO	TASA DE DESCUENTO %	TASA DE RENDIMIENTO %
1	4 Ene	5 Abr	3 000.0	238.8	7.8	231.0	1 937.7	12.85	13.28
2	11 Ene	11 Abr	3 000.0	290.3	9.5	280.8	2 218.5	12.95	13.38
3	18 Ene	19 Abr	6 000.0	873.0	28.8	844.2	2 813.4	13.07	13.52
4	25 Ene	26 Abr	4 000.0	275.1	9.1	266.0	3 079.4	13.12	13.57
5	1 Feb	3 May	6 000.0	1 239.4	41.5	1 197.9	4 013.4	13.24	13.70
6	8 Feb	10 May	5 000.0	622.0	20.9	601.1	4 614.5	13.29	13.75
7	15 Feb	17 May	5 000.0	904.8	30.5	874.3	4 855.7	13.33	13.79
8	22 Feb	24 May	5 000.0	665.0	22.5	642.5	5 498.2	13.37	13.84
9	1 Mar	31 May	6 000.0	2 334.7	79.3	2 255.4	7 366.0	13.43	13.90
10	8 Mar	7 Jun	5 000.0	3 011.0	102.8	2 908.2	10 274.2	13.51	13.99
11	15 Mar	14 Jun	5 500.0	3 655.3	125.0	3 530.3	13 631.7	13.53	14.01
12	22 Mar	21 Jun	5 500.0	3 250.0	111.0	3 139.0	16 770.7	13.51	13.99
13	29 Mar	28 Jun	5 000.0	3 340.5	113.8	3 226.7	19 997.4	13.48	13.96
14	5 Abr	5 Jul	3 000.0	1 663.8	56.9	1 606.9	21 373.3	13.53	14.01
15	11 Abr	12 Jul	3 000.0	436.0	14.9	421.1	21 513.6	13.55	14.04
16	19 Abr	19 Jul	4 000.0	2 341.5	80.6	2 260.9	22 930.3	13.62	14.11
17	26 Abr	26 Jul	2 500.0	1 351.4	46.6	1 304.8	23 969.1	13.63	14.12
18	3 May	2 Ago	3 500.0	1 941.1	67.0	1 874.1	24 643.3	13.66	14.15
19	10 May	9 Ago	4 500.0	2 866.2	100.1	2 766.1	26 808.3	13.81	14.31
20	17 May	16 Ago	8 000.0	6 868.7	241.5	6 627.2	32 561.2	13.91	14.42
21	24 May	23 Ago	4 000.0	3 183.7	111.9	3 071.8	34 990.5	13.91	14.42
22	31 May	30 Ago	4 000.0	3 173.1	111.3	3 061.8	35 796.9	13.88	14.38
23	7 Jun	6 Sep	3 000.0	2 033.5	71.4	1 962.1	34 850.8	13.89	14.40
24	14 Jun	13 Sep	2 000.0	1 509.3	53.1	1 456.2	32 776.7	13.91	14.42
25	21 Jun	20 Sep	2 200.0	1 675.1	59.3	1 615.8	31 253.5	14.01	14.52
26	28 Jun	27 Sep	3 500.0	3 059.4	109.1	2 950.3	30 977.1	14.11	14.63
27	5 Jul	4 Oct	1 500.0	731.3	26.3	705.0	30 075.2	14.21	14.74
