



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

Lejón.
123

LA BOLSA DE VALORES EN MEXICO Y SU UTILIDAD EN EL FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS

172

XCAI

Seminario de Investigación Administrativa

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:
LICENCIADO EN ADMINISTRACION
P R E S E N T A N
ROSA MARIA MARQUEZ PEREZ
ROSA MARIA ORTEGA OCHOA
DOROTEA MARIA ORTIZ MARKIVICH
DIRECTOR DEL SEMINARIO: C. P. RAFAEL ALVA ESTEVEZ
MEXICO, D. F. 1978

9222



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

I N D I C E

I.	INTRODUCCION.	1
II.	EVOLUCION HISTORICA DE LAS BOLSAS DE VALORES.	7
	A) Actividades y Estructura de la Bolsa Mexicana de Valores.	
	B) Clasificación de los Valores.	
	1) Valores gubernamentales.	
	2) Valores bancarios.	
	3) Valores emitidos por empresas.	
	C) Comisión Nacional de Valores.	
III.	ANALISIS DEL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.	30
	A) Análisis anual (1960 - 1975).	
	B) Análisis mensual (1976 - 1978).	
	C) Marco Legal.	
IV.	ENFOQUE DE LAS EMPRESAS.	105
	A) Acciones.	
	B) Obligaciones.	
V.	CONCLUSIONES.	158
VI.	INDICE ALFABETICO.	169
VII.	BIBLIOGRAFIA.	171

I.- INTRODUCCION

Una organización no opera en un vacío financiero; por el contrario, mantiene una estrecha relación con los diferentes medios y mercados de ese carácter. Dicha relación permite que la empresa obtenga el financiamiento necesario y, a la vez, invierta sus fondos inactivos en diversos instrumentos también financieros. Generalmente, una organización grande concurre con mucha frecuencia al mercado de las finanzas, mientras que una pequeña puede visitarlo con relativa poca frecuencia. Independientemente del tamaño de la empresa, los medios financieros reúnen a los proveedores y solicitantes de fondos, dando forma al proceso de provisión e inversión de fondos.

Hay tres agentes externos por medio de los cuales una empresa puede allegarse los fondos necesarios para la consecución de sus objetivos:

- 1) Intermediarios financieros, que son instituciones que captan recursos y los transfieren a quienes necesitan fondos.
- 2) Mercados financieros, que son foros organizados en donde los oferentes y demandantes de fondos pueden realizar sus transacciones.
- 3) Colocación directa, por la que el ahorrador y demandante realizan la transacción de manera privada e independiente. Debido a su falta de estructura, normalmente este mecanismo no es materia de estudio, aunque está bastante generalizado, sobre todo en lo que se refiere a préstamos a corto plazo y con empresas pequeñas o

personas físicas. (1)

Los intermediarios o instituciones financieras canalizan los recursos de las personas en préstamos e inversiones. Al proceso por medio del cual se acumulan los ahorros en las instituciones financieras y después se prestan o invierten, se llama MEDIACION. Las instituciones financieras pagan directa o indirectamente a los ahorradores según su depósito; cobran por algunos servicios (por ejemplo cobranzas o situaciones); aceptan ahorros y los prestan a los solicitantes, o bien lo invierten en acciones, obligaciones o inmuebles.

Las instituciones financieras se mueven dentro de ciertos límites legales que se imponen a los préstamos, inversiones, pagos y cobros por servicios, determinados, en México, por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

Los principales oferentes y demandantes de fondos son particulares, empresas y gobierno. A los particulares se les considera como "ahorradores puros", debido a que, en conjunto, ahorran más de lo que piden prestado, a diferencia de las empresas y el gobierno, a quienes se denomina "prestatarios puros", porque, también en conjunto, para financiarse, piden prestado más de lo que pueden depositar o invertir.

En la economía de México, estas instituciones han sido quienes proveen la mayor parte de los fondos necesarios para el financiamiento de las empresas.

Los mercados financieros permiten que el oferente y el demandante realicen las transacciones de manera directa, conociendo así el oferente en dónde está invertido su dinero. Los intermediarios financieros y los mercados financieros no actúan en forma independiente, sino que los intermediarios participan activamente dentro del mercado financiero, actuando tanto de demandantes como de oferentes de fondos. En el cuadro 1 se ilustra el flujo de fondos por medio de intermediarios, mercados financieros y colocación directa.

Los dos principales mercados financieros son el mercado de dinero y el mercado de capitales. (2)

- a) Mercado de Dinero.- El mercado de dinero se origina en la relación entre oferentes y demandantes de fondos a corto plazo. Este mercado existe porque, por una parte, ciertos particulares, empresas, gobiernos e intermediarios financieros, tienen fondos temporalmente ociosos, que esperan les generen alguna utilidad y, por otra, hay particulares, empresas y gobiernos que necesitan financiamientos temporales o estacionales adicionales.

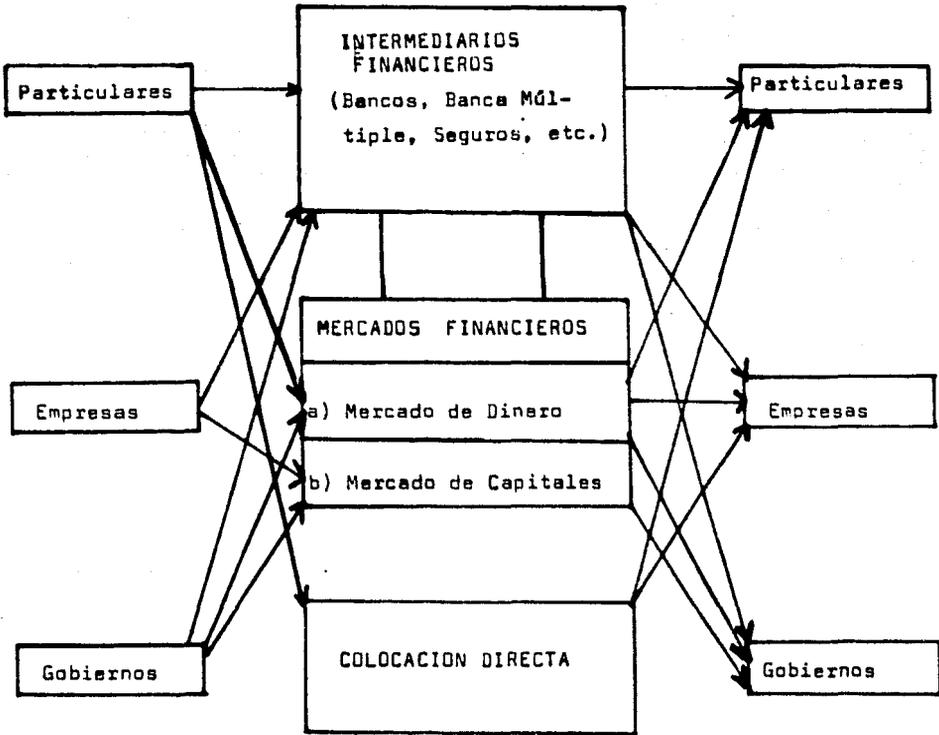
Los principales instrumentos del mercado de dinero tienen una característica común: la liquidez. Los altos rendimientos que estos instrumentos proporcionan son reflejo de la escasez de dinero.

- b) Mercado de Capitales.- El mercado de capitales se origina en la oferta y demanda de fondos para ser utilizados a largo plazo. Es-

"FLUJO DE FONDOS: AHORRO - INVERSION"

PROVEEDORES:

DEMANDANTES:



Cuadro 1.

tos fondos se emplean en la adquisición de activos fijos y en la ejecución de programas que permitirán la existencia continuada de las organizaciones.

En un mercado financiero sano, el instrumento principal en las transacciones de fondos a largo plazo es la Bolsa de Valores; sin embargo, en el período analizado, el mercado financiero mexicano se puede considerar como patológico, debido a la poca actividad en la Bolsa de Valores.

El objetivo de esta tesis es el análisis del papel que ha representado y representa el mercado bursátil dentro del mercado financiero en México, así como del crecimiento de la Bolsa de Valores de México, - su utilidad para el administrador en cuanto a la consecución del financiamiento óptimo de las organizaciones y la mejor forma de entrar en ese mercado.

Notas de Pie de Página.

- (1) Gitman, Lawrence J., "Fundamentos de Administración Financiera", Ed. Harla, México, D. F., 1978, pp. 489-494

- (2) Henning, Charles N., Pigott, William, Scott, Robert H., "Financial Markets and the Economy", Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1975, pp. 186-193.

I I.- EVOLUCION HISTORICA DE LAS BOLSAS DE VALORES

Los antecedentes más remotos de las Bolsas de Valores son las reuniones que en la antigüedad celebraban los comerciantes en los pórticos de los foros y en las basílicas de Roma; sin embargo, podemos considerar que las Bolsas de Valores son producto de la evolución económica general y manifestación del sistema capitalista de producción, ya que nacen y se desarrollan en paralelo con este sistema.

Para fines de la Edad Media, las ferias habían sido los centros de comercio más importantes. Debido al crecimiento de las ciudades y al desarrollo del comercio urbano, aparecen nuevas formas de producción y de intercambio, reemplazando así las Bolsas o Lonjas a las Ferias.

Durante el siglo XVI crece el panorama comercial con un nuevo tipo de organización, la sociedad por acciones, cuyo principio se encontraba en los "guilds" o gremios de la primera mitad de la Edad Media. Aparecen las primeras entidades comerciales de importancia adquiriendo la forma de Sociedad Anónima, las cuales fomentan el comercio con las posesiones comerciales y con las agencias de ultramar; puede decirse que el principal factor para que estas empresas adoptaran la forma de sociedad por acciones fue la necesidad de procurarse capitales. En los siglos XVII y XVIII la forma de Sociedad Anónima se extendió a los seguros, a la banca y a la navegación.

A principios del siglo XIX, la construcción de canales, la ampliación de comunicaciones y el intenso desarrollo de los ferrocarriles necesitaron de grandes inversiones. Sin embargo, la culminación de la sociedad por acciones se da cuando ya se habían implantado sistemas eficientes y baratos de transporte, extendiéndose a las empresas industriales, mineras y mercantiles.

Las acciones de estas empresas, representativas de una parte de su capital, empezaron a ser objeto de comercio, lo que, a la larga, originó que se generalizaran las transacciones con ellas en las principales ciudades del mundo. En un principio fue mucho más importante el tráfico con valores gubernamentales que el comercio con acciones. La colocación de los empréstitos estatales fue la primera gran función de los mercados de valores. Los gobiernos se procuraron fondos para financiar sus programas de expansión por medio de considerables cantidades de bonos que se colocaban entre banqueros de la época, logrando así que los valores gubernamentales se negociaran públicamente entre los particulares.

Al examinar los momentos históricos en que se formaron las principales Bolsas del mundo, encontramos que cada una surgió en condiciones económicas y sociales muy especiales. Podemos señalar que:

- 1) En un principio, las Bolsas no constituían mercados permanentes.
- 2) El mercado no estaba organizado y que las operaciones se realizaban en la calle, en algún punto específico.

- 3) En un principio todas las mercancías susceptibles de comercio fueron afectas a la contratación.

Las Primeras Bolsas de Valores.- Hasta el segundo cuarto del siglo pasado, la Bolsa de Londres adquirió verdadero arraigo dentro del sistema financiero inglés y, desde entonces, su desarrollo ha sido ascendente y firme; a través de ella se formaron grandes capitales mediante la transformación de los pequeños ahorros individuales en grandes sumas. Esto contribuyó, al mismo tiempo, a robustecer la confianza del público en los valores, que se habituó, así, a la adquisición de los mismos.

En el Continente Europeo, las Bolsas tuvieron una organización diferente. Casi siempre se establecieron bajo el auspicio de las autoridades, mientras que la Bolsa de Londres es, y ha sido siempre, una institución privada en la que el Gobierno no tiene ingerencia.

En Francia, fue el Gobierno quien intervino en la creación de la Bolsa de París y en el desarrollo del mercado de valores, limitando el número de corredores de dichos valores.