28	12 Jul	11 Oct	2 000.0	1 276.2	46.3	1 229.9	30 884.0	14.34	14.88
29	19 Jul	18 Oct	4 500.0	3 883.1	141.9	3 741.2	32 364.8	14.46	15.01
30	26 Jul	25 Oct	2 200.0	1 575.3	58.0	1 517.3	32 576.8	14.54	15.09
31	2 Ago	1 Nov	1 500.0	568.3	21.1	547.2	31 249.9	14.66	15.22
32	9 Ago	8 Nov	2 500.0	1 422.6	53.0	1 369.6	29 853.4	14.73	15.30
33	16 Ago	15 Nov	3 000.0	1 272.9	47.6	1 225.3	24 451.5	14.79	15.36
34	23 Ago	22 Nov	5 000.0	3 961.2	148.9	3 812.3	25 192.0	14.87	15.45
35	30 Ago	29 Nov	6 000.0	2 672.7	100.9	2 571.8	24 702.0	14.94	15.53
36	6 Sep	6 Dic	4 500.0	1 828.6	69.1	1 759.5	24 499.4	14.96	15.55
37	13 Sep	13 Dic	3 500.0	1 606.4	60.8	1 545.6	24 588.8	14.98	15.57
38	20 Sep	20 Dic	3 000.0	1 173.8	44.6	1 129.2	24 102.2	15.04	15.63
39	27 Sep	27 Dic	3 000.0	1 885.1	71.9	1 813.2	22 965.1	15.09	15.69
40	4 Oct	3 Ene/80	2 500.0	870.7	33.3	837.4	23 097.5	15.15	15.75
41	11 Oct	10 Ene/80	3 000.0	1 770.1	68.1	1 702.1	23 569.7	15.23	15.84
42	18 Oct	17 Ene/80	6 000.0	4 881.5	190.9	4 690.6	24 519.1	15.47	16.10
43	25 Oct	24 Ene/80	3 500.0	2 340.6	92.3	2 248.3	25 250.1	15.60	16.24
44	1 Nov	31 Ene/80	2 500.0	1 353.9	53.4	1 300.5	26 003.4	15.60	16.24
45	8 Nov	7 Feb/80	2 000.0	847.1	34.3	812.8	25 446.6	16.00	16.67
46	15 Nov	14 Feb/80	3 500.0	2 473.6	101.2	2 372.4	26 593.7	16.18	16.87
47	22 Nov	21 Feb/80	5 000.0	3 892.9	161.0	3 731.9	26 513.3	16.36	17.07
48	29 Nov	28 Feb/80	4 000.0	1 867.9	78.5	1 789.4	25 730.9	16.62	17.35
49	6 Dic	6 Mar/80	3 000.0	1 255.4	53.3	1 202.2	25 173.6	16.80	17.55
50	13 Dic	13 Mar/80	3 000.0	1 238.4	53.3	1 185.1	24 813.1	17.03	17.80
51	20 Dic	20 Mar/80	2 500.0	1 063.3	46.5	1 016.8	24 700.7	17.31	18.10
52	27 Dic	27 Mar/80	2 500.0	686.9	30.7	656.2	23 543.7	17.67	18.50
TOTAL:-			196 400.0	101 202.7	3 713.4	97 489.3			

1/ Fondo de Financiamiento al Sector Público a nivel Bruto.
 2/ Fondo de Financiamiento al Sector Público Neto Acumulado a la fecha de colocación.
 FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. P., de C. V.

CARACTERISTICAS DE LAS EMISIONES DE CERTIFICADOS DE TESORERIA
- MERCADO PRIMARIO -
(Millones de Pesos)
1 9 8 0

EMISION No.	FECHA DE EMISION	FECHA DE REDENCION	TOTAL EMITIDO	ASIGNADO A LAS CASAS DE BOLSA	INTERESES	F.F.S.P. 1/ BRUTO	F.F.S.P. 2/ NETO ACUMULADO	TASA DE DESCUENTO %	TASA DE RENDIMIENTO %
1	3 Ene	2 Abr	2 000.0	837.9	37.7	800.2	23 506.5	17.79	18.62
2	10 Ene	10 Abr	3 000.0	1 776.1	80.0	1 696.1	23 500.5	17.81	18.65
3	17 Ene	17 Abr	4 000.0	2 941.1	132.9	2 808.2	21 618.1	17.87	18.72
4	21 Ene	24 Abr	2 500.0	1 324.6	60.3	1 264.3	20 634.1	18.01	18.87
5	31 Ene	30 Abr	2 500.0	1 589.4	73.0	1 516.4	20 850.0	18.16	19.02
6	7 Feb	8 May	2 000.0	716.5	33.3	683.2	20 720.4	18.39	19.29
7	14 Feb	15 May	2 500.0	1 640.5	76.3	1 564.2	19 912.2	18.40	19.30
8	21 Feb	22 May	3 500.0	2 352.5	109.4	2 243.1	18 423.4	18.40	19.30
9	28 Feb	29 May	3 000.0	1 763.7	84.7	1 679.0	18 313.0	19.00	19.96
10	6 Mar	5 Jun	2 500.0	1 378.2	67.6	1 310.6	18 421.4	19.40	20.40
11	13 Mar	12 Jun	2 000.0	1 136.3	59.0	1 077.3	18 313.6	20.54	21.66
12	20 Mar	19 Jun	3 500.0	1 571.6	82.8	1 488.8	18 785.6	20.85	22.01
13	27 Mar	26 Jun	2 500.0	768.9	40.5	728.4	18 857.8	20.85	22.01
14	2 Abr	3 Jul	2 000.0	693.5	36.6	656.9	18 714.5	20.87	22.05
15	10 Abr	10 Jul	2 500.0	1 583.1	85.0	1 498.1	18 516.5	21.24	22.45
16	17 Abr	17 Jul	3 000.0	1 975.5	105.9	1 869.6	17 577.9	21.20	22.40
17	24 Abr	24 Jul	2 500.0	1 566.2	84.8	1 481.4	17 795.3	21.42	22.65
18	30 Abr	31 Jul	2 000.0	1 254.5	67.9	1 186.6	17 465.5	21.41	22.65
19	8 May	7 Ago	2 500.0	1 278.3	69.2	1 209.1	17 991.4	21.42	22.65
20	15 May	14 Ago	9 000.0	6 796.1	366.4	6 429.7	22 856.9	21.33	22.55
21	22 May	21 Ago	15 000.0	10 601.3	566.8	10 034.5	30 648.3	21.15	22.34
22	29 May	28 Ago	6 000.0	4 247.5	225.5	4 022.0	32 991.3	21.00	22.18
23	5 Jun	4 Sep	2 000.0	1 415.5	74.2	1 341.3	33 022.0	20.73	21.88
24	12 Jun	11 Sep	3 000.0	2 395.9	124.5	2 271.4	34 216.1	20.55	21.68
25	19 Jun	18 Sep	6 000.0	5 330.4	274.5	5 055.9	37 783.2	20.37	21.48
26	26 Jun	25 Sep	6 000.0	3 062.2	157.6	2 904.6	39 959.4	20.36	21.46
27	3 Jul	2 Oct	2 500.0	2 008.5	101.5	1 907.0	41 209.5	20.00	21.07
28	10 Jul	9 Oct	2 500.0	2 155.2	109.6	2 045.6	41 757.0	20.12	21.20
29	17 Jul	16 Oct	15 000.0	6 473.0	324.8	6 148.2	46 035.6	19.85	20.90
30	24 Jul	23 Oct	4 000.0	2 625.6	131.7	2 493.9	47 048.1	19.85	20.90
31	31 Jul	30 Oct	2 500.0	1 781.6	88.9	1 692.7	47 554.2	19.75	20.79
TOTAL:-			<u>123 500.0</u>	<u>77 041.2</u>	<u>3 932.9</u>	<u>73 108.3</u>			

1/ Fondo de Financiamiento al Sector Público a nivel Bruto.

2/ Fondo de Financiamiento al Sector Público Neto Acumulado a la fecha de colocación.

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. A., de C. V.

OPERACIONES CON CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION
- Miles de Millones de Pesos -
1 9 7 8

	TOTAL OPERADO (1)	TOTAL COMPRA-VENTA (2)	(2)/(1)	TOTAL REPORTO (3)	(3)/(1)	TASA DE DESCUENTO %	TASA PREMIO %
Enero	2.3	2.0	87.0	0.3	13.0	9.621*	9.400*
Febrero	10.5	8.9	84.8	1.6	15.2	9.563*	9.361*
Marzo	12.7	11.1	87.4	1.6	12.6	9.439*	9.359*
Abril	15.3	12.3	80.4	3.0	19.6	9.395*	9.309*
Mayo	23.1	21.7	93.9	1.4	6.1	9.396*	9.236*
Junio	22.5	20.8	92.4	1.7	7.6	9.567*	9.227*
Julio	22.6	21.5	95.1	1.1	4.9	9.922*	9.340*
Agosto	23.7	22.4	94.5	1.3	5.5	10.205*	9.526*
Septiembre	18.4	17.1	92.9	1.3	7.1	10.494*	9.629*
Octubre	19.6	17.5	89.3	2.1	10.7	10.917*	10.006*
Noviembre	24.8	20.6	83.1	4.2	16.9	11.927*	10.851*
Diciembre	10.6	9.8	92.5	0.8	7.5	12.215*	11.205*
TOTAL ANUAL:-	206.1 =====	185.7 =====	90.1 =====	20.4 =====	9.9 =====	10.205** =====	9.704** =====

*/ Promedio Mensual

**/ Promedio Anual

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. A., de C. V.