La Bolsa de Valores de Amsterdam, establecida en 1611, es la más antigua, aunque nunca fue un mercado exclusivo de valores dado que en ella se negociaban diversas mercancías. Sin embargo, a ella concurrieron desde gobiernos extranjeros hasta banqueros privados en busca de recursos.

De otra parte, la Bolsa de Berlín se caracterizó por ser un mercado exclusivo de valores alemanes, pues el Gobierno temía una intervención extranjera directa en sus actividades.

En el continente americano, en 1792, se organizó la Bolsa de Nueva York. Pero no fue hasta 1817 cuando adquirió una organización sólida. Al terminar la Primera Guerra Mundial, el mercado americano de valores, que había sido deudor, se transformó en un fuerte acreedor y casi todos los mercados europeos resultaron con saldos deudores. La Bolsa de Nueva York adquirió así, en los últimos años, gran importancia dentro del sistema económico de su país. Actualmente no puede pensarse en financiamientos sin su intervención. (3). Al terminar la Primera Guerra Mundial, Europa se encontró con su campo productivo destruido en gran parte por los efectos de la misma guerra, en contraposición con Estados Unidos, quien al no haber sufrido directamente la catástrofe, conservaba intactos sus centros de producción, siendo en ese momento, casi el único país que podría satisfacer las necesidades mundiales de bienes de consumo y de producción.

Todo lo anterior hizo que este último país cambiara la posición de su economía, siendo exportador por excelencia de todo tipo de satisfactores; de ahí que Europa se encontrara en posición deudora mientras que Estados Unidos se consideraba país acreedor.

En 1880 se efectuaron en México las primeras operaciones con valores en un lugar cerrado. Empezaron a aparecer, junto con las condiciones de ex-

plotación feudal de los recursos naturales, las primeras manifestaciones de producción capitalista. El comercio interno era muy raquítico; la población, en general, muy pobre y el sistema de transporte muy atrasado, por lo que una acumulación de ahorros era imposible. La mayor fuente de recursos la constituía el comercio de exportación, que enviaba al exterior materias primas especialmente.

Para 1864 se habían fundado ya diversos bancos; sin embargo, éstos no tuvieron más función que la de otorgar créditos al comercio, siendo muy pobres sus aportaciones a la producción debido a que el ahorro continuaba siendo insuficiente para cualquier impulso generador de la economía. Esta situación no propiciaba el desenvolvimiento del mercado de valores. En 1894, se constituyó la Bolsa de Valores de México, una institución aislada, con una organización deficiente, cuya principal función consistía en poner en contacto a compradores y vendedores. Esta institución tuvo serias dificultades desde un principio, por lo que tuvo poca vida, debido, principalmente, a las escasas operaciones en Bolsa.

En 1907, los miembros de la desaparecida sociedad la hicieron renacer bajo el nombre de Bolsa Privada de México, transformada entonces en Cooperativa Limitada; en 1910 cambió su denominación por Bolsa de Valores de México, S. C. L., la cual siguió funcionando hasta 1933, año en que se transformó en la actual Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V. (4).

En 1916 fue expedido, con fecha 8 de enero, el Decreto que reglamentaba la creación y funcionamiento de las casas de cambio y prohibía la es-

peculación sobre monedas y valores al portador. Consideraba como especulación todo cambio de moneda a tipo distinto del fijado por la Comisión Monetaria.

El 3 de julio de 1916 se autorizó la apertura de una Bolsa de Valores en la Ciudad de México, reanudándose, así, las operaciones de cambio tanto con el exterior como con el interior mismo.

A principios de 1924 se llevó a cabo la Primera Convención Bancaria como un medio conciliatorio entre el Gobierno y los banqueros, para reestructurar el Sistema Bancario. En ella se fijaron las bases del actual sistema bancario y se derivó la creación de la Comisión Nacional Bancaria. Asimismo, dicha Convención propició la formulación de la Ley de Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios.

En 1934 se creó Nacional Financiera, S. A. de C. V., organismo que concentra actividades de inversionistas con créditos a largo plazo para financiar los sectores básicos de la economía.

Por la fuerte necesidad de contar con una institución capaz de impulsar las operaciones de valores, se creó la Bolsa de Valores de Monterrey, S. A. de C. V., que inició sus operaciones el 25 de abril de 1950.

El 14 de agosto de 1957, se constituye la Bolsa de Valores de Occidente, S. A. de C. V., la cual inicia sus actividades el 20 de junio de 1960; el 12 de septiembre de 1966, la Asamblea Extraordinaria de Accionistas

aprobó cambiarle el nombre al de Bolsa de Valores de Guadalajara, S. A. de C. V., por encontrarse en esa Entidad, siendo aprobado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público el 12 de julio de 1967.

Las tres Bolsas mencionadas se fusionaron y actualmente operan bajo la denominación de Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V., como una institución privada, organizada como sociedad anónima de capital variable y autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para operar en toda la República.

Sus principales funciones son:

- a) Proporcionar locales adecuados para que los Agentes de Bolsa puedan efectuar sus operaciones en forma regular, cómoda y permanente.
- b) Velar porque las operaciones que realicen sus socios se efectúen dentro de las normas establecidas por las leyes y los reglamentos que regulan la actividad bursátil.
- c) Vigilar que la conducta profesional de sus agentes se rijan conforme a los más elevados principios de ética comercial.
- d) Cuidar que los valores inscritos en sus registros satisfagan todas las disposiciones legales correspondientes y ofrezcan un máximo de seguridades a los inversionistas.

- e) Difundir ampliamente las cotizaciones de los valores, los precios y las condiciones de las operaciones que se ejecutan en su seno.

- f) Divulgar las características de los valores inscritos en sus pizarras y las cualidades de las empresas emisoras.

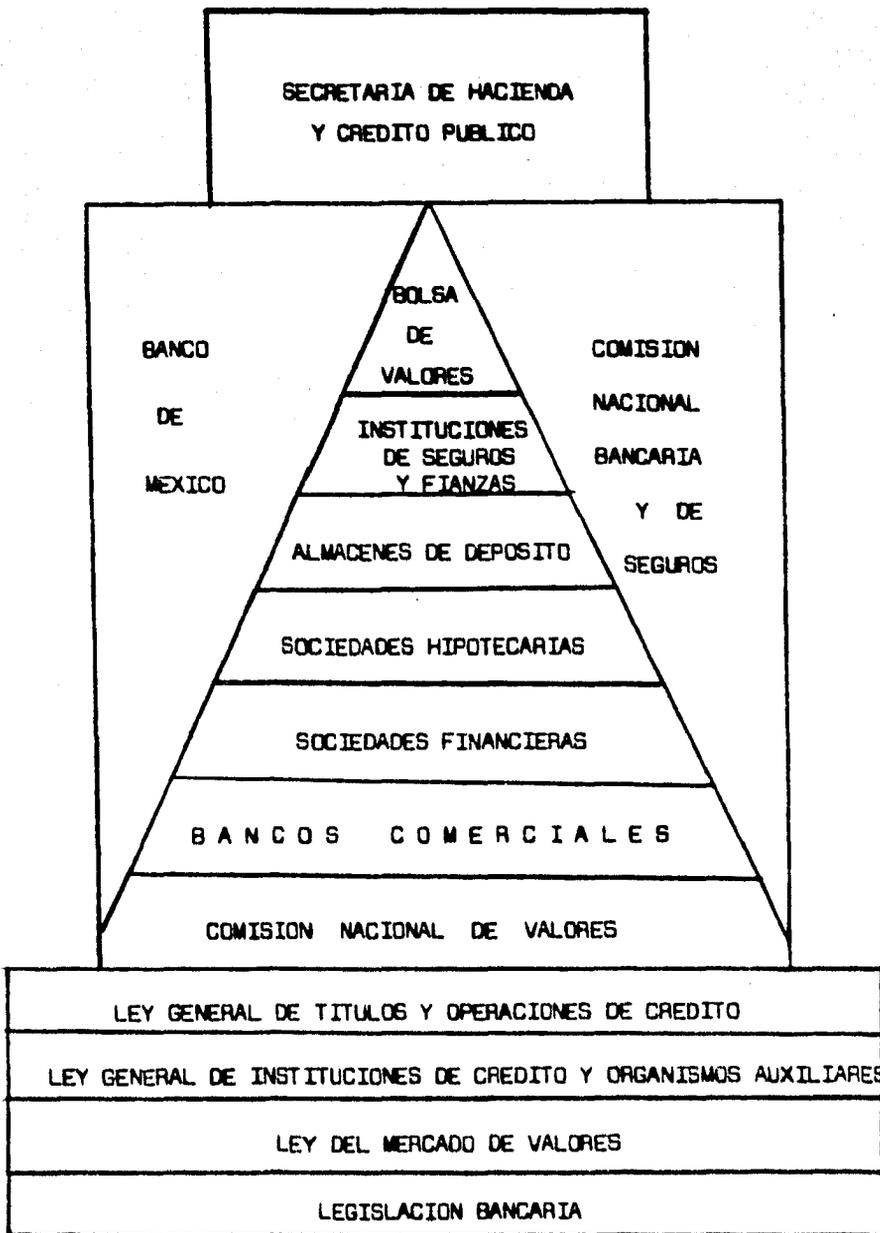
Además, realiza campañas educativas con objeto de divulgar las ventajas de la emisión de valores y el conocimiento de las prácticas empleadas en el mercado. Cuenta con aparatos teleimpresores que hacen llegar instantáneamente, a un amplio sector del mercado, las cotizaciones y precios que diariamente alcanzan los valores.

Para mantener informados constantemente a los inversionistas, publica los siguientes boletines: Boletín Diario de Precios y Cotizaciones, Anuario Estadístico, Periódico Mensual, Información Trimestral - Financiera y Bursátil, e Información sobre Asambleas de Accionistas.

La autoridad suprema de la Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V., la constituye la Asamblea General de Accionistas, que anualmente elige de entre los socios de la institución un Consejo de Administración.

Los agentes y Casas de Bolsa son los accionistas de la Sociedad y sólo ellos pueden poseer las acciones de la Bolsa; pero, para que una persona adquiera la calidad de Agente de Bolsa, necesita además de poseer una acción de la Institución, satisfacer un conjunto de requisitos que acrediten su capacidad técnica y su solvencia moral y económica.

ESTRUCTURA DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



Cuadro 2.

La organización administrativa de la Bolsa de Valores de México obedece a las necesidades que se derivan de sus funciones.

El Director General es el responsable, ante el Consejo de Administración, de la buena marcha de la Sociedad. Un Gerente y varios asesores financieros y legales auxilian al Director General. (5).

Su función económica más importante es la de permitir el contacto, a través de los Agentes de Bolsa, de compradores y vendedores de valores.

Los valores son títulos que tienen un valor representativo, permiten la movilización de un derecho de propiedad, ya sea sobre bienes muebles o inmuebles.

Existen diferentes tipos de valores, no todos objetos de comercio en Bolsa, de donde sólo son cotizables los títulos provenientes de una emisión producida en serie.

Podemos clasificar los valores de acuerdo con diferentes criterios:

- a) Conforme a su origen, en nacionales o extranjeros.
- b) Conforme a su rendimiento, de renta fija (los que obligan a retribuir a su poseedor un interés periódico constante) y de rendimiento variable (cuando su retribución está condicionada a la utilidad de la empresa emisora). (6)

- c) Conforme al origen del emisor, en públicos, bancarios o emitidos por empresas.

Las instituciones del Sector Público emiten los siguientes valores:

- 1) Certificados de Nacional Financiera.
- 2) Oro Amonedado.
- 3) Petrobonos.
- 4) Certificados de Tesorería.

Los bancarios son:

- 5) Certificados de Depósito.
- 6) Cédulas Hipotecarias.
- 7) Bonos Financieros.
- 8) Bonos Hipotecarios.
- 9) Cédulas de Participación Inmobiliaria.

Los valores emitidos por empresas son:

- 10) Obligaciones Industriales.

- 11) Acciones Industriales y Comerciales.
- 12) Acciones Banacarias, de Seguros y Fianzas.

Las empresas que emiten estos valores pueden ser privadas, paraestatales o descentralizadas.

1) CERTIFICADOS DE NACIONAL FINANCIERA.- Como entidad emisora de valores de renta fija, Nacional Financiera tiene un amplio prestigio en el país, entre inversionistas particulares e institucionales.

Sus primeras emisiones se iniciaron en el año de 1937, cuando el mercado nacional de valores de renta fija no era superior a los 200 millones de pesos; en esa ocasión, Nacional Financiera emitió 500 mil pesos en títulos financieros, a 10 años de plazo y al 5% de interés anual.

Durante los siguientes seis años, los valores emitidos por la institución aumentaron hasta los 162 millones de pesos. En el año de 1951, la circulación de sus valores representó cerca del 30% del total nacional, con 1,094 millones de pesos. A partir de entonces y una vez abierto el mercado que iniciara en forma sistemática Nacional Financiera, el resto de las financieras públicas y privadas iniciaron su más extensa expansión y, Nacional Financiera, sin dejar de aumentar sus emisiones y venta de valores, gradual y relativamente perdió posición para situarse entre un 5% y un 10% del total de valores en circulación en el mercado durante los últimos años.

2) ORO AMONEDADO.- Se refiere a las emisiones de monedas de oro, que sólo puede hacer el Gobierno Federal a través del Banco de México. Aunque en los primeros años de la década de los sesentas este renglón llegó a ocupar el 35% del total del mercado, en los últimos años no ha sido significativo.

3) PETROBONOS.- Su emisión representa en el campo monetario una opción de inversión más que, por sus características, garantiza un rendimiento atractivo para fomentar el ahorro, restablecer la confianza en el sistema bancario nacional y apoyar, con esfuerzo interno, el desarrollo de campos prioritarios que demanda el crecimiento económico del país.

Se emitieron el 29 de abril de 1977; es fideicomitente el Gobierno Federal, representado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Los fideicomisarios son el propio Gobierno y los tenedores de los certificados de participación.

Su objeto es que el Gobierno Federal afecte en fideicomiso los derechos derivados de un contrato de compra-venta de petróleo crudo celebrado con Petróleos Mexicanos, en un precio de dos mil doscientos millones de pesos. (7)

La fiduciaria es Nacional Financiera quien, con base en el fideicomiso, emite Certificados de Participación Ordinarios, amortizables por un valor nominal de dos mil millones de pesos, que darán a sus tenedores el derecho de recibir un rendimiento mínimo garantizado de 7% anual, revisable y pagadero trimestralmente. La duración de estos valores es de tres años.

Características:

- 1) Serán valores al portador, procurando que la tenencia máxima sea de un millón de pesos por inversionista.
- 2) El valor nominal de los certificados será de mil pesos.
- 3) Se registrarán en la Comisión Nacional de Valores y se inscribirán en la Bolsa Mexicana de Valores, para proporcionar liquidez a los inversionistas que lo requieran.
- 4) La colocación inicial se hizo a través de un Consorcio, formado por instituciones de crédito, tanto privadas como mixtas y públicas, - Agentes de Bolsa y de Valores.

4) CERTIFICADOS DE TESORERIA.- Los Certificados de la Tesorería de la Federación son títulos de crédito al portador en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal a pagar una suma fija de dinero en fecha determinada. El valor nominal de cada certificado se ha fijado para las primeras emisiones de diez mil pesos, amortizables en una sola exhibición al vencimiento de los títulos.

Cada emisión tendrá su propio plazo, sin exceder de un año. Se ha previsto que los certificados correspondientes a las primeras emisiones sean a un plazo de tres meses.

El rendimiento de los certificados se da por el diferencial entre su precio de compra bajo par, por una parte, y su valor de redención o precio de venta, por la otra. Cuando la venta se efectúa antes del vencimiento, el precio es también bajo par; pero, usualmente, mayor

que el de compra. Los precios de compra y de venta se determinan libremente en el mercado. Estos títulos no causan intereses. (8)

Los adquirentes de certificados pueden ser nacionales o extranjeros, personas físicas o personas morales (excepto si su régimen jurídico se los impide).

Las Casas de Bolsa están autorizadas para efectuar operaciones de compra-venta, reporto y préstamo de certificados. Operan siempre por cuenta propia, por lo que no cargan comisiones en las transacciones. Su utilidad se deriva del diferencial entre precios de compra y de venta.

Los reportos son operaciones mediante las cuales el cliente de una Casa de Bolsa adquiere de ésta certificados a un precio determinado, pactando con ella revertir la transacción al mismo precio en una fecha determinada futura. La Casa de Bolsa paga al cliente un premio por la operación. El plazo mínimo en estas transacciones es de 10 días y el máximo de 45 días. Se manifiesta así, la posibilidad que ofrecen de invertir a plazo fijo, con un rendimiento cierto.

Los certificados pueden ser también dados en préstamo a casas de bolsa. En estos casos, los inversionistas reciben intereses. O sea que los certificados permiten la obtención de rendimientos adicionales.

Los certificados se cotizan, por las casas de bolsa, en términos de tasa de descuento anual. Hay una cotización para la venta y otra para la

compra. Los reportos los cotizan en términos de tasa anual de rendimiento. Los rendimientos correspondientes a los diferenciales entre precios de compra y precios de venta de certificados que se adquieran en casas de bolsa y posteriormente se enajenen a éstas, han quedado libres del impuesto sobre la renta para las personas físicas y, en su caso, para las personas morales, los rendimientos son acumulables al ingreso gravable. Los rendimientos de las operaciones del reporto y de préstamo son acumulables al ingreso gravable.

La colocación, transferencia y redención de certificados se realiza con máxima agilidad, economía y seguridad, ya que no implica el movimiento físico de los valores, sino que las operaciones se manejan en libros, permaneciendo todo el tiempo depositados en el Banco de México. Solamente se expiden los comprobantes respectivos para el interesado.

5) CERTIFICADOS DE DEPOSITOS.- Estos certificados negociables son instrumentos que evidencian el depósito de una cantidad determinada de moneda corriente en un banco comercial. Los montos y vencimientos normalmente se adaptan a las necesidades del inversionista. Las tasas en la primera emisión que se pagan sobre certificados de depósito negociables, las fija el sistema de reserva federal, con base en el volumen y vencimiento. La menor denominación es de \$100,000.00 normalmente. Una vez que los Certificados de Depósito están en el mercado secundario, sus rendimientos no tienen control alguno por parte

del sistema de reserva federal, ya que se pueden vender sobre y bajo par.

6) CEDULAS HIPOTECARIAS.- Son títulos valores emitidos por particulares con intervención de una institución de crédito hipotecario, la cual garantiza solidariamente todas las obligaciones que deriven de las cédulas emitidas con su intervención. En el mercado se conocen con el nombre de la institución que los emite. Se documentan títulos al portador, a la orden, con un valor nominal de \$100.00 o sus múltiplos. Las cédulas producen un interés constante, pagadero mensualmente. Llevan adheridos a su cuerpo cupones que se utilizan para cobrar los intereses, especificando claramente la fecha de cobro y la cantidad a cobrar, por lo que, con sólo presentarse en las ventanillas del banco hipotecario respectivo, se hacen efectivos.

En su redacción, el título consigna el plazo en que fenece la emisión, la cual puede ser hasta de 20 años, aunque actualmente casi todos se hacen a diez años. En la práctica, las instituciones han pactado que se amorticen los certificados mediante sorteos semestrales. Es el banco quien realiza todos los actos y acciones a fin de lograr que los intereses de las personas que tengan cédulas estén plenamente garantizados.

7) BONOS FINANCIEROS.- Son las financieras quienes emiten esta clase de títulos. Se encuentran garantizados por créditos concedidos a empresas solventes y generalmente, constituyen hipotecas sobre todos sus

bienes o por valores gubernamentales. Las sociedades financieras que los lanzan al mercado son quienes los emiten, respaldándolas con todos sus recursos. Se documentan en papel de seguridad, con un valor de cien pesos o sus múltiplos. Los títulos llevan adheridos una serie de cupones que se utilizan para el cobro de los intereses que producen, están numerados y llevan la fecha en que deben cobrarse. La generalidad de las emisiones son a diez años y se amortizan mediante sorteos anuales o semestrales.

8) BONOS HIPOTECARIOS.- Son títulos que emiten directamente las sociedades de crédito hipotecario. Están garantizados con créditos y préstamos otorgados por la sociedad que los emite y tienen preferencia sobre los activos de la Institución, con respecto a todas sus obligaciones.

Se emiten hasta por un plazo de veinte años; sin embargo, en la práctica el plazo es a diez años. Estos títulos son amortizados mediante sorteos semestrales y son a la orden o al portador; de cien pesos o sus múltiplos, producen un interés anual que se cobra en mensualidades al entregar los cupones correspondientes, que vienen anexados al título y se especifica en ellos claramente la fecha de cobro.

9) CERTIFICADOS DE PARTICIPACION.- Estos valores son emitidos directamente por sociedades fiduciarias y representan una parte proporcional de los frutos o rendimientos de los valores o bienes de cualquier clase, dados en fideicomiso irrevocable para este objeto.

Los certificados de participación se documentan en títulos al portador o a la orden, con valor nominal de \$100.00 o sus múltiplos y producen un interés anual que se paga trimestralmente. Están garantizados por grupos de valores que la sociedad emisora constituye en fideicomiso. Además, dentro de su redacción, el título consigna al representante común de los tenedores de certificados, quien tiene la obligación de verificar que la emisión se haga de acuerdo con la ley y que la garantía satisfaga ampliamente las obligaciones derivadas de la emisión.

10) OBLIGACIONES INDUSTRIALES.- Son certificados emitidos por empresas industriales, que indican que la corporación ha tomado en préstamo cierta cantidad de dinero que se obliga a reintegrar en el vencimiento.

Las obligaciones son instrumentos de deuda a largo plazo que se pueden utilizar para allegar sumas considerables de dinero de un grupo diversificado de prestamistas.

11 y 12) ACCIONES.- Las acciones son títulos valores que representan una fracción del capital de una empresa. El tenedor de una acción común es participante en el negocio, en la parte proporcional que su acción representa, con derecho a percibir los beneficios que el negocio produzca y la obligación de sufrir, hasta por el importe de sus aportaciones, las pérdidas del mismo; pero, además, tiene derecho a intervenir en el nombramiento de los administradores y de ratificar la actuación de ellos y, en caso de liquidación de la empresa,

a recibir la parte proporcional de capital que le corresponda.

Todas las acciones comunes de una sociedad son iguales: confieren a sus tenedores los mismos derechos y les imponen las mismas obligaciones. Las acciones se imprimen en títulos de papel de seguridad, en cuya redacción debe ir consignado el nombre de la sociedad emisora, su domicilio social, su capital, el número de acciones, los principales artículos de la escritura constitutiva de la empresa y el valor nominal de la acción (en caso de no tener, deberán tener la mención de ser "sin valor nominal").

Acciones Preferentes.- Se llaman acciones preferentes aquéllas a las que se garantiza un dividendo anual mínimo, y que, en caso de liquidación de la empresa emisora, tienen preferencia sobre las acciones comunes u ordinarias.

COMISION NACIONAL DE VALORES.- Es el organismo encargado de dar protección a los tenedores de valores; fue creado el 16 de abril de 1946, por decreto presidencial.

El Decreto del 31 de diciembre de 1953 lo define, en su Artículo I, como un organismo federal integrado por representantes de las siguientes dependencias: Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Secretaría del Patrimonio y Fomento Industrial y Secretaría de Comercio, Banco de México, S. A., Nacional Financiera, S. A., Banco Nacional de Obras y Ser-

vicios Públicos, S. A., Comisión Nacional Bancaria y de Seguros, Asociación de Banqueros de México, A. C., y Bolsas de Valores, así como otro representante de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público que fungirá como Presidente de la Comisión.