OPERACIONES CON CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION
 - Miles de Millones de Pesos -
 1 9 7 9

	TOTAL OPERADO (1)	TOTAL COMPRA-VENTA (2)	(2)/(1)	TOTAL REPORTO (3)	(3)/(1)	TASA DE DESCUENTO %	TASA PREMIO %
Enero	44.8	42.7	95.3	2.1	4.7	12.693*	11.420*
Febrero	49.9	45.0	90.2	4.9	9.8	13.034*	12.045*
Marzo	77.7	69.2	89.1	8.5	10.9	13.315*	12.701*
Abril	65.1	61.8	94.9	3.3	5.1	13.575*	13.137*
Mayo	78.2	74.7	95.5	3.5	4.5	13.693*	13.595*
Junio	55.4	52.5	94.8	2.9	5.2	13.854*	14.196*
Julio	45.7	44.6	97.6	1.1	2.4	14.201*	14.736*
Agosto	80.9	78.7	97.3	2.2	2.7	14.627*	15.119*
Septiembre	72.0	70.0	97.2	2.0	2.8	14.972*	15.118*
Octubre	79.2	78.7	99.4	0.5	0.6	15.295*	15.239*
Noviembre	62.3	61.4	98.6	0.9	1.4	16.232*	15.736*
Diciembre	34.8	34.7	99.7	0.1	0.3	17.189*	16.507*
TOTAL ANUAL:-	<u>746.0</u>	<u>714.0</u>	<u>95.7</u>	<u>32.0</u>	<u>4.3</u>	<u>14.390**</u>	<u>14.129**</u>

*/ Promedio Mensual

**/ Promedio Anual

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. A., de C. V.

OPERACIONES CON CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION
 - Miles de Millones de Pesos -
 Enero - Julio 1980

	TOTAL OPERADO (1)	TOTAL COMPRA-VENTA (2)	(2)/(1)	TOTAL REPORTO (3)	(3)/(1)	TASA DE DESCUENTO %	TASA PREMIO %
Enero	35.1	34.3	97.7	0.8	2.3	17.966*	17.414*
Febrero	51.4	50.8	98.8	0.6	1.2	18.357*	17.778*
Marzo	52.4	52.1	99.4	0.3	0.6	19.929*	19.648*
Abril	25.6	25.5	99.6	0.1	0.4	21.321*	21.090*
Mayo	33.2	32.9	99.1	0.3	0.9	21.365*	20.872*
Junio	69.3	69.1	99.7	0.2	0.3	20.681*	20.446*
Julio	80.7	80.6	99.9	0.1	0.1	20.062*	20.180*
TOTAL :-	<u>347.7</u>	<u>345.3</u>	<u>99.3</u>	<u>2.4</u>	<u>0.7</u>	<u>19.954**</u>	<u>19.633**</u>

* / Promedio Mensual

** / Promedio Anual

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores, S. A., de C. V.

CUADRO No. 7

PRINCIPALES TENEDORES DE CERTIFICADOS DE TESORERIA
 - SALDO AL CIERRE DE CADA MES -
 (Miles de Millones de Pesos)
 1 9 7 8

	CIRCULACION TOTAL	BANXICO	ECONOMIA	PUBLICO BANCARIO ^{1/}	PUBLICO NO ^{2/} BANCARIO
Enero	5.0	0.5	4.5	3.4	1.1
Febrero	13.5	0.8	12.7	10.3	2.4
Marzo	22.0	1.4	20.6	17.9	2.7
Abril	22.3	0.8	21.5	17.9	3.6
Mayo	24.3	10.7	13.6	10.7	2.9
Junio	24.6	7.3	17.3	13.6	3.7
Julio	25.3	12.8	12.5	9.2	3.3
Agosto	17.1	7.7	9.4	5.2	4.2
Septiembre	13.3	10.4	2.9	0.7	2.2
Octubre	13.6	4.4	9.2	5.9	3.3
Noviembre	24.8	21.1	3.7	0.6	3.1
Diciembre	26.3	23.1	3.2	0.9	2.3

^{1/} Incluye tenencias de la Banca Privada y Mixta, Banca Nacional y Casas de Bolsa.

^{2/} Incluye tenencias de las Entidades Públicas, de las Empresas Privadas y Particulares y de las Compañías de Fianzas y Seguros.

FUENTE: Banco de México, S. A.

PRINCIPALES TENEDORES DE CERTIFICADOS DE TESORERIA
- SALDO AL CIERRE DE CADA MES -
(Miles de Millones de Pesos)
1 9 7 9

	CIRCULACION TOTAL	BANXICO	ECONOMIA	PUBLICO BANCARIO ^{1/}	PUBLICO NO BANCARIO ^{2/}
Enero	36.0	13.5	22.5	15.2	7.3
Febrero	45.0	24.8	20.2	10.5	9.7
Marzo	64.0	34.4	29.6	15.1	14.5
Abril	60.5	38.6	21.9	7.3	14.6
Mayo	57.5	33.8	23.7	3.3	20.4
Junio	47.2	27.5	19.7	2.2	17.5
Julio	44.9	20.2	24.7	3.9	20.8
Agosto	38.9	2.1	36.8	17.0	19.8
Septiembre	42.2	17.4	24.8	1.2	23.6
Octubre	47.0	12.2	34.8	11.1	23.7
Noviembre	46.0	17.8	28.2	1.4	26.8
Diciembre	43.0	25.2	17.8	0.6	17.2

^{1/} Incluye tenencias de la Banca Privada y Mixta, Banca Nacional y Casas de Bolsa.