Las atribuciones de la Comisión Nacional de Valores son:

- 1) Llevar un registro nacional de valores y formar la estadística nacional de los mismos.
- 2) Aprobar, de acuerdo con las condiciones del mercado, las tasas máximas y mínimas de interés a que deberán ajustarse las emisiones de valores.
- 3) Opinar sobre el establecimiento de Bolsas de Valores y Casas de Bolsa e inspeccionar su funcionamiento en materia de valores.
- 4) Aprobar o vetar la inscripción en Bolsa de títulos o valores.
- 5) Suspender la cotización en Bolsa de un valor u ordenar su cancelación cuando proceda.
- 6) Aprobar o vetar el ofrecimiento al público de valores no registrados.
- 7) Opinar sobre el establecimiento de Sociedades de Inversión e inspec-

cionar y vigilar el financiamiento de las mismas.

- 8) Aprobar los valores, para efectos de inversión institucional, conforme a las leyes aplicables.
- 9) Aprobar el ofrecimiento de títulos o valores mexicanos, para su venta en el extranjero.
- 10) Aprobar el ofrecimiento de títulos emitidos en el extranjero, para su venta en la República.
- 11) Aprobar la publicidad y propaganda de los valores que se ofrezcan al público.
- 12) Analizar periódicamente el estado y las tendencias del mercado de valores en el país.
- 13) Las demás que señalen las leyes respectivas.

Notas de Pie de Página.

- (3) Folleto "México Progresa", Bolsa de Valores de México, S. A. de C. V., México, D. F., p. 9
- (4) Idem. p. 14
- (5) Idem. p. 18
- (6) Idem. p. 20
- (7) Folleto "Petrobonos, Prospecto Abril de 1977", Nacional Financiera, S. A., México, D. F., p. 3
- (8) Folleto de "Certificados de la Tesorería de la Federación", Banco de México, S. A. punto núm. 4

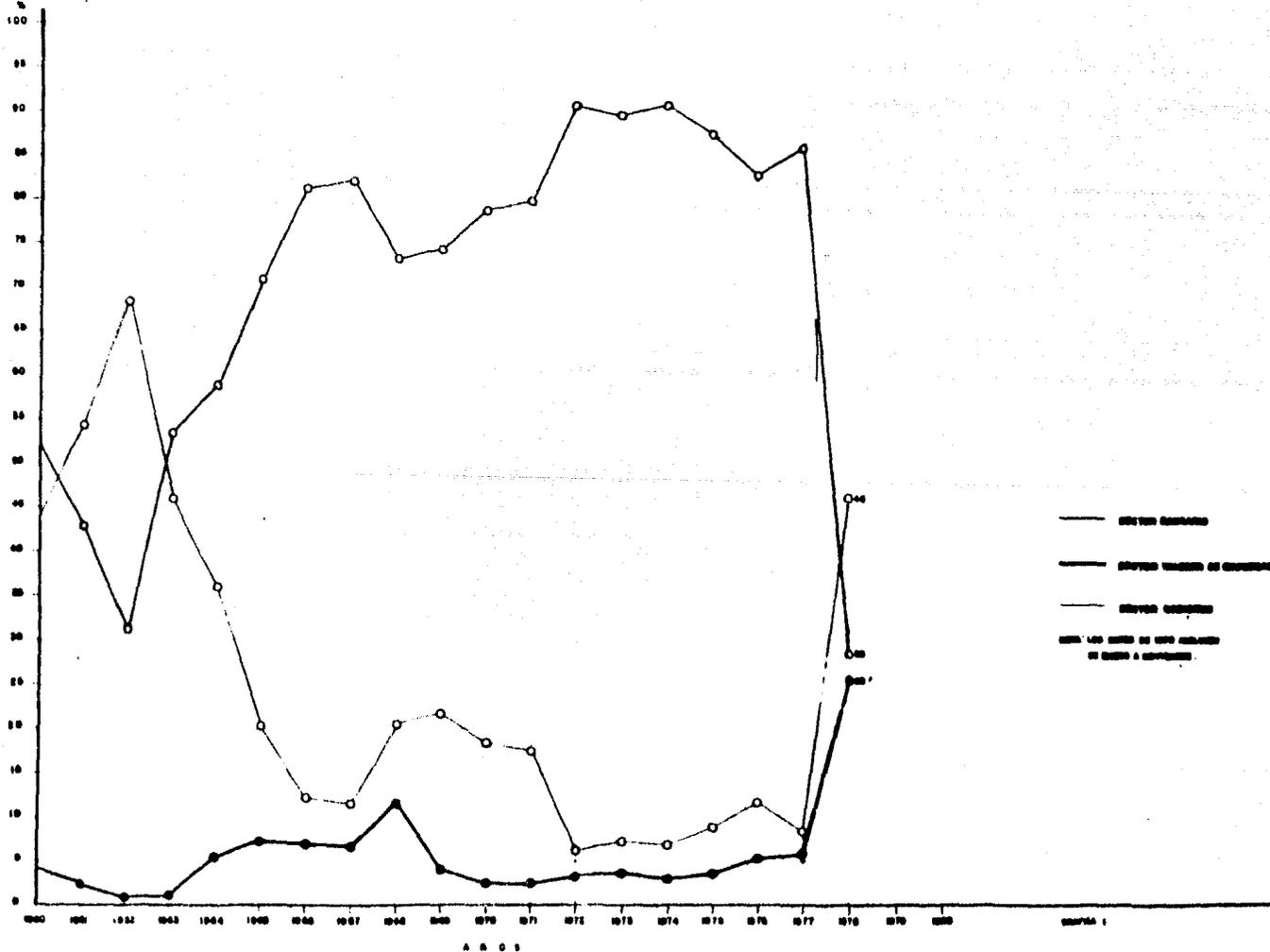
III.-ANÁLISIS DEL DESARROLLO DEL SISTEMA FINANCIERO

Para poder comprender la secuencia del análisis del mercado financiero que a continuación presentamos, es necesario recurrir constantemente a las gráficas por sectores, que representan los movimientos que han tenido los valores dentro del mercado bursátil.

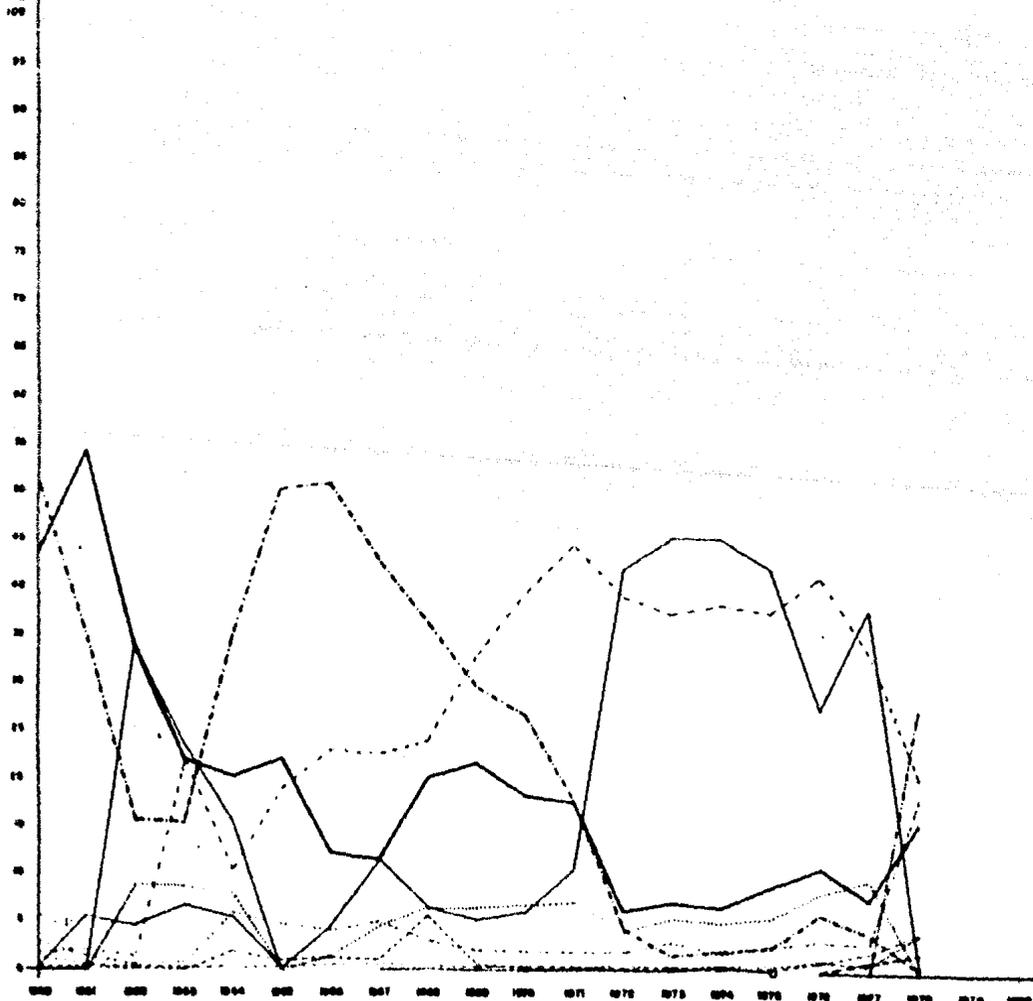
En la primera parte, realizamos un análisis anual que incluye datos de 1960 a 1975; posteriormente, el análisis se realiza por mes, pues consideramos conveniente enfatizar el movimiento bursátil de las tendencias que se presentaron durante estos últimos tres años; que fueron las que marcaron el cambio tan radical en el enfoque tradicional que se había venido presentando en la estructura de este sistema.

Los datos contenidos en las gráficas mencionadas, han sido extractados de la Publicación Mensual y Anuario Financiero y Bursátil, publicados por la Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V.

GRAFICA DE PORCENTAJES DE LOS MOVIMIENTOS ANUALES DE VALORES DIVIDIDA POR SECTORES (1960-1978)



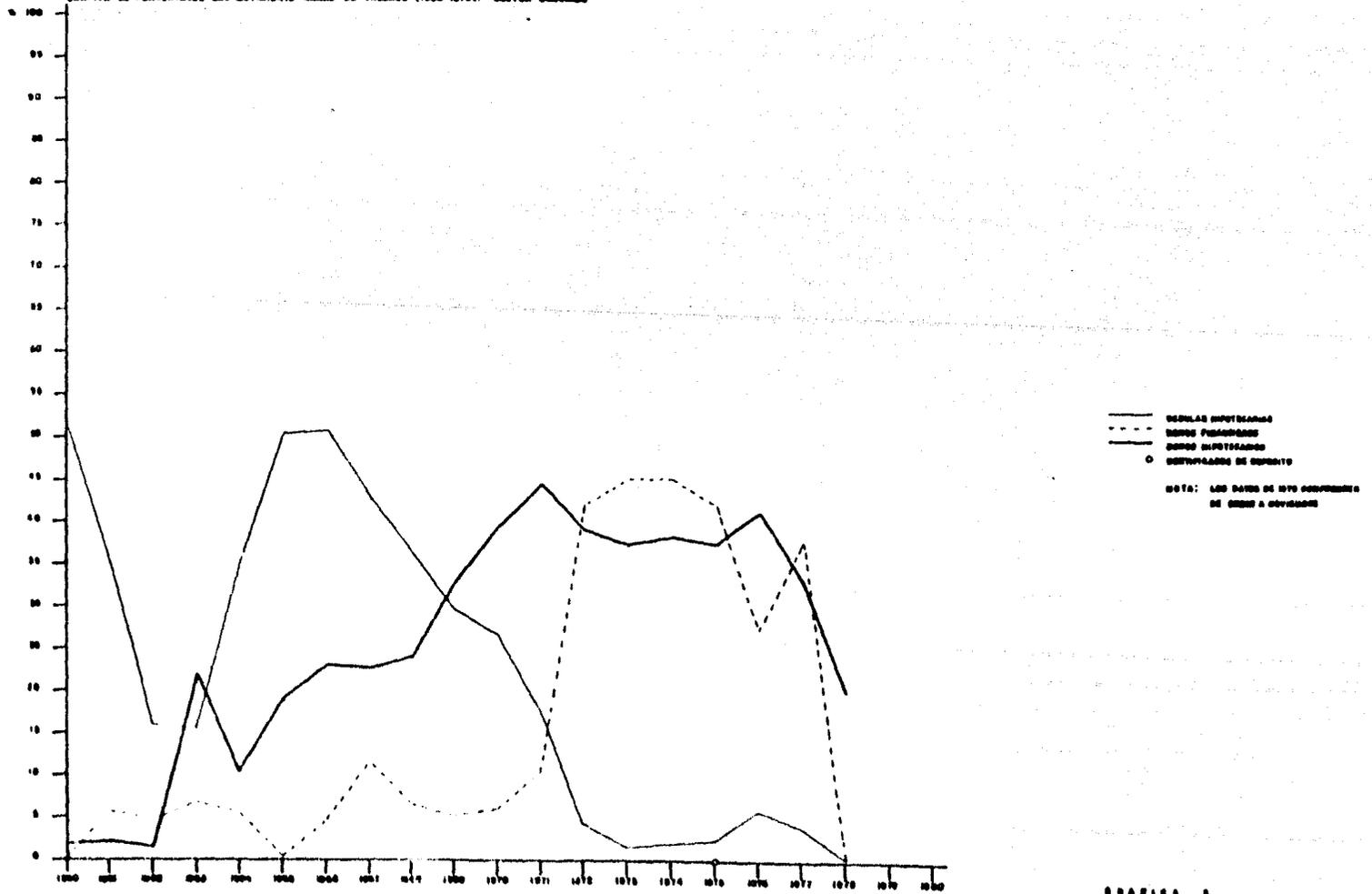
GRÁFICA DE PORCENTAJES DEL MOVIMIENTO ANUAL DE VALORES DIVIDIDA POR SECTORES (1960-1976)



- ▲ INDUSTRIAS DEL SECTOR QUÍMICO
- SECTORES DEL SECTOR VECIONAL DE ENERGÍA
- SECTORES DEL SECTOR BÁSICO
- ▲ SECTORES DE TIERRAS
- AGRIANES BANCARIA, DE SEGUROS Y FIANZAS
- AGRIANES MINERALES
- ▲ PETROLIO
- CÉLULAS PAPERAS
- INDUSTRIAS MINERALES
- SECTOR FINANCIERO
- ▲ INDUSTRIAL FINANCIERO
- SECTOR INDUSTRIAL
- CERTIFICADO DE DEPÓSITOS BANCARIOS
- ▲ SECTOR AGRARIO
- SECTORES DE SEGURO

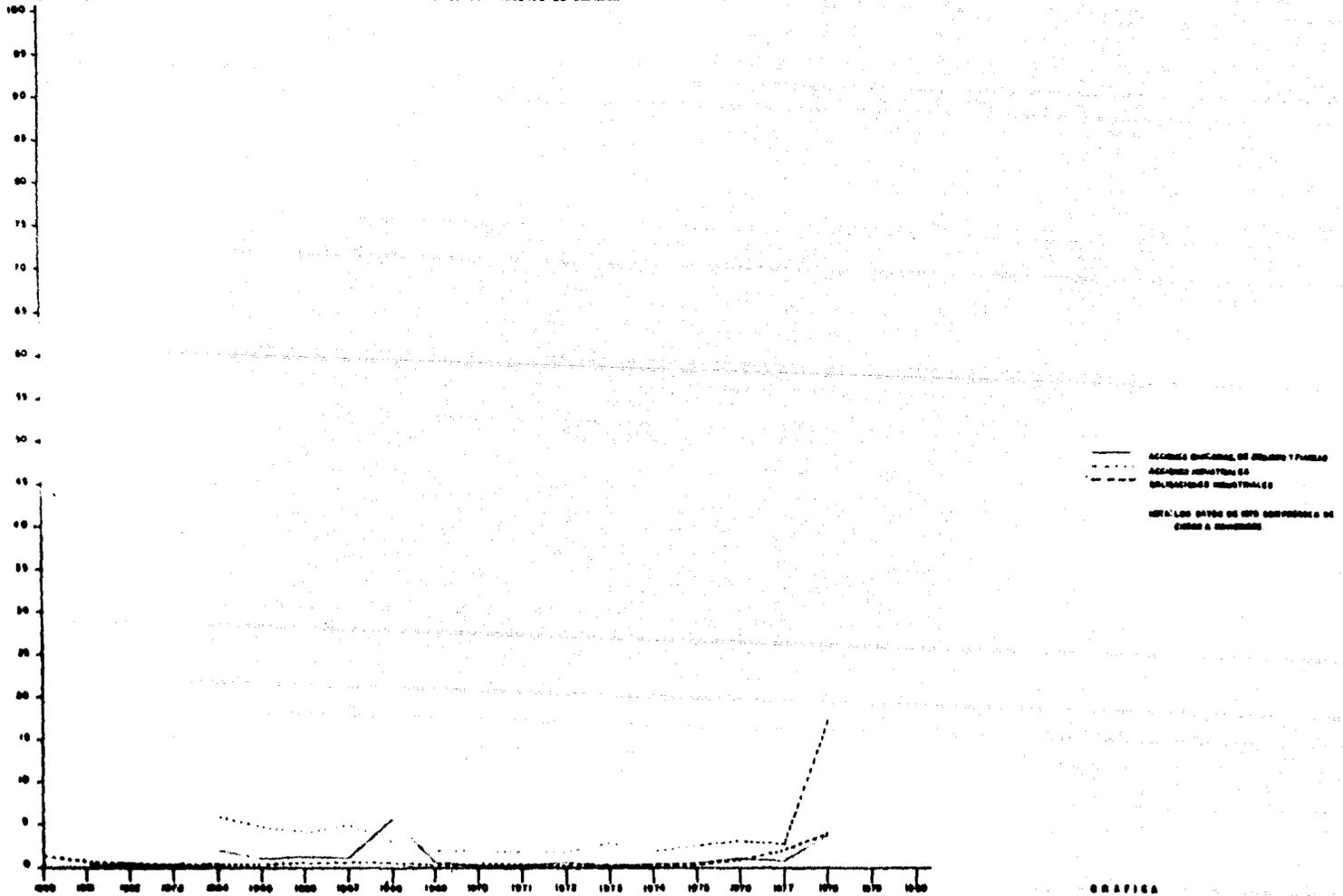
GRÁFICA 6

GRAFICA DE PORCENTAJES DEL MOVIMIENTO ANUAL DE VALORES (1960-1978). SECTOR OROCOMBA



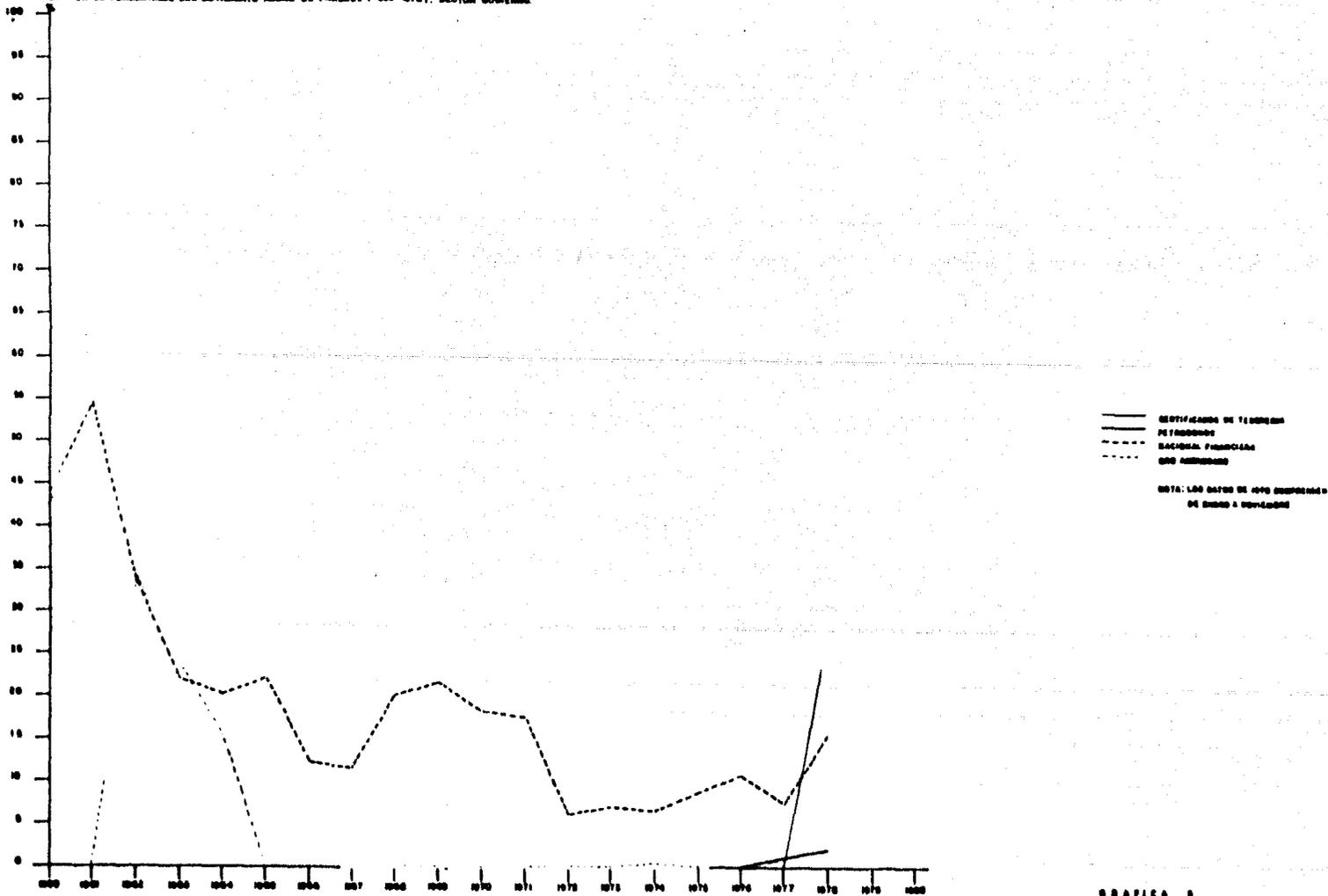