^{2/} Incluye tenencias de las Entidades Públicas, de las Empresas Privadas y Particulares y de las Compañías de Fianzas y Seguros.

FUENTE: Banco de México, S. A.

PRINCIPALES TENEDORES DE CERTIFICADOS DE TESORERIA
- SALDO AL CIERRE DE CADA MES -
(Miles de Millones de Pesos)
Enero - Julio 1980

	CIRCULACION TOTAL	BANXICO	ECONOMIA	PUBLICO BANCARIO ^{1/}	PUBLICO NO ^{2/} BANCARIO
Enero	39.5	16.8	22.7	1.0	21.7
Febrero	36.0	4.7	31.3	10.9	20.4
Marzo	35.5	7.8	27.7	2.9	24.8
Abril	33.5	4.3	29.2	5.6	23.6
Mayo	55.0	17.3	37.7	6.5	31.2
Junio	61.5	6.1	55.4	25.0	30.4
Julio	76.0	22.4	53.6	16.0	37.6

^{1/} Incluye tenencias de la Banca Privada y Mixta, Banca Nacional y Casas de Bolsa.

^{2/} Incluye tenencias de las Entidades Públicas, de las Empresas Privadas y Particulares y de las Compañías de Fianzas y Seguros.

FUENTE: Banco de México, S. A.

BIBLIOGRAFIA

ALDO. A. ARNAUDO

"Economía Monetaria"
Ed. CEMLA. 1972

DWIGHT S. BROTHERS
LEOPOLDO SOLIS M.

"Evolución Financiera de México"
Ed. CEMLA. 1967

ANTONIO CAMPOS ANDAPIA

"Teoría de la Intermediación Financiera y las
Sociedades Financieras Privadas Mexicanas"
Tesis, U.N.A.M. 1962

GEORGE GARVY

"El Mecanismo de Redescuento como Instru -
mento de Política Monetaria"
Ed. CEMLA. 1969

RAYMOND W. GOLDSMITH

"La Estructura Financiera y el Crecimiento
Económico"
Ed. CEMLA. 1963

GUILLERMO GONZALEZ T.

"Los Topes Selectivos de Cartera como Instru
mento de Política Monetaria. La Experiencia
de Costa Rica"
Ed. CEMLA. 1964

M. H. DE KOCK

"Banca Central"
Ed. F.C.E. Segunda Reimpresión 1970.

MIGUEL MANCERA

"Los Certificados de la Tesorería en el Merca
do de Valores"
Publicado en el Mercado de Valores
Año XXXVIII, núm. 8, México, 20 de Febrero
de 1978. Págs. 134-138.

ROBERTO MARTINEZ LE
CLAINCHE

"Curso de Teoría Monetaria y del Crédito"
Ed. Textos Universitarios. 1968

FRANK TAMAGNA

"Formulación y Ejecución de la Política
Monetaria"
Ed. CEMLA. 1964

VARIOS AUTORES

"Cincuenta Años de Banca Central"
Ed. F.C.E. 1976

OTRAS PUBLICACIONES

Anuario Financiero y Bursátil.
1978 y 1979
Bolsa Mexicana de Valores, S. A., de C. V.

"Certificados de la Tesorería de la Federación"
Banco de México, S. A.

"CETES: Nueva Opción de Financiamiento
Público"
Revista de Comercio Exterior.
Octubre de 1978. Págs. 1192-1197

"Circulares de Banco de México"

"Discurso pronunciado en la XLVI Convención
Nacional Bancaria por el Lic. Gustavo Petriccioli,
Presidente de la Comisión Nacional de Valores".
Acapulco, Gro. Junio 1980

Informe Anual, 1978 y 1979
Banco de México, S. A.

"Legislación Bancaria"
Ed. Porrúa, 1972

"Legislación Bancaria"
Tomos I, II, III y IV
Ed. S.H. y C.P. 1957

"Legislación Monetaria"
Tomo I
Ed. S.H. y C.P. 1959

"Ley General de Títulos y Operaciones de
Crédito"
Ed. Porrúa, 1977.