GRAFICA 8

GRAFICA DE PORCENTAJES DEL MOVIMIENTO ANUAL DE VALORES (1960-1978) SECTOR VALORES DE EMPRESA



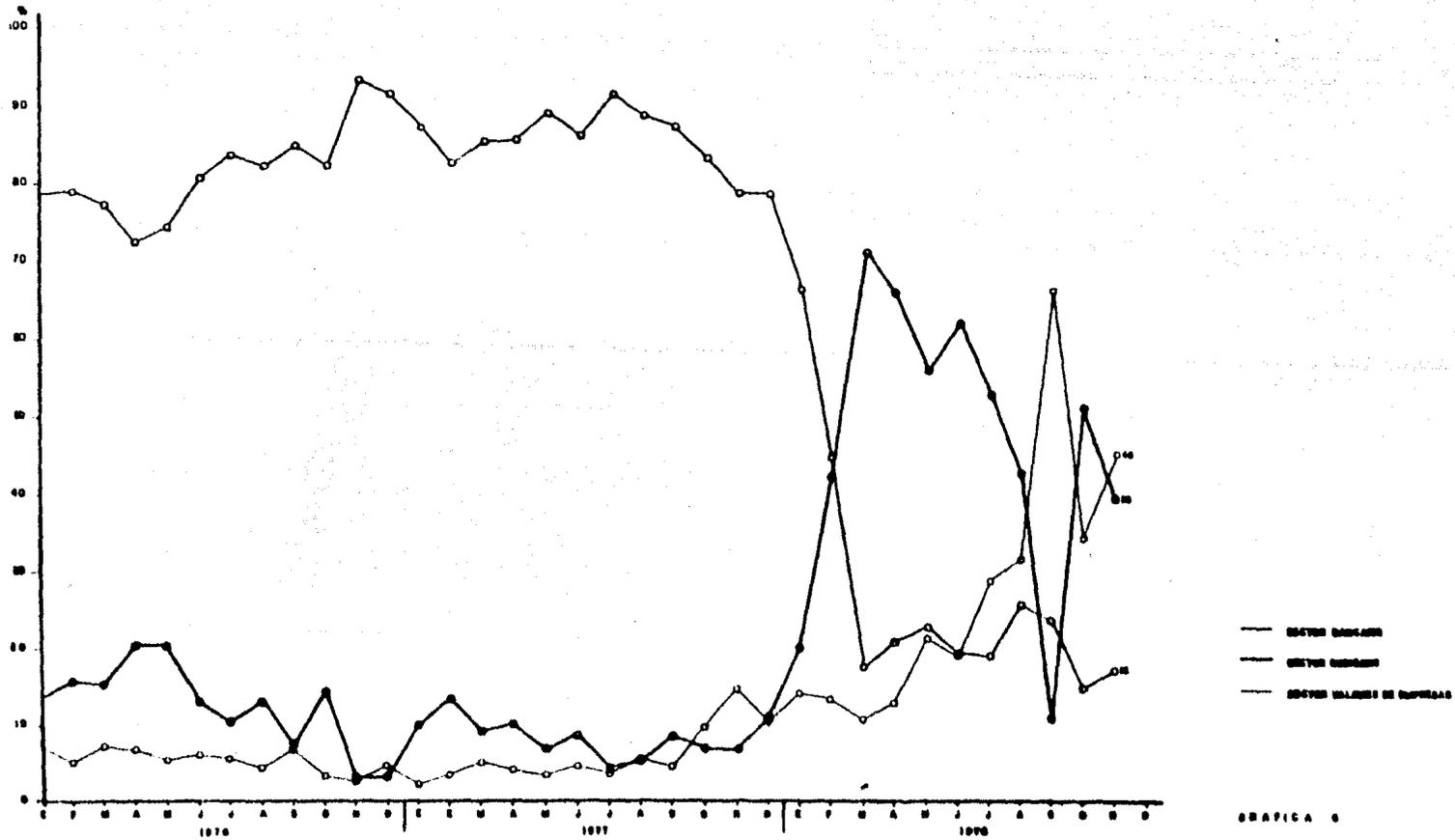
GRAFICA

GRAFICA DE PORCENTAJES DEL MOVIMIENTO ANUAL DE VALORES (1960-1979). SECTOR GOBIERNO.



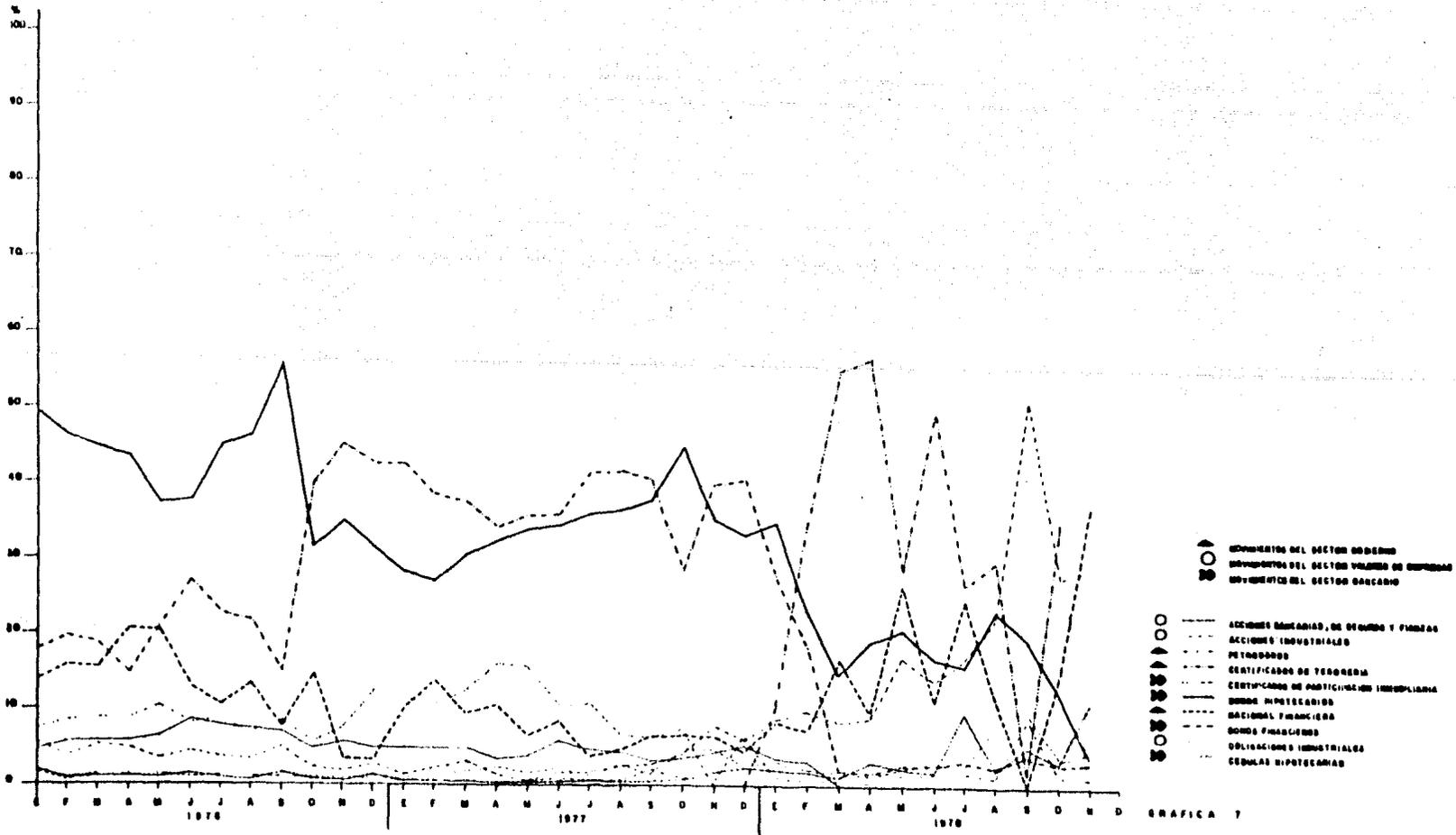
GRAFICA 8

GRAFICA DE PORCENTAJES DEL TOTAL DE MOVIMIENTOS MENSUALES DE VALORES DENTRO DEL MERCADO FINANCIERO MEXICANO (1976-1978)



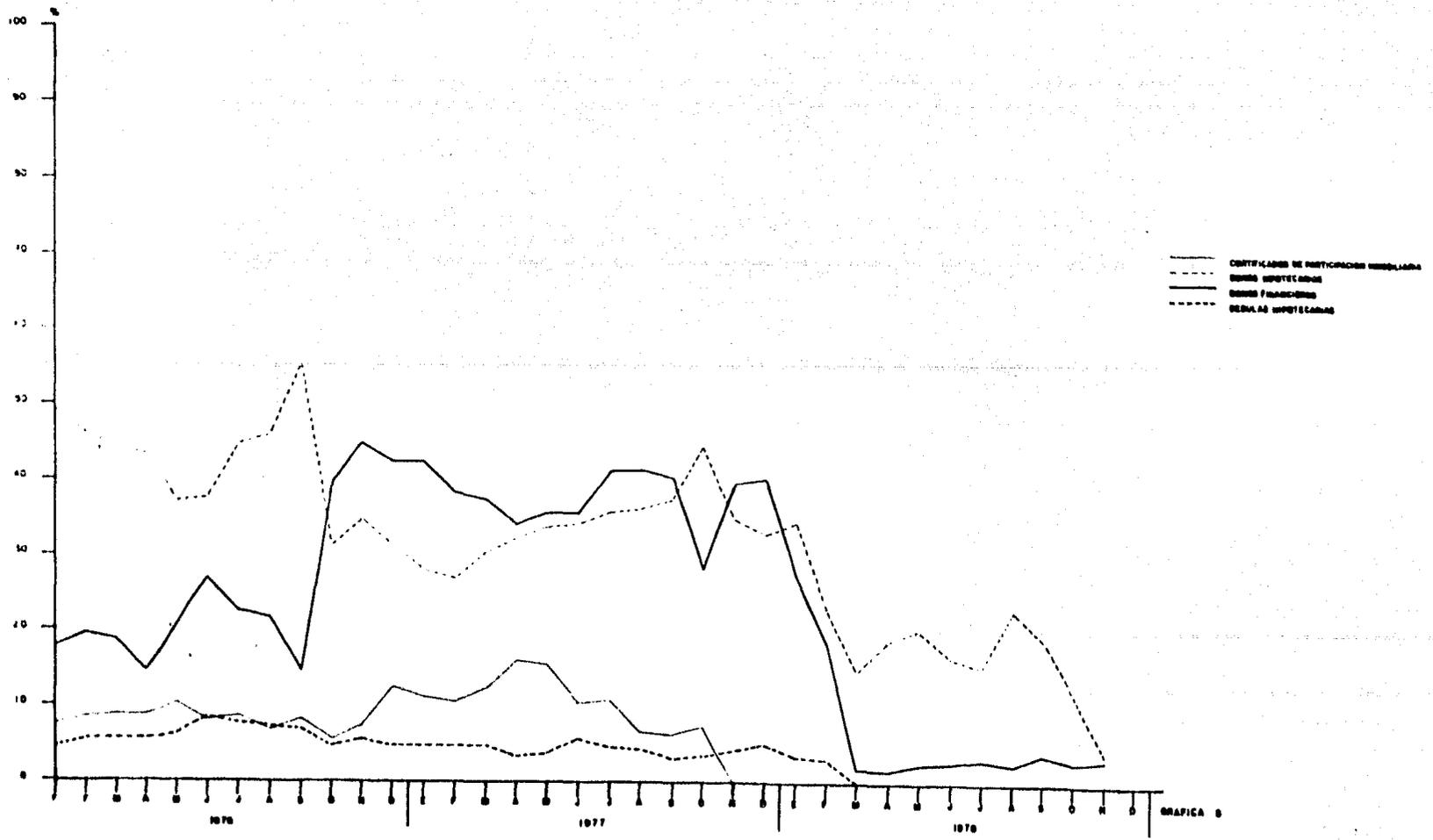
GRAFICA 6

GRAFICA DE PORCENTAJES DEL MOVIMIENTO MENSUAL DE VALORES (1976-1978)



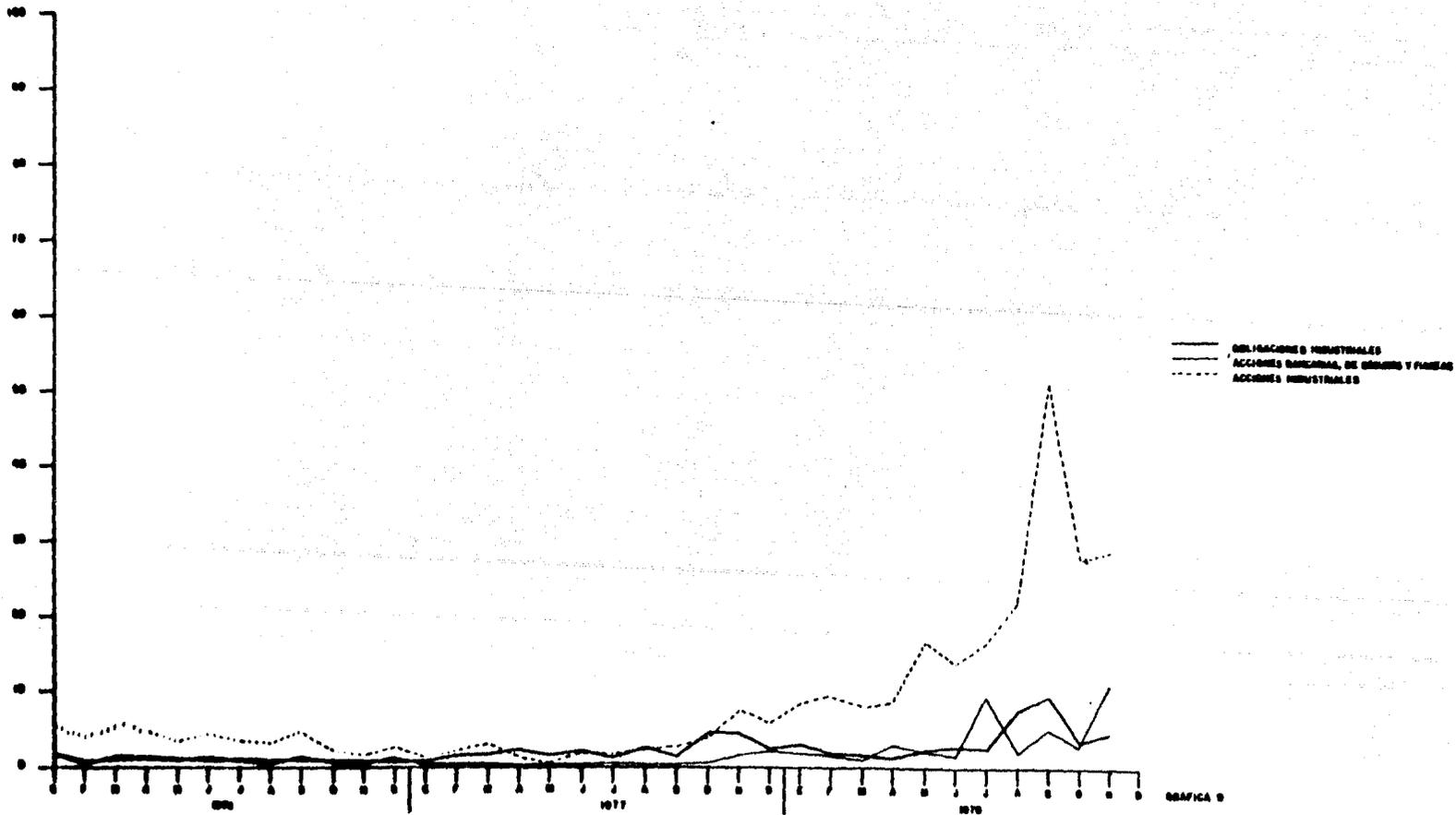
GRAFICA 7

GRAFICA DE PORCENTAJES DEL MOVIMIENTO MENSUAL DE VALORES (1976-1978).
SECTOR BANCARIO



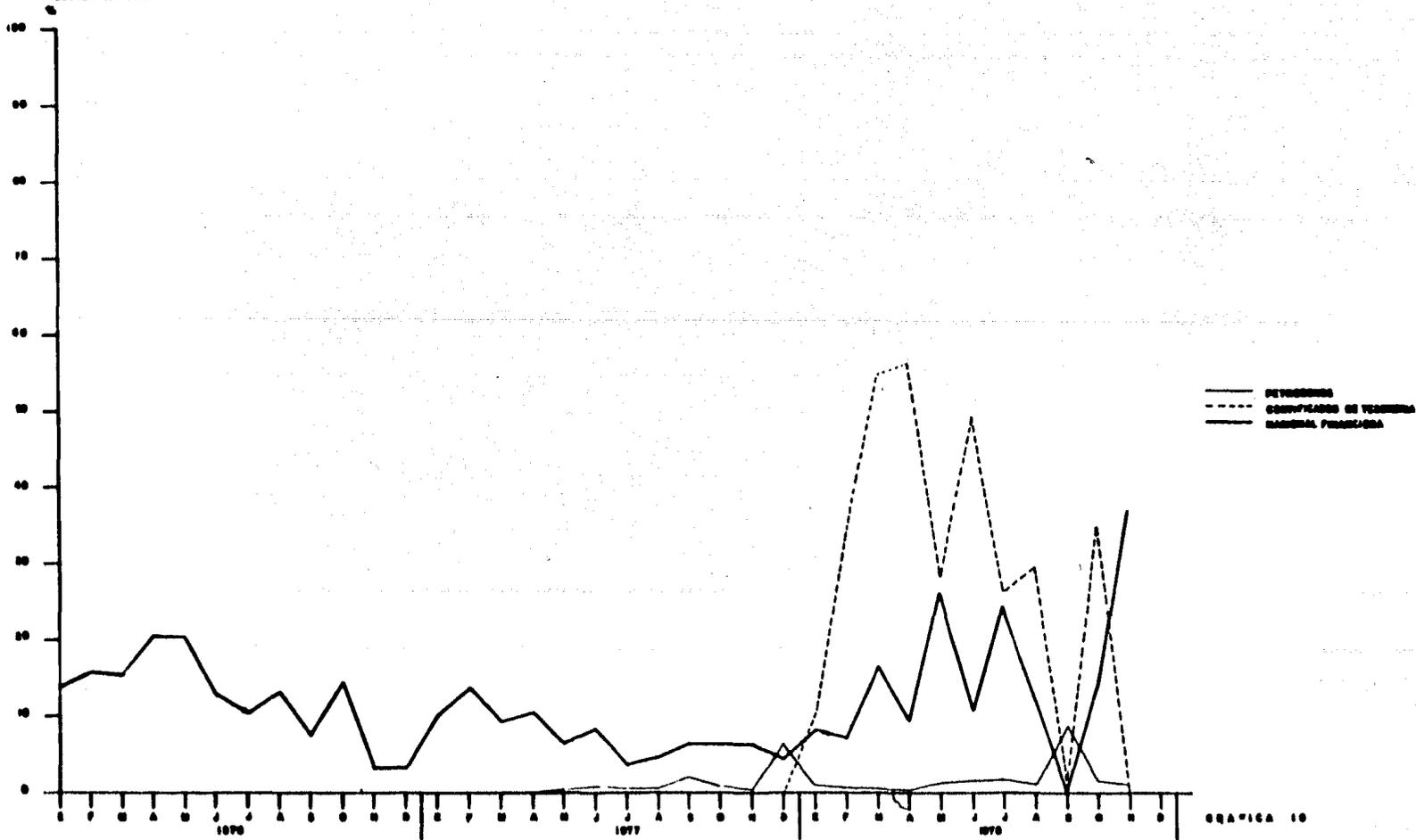
GRAFICA B

GRAFICA DE PORCENTAJE DEL MOVIMIENTO MENSUAL DE VALORES (1970-1978)
SECTOR VALORES DE EMPRESAS



GRAFICA 9

GRAFICA DE PORCENTAJES DEL MOVIMIENTO MENSUAL DE VALORES (1976-1978).
SECTOR GOBIERNO



GRAFICA 10

El desarrollo económico de un país se refleja en su industrialización. De otra parte, el grado en que un país desarrolle y fomente el crecimiento de sus empresas, será el mismo en que el propio país se desarrolle tanto industrial, como política y económicamente.

Una medida para fomentar el desarrollo y crecimiento de las empresas es fortalecer el mercado de capitales, en especial el mercado de valores.

En nuestro país se había venido trabajando con base en políticas bancarias, renglón que gozaba de grandes privilegios. Por ello, este sector es representativo de un gran desarrollo, mientras que el mercado de valores de renta variable, casi nulo, venía apenas operando con fluctuaciones del 6.5% al 1%. Los movimientos del sector bancario ocupaban, en cambio del 93.5% al 99% (gráfica 1); observamos así, que en México no se ha dado la importancia debida al mercado de valores y, en especial, a lo que ésto puede significar con respecto al financiamiento de las empresas.

No es necesario que una empresa se financie siempre con base en créditos, ya que existen otros medios de financiamiento y uno de ellos es el de colocar valores en el mercado de capitales.

De 1960 a 1976, la empresa había venido captando sus recursos financieros del sector bancario, créditos, certificados, bonos, etc. El mercado de capitales no ocupaba un renglón significativo para la cap-

tación financiera empresarial; no es hasta 1974, con la modificación de la Ley del Mercado de Valores, que se da un nuevo enfoque al financiamiento de las empresas. Finalmente, en 1976, a raíz de la devaluación de la moneda mexicana y de su fluctuación, empezaron a verse los frutos de las implicaciones tan grandes que trae consigo el respaldo a este mercado. Las modificaciones a la Ley dan seguridad al mercado de capitales, lo cual provoca el surgimiento de nuevas colocaciones en Bolsa, impulsando con ello al Sector Valores de Empresas.

En 1960 la inversión extranjera se orientó hacia la adquisición de industrias ya establecidas, lo que significó la enajenación paulatina al extranjero, de la industria manufacturera nacional.

En 1961 se operaba en el sector gubernamental, al igual que en el sector bancario, un 48% del total de valores de renta fija y renta variable, mientras que el sector valores de empresas venía operando con un 4% únicamente (gráfica 1).

Nacional Financiera, S. A., con la reforma a su Ley Orgánica, que propone fortalecer su posición como Organo de Fomento del Mercado de Valores, logró en estos años y los anteriores su objetivo, ocupando un 54.7% del mercado. Las Cédulas Hipotecarias venían en decremento con respecto a años anteriores, mostrando un 35.3%; el porcentaje restante lo ocupaban los demás valores, manteniendo cifras menores al 9% del total del mercado de dinero y capitales, siendo en su totalidad del orden del 10%. (Gráficas 1,2,3 y 4).

En 1962 se dio gran impulso al sector Gobierno, el que llegó a ocupar un 68.2% del mercado. El sector bancario ocupó un 31% y la actividad en el sector empresarial se redujo a un 0.8%. (Gráfica No. 1).

Mediante un análisis más profundo encontramos que Nacional Financiera bajó a ocupar un 34% del total del mercado de capitales; sin embargo, otro 34.2% fue ocupado por el renglón de oro amonedado que lanzó a circulación el Gobierno, compensándose así la actividad en este sector. Las Cédulas Hipotecarias bajaron a ocupar el 16%, con lo que podemos observar que, debido a los cambios presentados en las políticas con respecto al enfoque del mercado, se ha dejado de impulsar estos valores. Los certificados de participación inmobiliaria, emitidos en 1961, ocupaban para 1962 un 9% del mercado de dinero. Los bonos financieros, al igual que en 1961, ocupaban el 5% y los bonos hipotecarios un 1%; todos los demás valores se encontraban por debajo de este porcentaje (Gráficas 2,3,4 y 5).

De 1963 a 1965, el sector bancario experimentó un gran incremento, llegando a ocupar un promedio del 62% del mercado, mientras que el sector Gobierno sufrió una gran baja, que se manifiesta en un 34% promedio, del total del mercado; en el sector valores de empresas se apreció un módico incremento que alcanzó un 4% (gráfica No.1).

El renglón de Cédulas Hipotecarias, de ocupar un 15.5% del mercado del país en 1963, se incrementó hasta llegar a ocupar un 51.3% en 1965. Nacional Financiera, S. A., se mantuvo estos años entre un 22.1% y un 22.3%. El oro amonedado sufrió una alza, por la que llegó a ocupar en 1963 un

24%, que para 1965 desaparece, debido al cambio de políticas monetarias, las cuales se orientan a impulsar el patrón papel.

Los bonos hipotecarios que en 1963 ocupaban un 22.1% ocuparon en 1964 un 11% y en 1965, un 19.2%. (Gráficas No. 2, 3, 4 y 5).

Los Certificados de Participación Inmobiliaria ocupan en 1963 un 9% y un muy bajo porcentaje en 1965. Los bonos financieros en 1963 ocuparon el 6.6% y en 1965 bajaron a ocupar un porcentaje poco significativo.

Las obligaciones industriales mantuvieron una estabilidad muy baja, poco significativa dentro del contexto total (1963, 0.1%; 1965, 0.3%). Las acciones industriales que ocupaban en 1963 un 0.5%, en 1964 ocuparon un 3% y en 1965 ocuparon un 6%. Las acciones bancarias, de seguros y fianzas, mantuvieron sus porcentajes casi constantes hasta 1967 (ver gráfica no. 4).

Las cédulas hipotecarias para 1967 bajaron a ocupar un 42.9% del mercado. Los bonos hipotecarios impulsados para fomentar el desarrollo del mercado de dinero, continuaban en incremento, ocupando en 1967 un 22.6% del total del mercado financiero.

Los bonos financieros se incrementan llegando a ocupar un 11.7% del total. Los certificados de participación inmobiliaria para 1967 surgieron nuevamente ocupando un 4.7% del total del mercado. Nacional Financiera continuaba en decremento, ocupando en 1967, un 11.7% del mercado.

Las obligaciones industriales siguieron estando representadas por un bajo porcentaje.

El Gobierno inició programas y tomó medidas tendientes a lograr el sostenimiento del desarrollo de las actividades agrícolas, ya que se vislumbraba el peligro de caer en una espiral inflacionaria que, aunada a los desajustes internos, amenazaba la estabilidad política y económica del país. Durante el período comprendido de 1967 a 1971, se observó que los bonos hipotecarios seguían incrementándose, ocupando, para 1971, el 45% del mercado financiero. Las cédulas hipotecarias continuaban en decremento, ocupando para 1971 el 17% del mercado; los bonos financieros bajaron en 1969 a ocupar casi un 5%, aunque posteriormente, han mantenido un incremento constante, ocupando en 1971 el 11%.

Los certificados de participación inmobiliaria continuaron básicamente con el mismo movimiento que habían venido mostrando, ocupando en 1971 un 7% del mercado. Nacional Financiera, S. A., que venía mostrando un decremento, tuvo una alza y para 1971 ocupó el 17% del mercado.

Las obligaciones industriales continuaron con un bajo porcentaje dentro del mercado, inferior al 1%. Por otra parte, las acciones industriales sufrieron una baja, ocupando en 1971 un 2%. Las acciones bancarias, de seguros y fianzas tuvieron una alza, registrando en 1968 un 6%. Después sufrieron una baja que las hicieron ocupar niveles muy bajos de porcentajes, los que se mantienen hasta 1975. (Gráficas 2, 3, 4 y 5).

En 1971 se implantaron adecuaciones fiscales impositivas y ajustes monetarios para combatir la presión inflacionaria y eludir el empeoramiento de la balanza de pagos. Los programas de inversión pública se retrasaron debido a que los planes de la inversión privada se pospusieron ante la reducción de sus utilidades y por la incertidumbre con respecto a las políticas gubernamentales. Dichas políticas significaron limitaciones a las importaciones, así como adecuación a los impuestos, a los rendimientos de capital en inversiones en valores de renta fija y, además, medidas fiscales y administrativas que alentaron las exportaciones y la inversión privada.

El 7 de diciembre de 1973, la Comisión Nacional Tripartita consideró inaplazable aumentar los precios de los derivados del petróleo, a fin de proporcionar elementos suficientes para el desarrollo de la industria petrolera. La gasolina normal aumentó en un 75% y la extra en un 66%. Antes de un año, en octubre de 1974, cuando la crisis mundial de los energéticos estaba muy viva en la conciencia pública, se hizo otro aumento que fue del 50%, pero, comparado con los precios que regían en 1973, este aumento fue de un 162% y 150% respectivamente. (9)

En 1973, el Ing. Antonio J. Bermúdez, Ex-Director General de Petróleos Mexicanos, se expresaba acerca de la nobleza del petróleo de la siguiente manera: "Cuando se aplican correctamente los principios técnicos y administrativos en su explotación y se dan las condiciones para que pueda desenvolverse en equilibrio financiero, son muy grandes los beneficios que rinde". (10)

La industria petrolera explota un recurso no renovable que requiere de inversiones muy altas para ser puesto en el mercado. Además, sirve a un mercado excepcionalmente dinámico en su crecimiento, por lo que se requiere de ingresos remunerativos. A nivel mundial, las inversiones de capital de las empresas petroleras integradas se financian en su mayor parte con recursos generados internamente, por lo que debe seguir también la política de autofinanciamiento en su desarrollo. (11)

En 1974 se duplicó el comercio mundial a causa del alza del precio del petróleo, lo que, aunado al gran aumento de la deuda externa de los países en desarrollo, mostró el crítico estado en el que se encontraba la economía internacional.

El 11 de abril de 1972 fue expedida la reglamentación sobre el establecimiento en la República de representaciones bancarias y financieras del exterior. Con el objeto de incorporar al sistema financiero institucional recursos, se reglamentó el establecimiento de oficinas de bancos de depósito en plazas que carecieran de servicios bancarios.

Al inicio de 1972 se desató la inflación como resultado de la aceleración del gasto público, la rigidez de la oferta productiva y la repercusión de la situación internacional. Aunque el alza bienal de ese momento restableció el poder adquisitivo de los trabajadores, durante los nueve primeros meses de 1973 los precios aumentaron en un 19.8%, lo que originó que las autoridades ordenaran un ajuste extraordinario de salarios de un 18%, en septiembre de 1973. (Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México, S. A.)

Los créditos del exterior han sido la fuente más importante de recursos ocupando de 1966 a 1970 el 43.5% y, durante el período de 1971 a 1974 el 79%. El 78% de estos créditos se canalizó al sector público en este mismo período y el pago total de servicios de la deuda pública externa llegó en 1974 a \$10,697.6 millones, el doble del registrado en 1970 - (\$4,536.6 millones) (Fuente: Indicadores Económicos, Banco de México, S.A.).

A partir de 1973, las autoridades monetarias aumentaron el encaje legal con la finalidad de frenar la actividad crediticia de la banca privada, al transferir los recursos de ésta al sector público y moderar el crecimiento del circulante monetario. Esta medida no dió un resultado muy positivo, ya que la captación de recursos de la banca privada fue muy lenta, lo que, aunado al crecimiento del gasto gubernamental, obligó a aumentar la base monetaria.

La crisis energética se desencadenó casi paralelamente con los problemas inflacionarios, el alza extraordinaria del precio del petróleo a fines de 1973 y principios de 1974, así como su efecto inflacionario y desequilibrador en las cuentas corrientes de los países importadores de petróleo.

No obstante el mayor gasto gubernamental, la economía no mostraba señales de recuperación, lo cual trajo como consecuencia la baja producción local, reflejada en el aumento de precios, disminución de exportaciones y aumento en importaciones. Esto repercutió en el crecimiento del déficit comercial en la balanza de pagos y el endeudamiento con

el exterior, para poder cubrir esos pagos.

El incremento en valores de 1971 a 1975 puede resumirse como sigue:
Gran incremento en lo que respecta a los bonos financieros, que ocupan, en 1971, un 11% del total de la operación del mercado. En 1972, llegan a ocupar un 42% del mercado, subiendo para en 1973, ocupar un 45%, lo cual se mantiene hasta 1974, de donde baja a ocupar en 1975, un 42%.

Los bonos hipotecarios siguen manteniéndose altos, ocupando en 1972 un 39% y en 1973 un 37%, porcentaje que mantienen casi constante hasta 1975.

Las cédulas hipotecarias siguen bajando hasta ocupar, de 1972 a 1975, menos del 5%. Los certificados de participación inmobiliaria siguen teniendo pequeñas fluctuaciones que van del 4.6% en 1972 al 5.4% en 1975.

El renglón ocupado por Nacional Financiera se mantiene estable. A finales de 1974 empieza a mostrar una pequeña reposición, siendo los movimientos: 1972, 6%; 1973, 7%; 1974, 6.5% y en 1975, un 9% del mercado.

Las obligaciones industriales siguen manteniendo bajos porcentajes dentro del mercado, que no llegan a sobrepasar al 1% de su total.

El movimiento que tienen las acciones industriales durante este periodo se muestra estable, ocupando en 1972 un 2.3% y en 1975 el 2.7%.

Las acciones bancarias, de seguros y fianzas casi no muestran movimiento; se mantienen estables, por debajo del 1%, ocupando en 1975 el 0.5% del total del mercado, con lo que puede apreciarse lo mal alimentado que se encontraba el sector empresarial. (Gráficas 2, 3, 4 y 5).

En enero de 1974 el incremento de precios fue del 10.4% y el de salarios del 14%. Para octubre de 1974 debieron hacerse nuevos ajustes con carácter de urgentes. Se decretaron salarios al 22.5%, mientras que los precios aumentaban en un 10%. Esto explica la fuerte demanda de los consumidores y que la inflación alcanzara un 24% (Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México, S. A.).

A partir de entonces comenzaron a observarse grandes transformaciones: el Congreso de la Unión, con fecha 2 de enero de 1975, aprobó la Ley del Mercado de Valores para regular la oferta y demanda pública de valores, las actividades de quien a ésto se dedique; el registro nacional de valores e intermediarios y las autoridades a quienes compete conocer lo relativo a ellos.

Con esa Ley se abrogaron los siguientes ordenamientos: el Decreto que crea el organismo autónomo denominado Comisión Nacional de Valores, del 11 de febrero de 1946, así como el Reglamento que crea la Comisión Nacional de Valores, del 2 de julio de 1946; el Reglamento In-

terior de la Comisión Nacional de Valores del 27 de mayo de 1946; el Reglamento Especial para Ofrecimiento al Público de Valores no Registrados en Bolsa, del 15 de enero de 1947 y la Ley de la Comisión Nacional de Valores, del 30 de diciembre de 1953, así como todas las disposiciones que se opongan a esta Ley.

Junto con las anteriores, se incluyó la adición al Artículo 99 Bis de la Ley General de Instituciones de Crédito y Organizaciones Auxiliares, que autorizaba a éstas a fusionarse, creándose así, legalmente, el sistema de Banca Múltiple.

Con ésto quedó marcada la pauta para el cambio estructural más importante en el sistema bancario, que comprendió la reforma y creación de la banca múltiple; el establecimiento de reglas sobre el control de concentraciones de activos y pasivos, así como la remodelación de las políticas para orientar el crédito selectivo. Mediante la adopción de medidas tan claras, se generalizó la confianza en las instituciones y en la capacidad de construir y reconstruir lo que se había debilitado, rebasándose así el anterior período de dudas e incertidumbres.

Hasta la fecha, el proceso inflacionario no se ha detenido por completo, lo que perjudica el poder adquisitivo de las mayorías debido a la interminable carrera precios-salarios. También resulta perjudicado el manejo de múltiples empresas y de la economía nacional. La formación de capitales muestra aún puntos débiles.

El Banco de México cuenta con un aparato legal que controla la acción pública y privada en materia de actividades financieras, estipulando una serie de canalizaciones y regulaciones para los recursos y obligaciones de las instituciones que las practican. Estas disposiciones, giradas a través de circulares, van marcando la política monetaria y crediticia por medio del encaje legal, las que dan un uso racional a los recursos captados y los orientan hacia sectores y actividades de interés social. Al canalizar el financiamiento hacia el Gobierno Federal, se ha logrado, además de fijar los porcentajes de inversión para ciertas instituciones y pasivos, que las empresas no financieras y particulares contribuyan a financiar y amortiguar el considerable déficit gubernamental.

Durante 1975, para combatir la recesión en el ritmo de la actividad económica, que se generó por una disminución en la evolución de la economía mundial y también de la inversión privada en México, el gasto público se incrementó significativamente respecto de 1974. - 1974, \$104,130 millones; 1975, \$145,116 millones (fuente: Indicadores Económicos, Banco de México, S. A.).

Dicha situación agravó más los desequilibrios externos.

Para 1976, ante la severa crisis económica, se trató, primeramente, de realizar una asignación de recursos más eficiente a través del gasto público, encauzándolo al desarrollo de proyectos prioritarios y, en segundo término, de corregir el desajuste de las finanzas públicas.

Este desajuste de las finanzas públicas se observa analizando la proporción del financiamiento total al sector público, con respecto al producto interno bruto que pasó del 3.4% en 1970, al 9.6% en 1975.

El saneamiento esperado no se logró y el déficit financiero del sector público aumentó de \$42,048.2 millones en 1975 a \$55,977.0 millones en 1976 (fuente: Indicadores económicos del Banco de México, S. A. cifras preliminares).

El gasto de consumo privado en 1976 no experimentó ningún dinamismo, debido a que el elevado índice de inflación y el desempleo existentes deterioraron el poder adquisitivo en gran parte de la población.

A continuación el desglose del análisis del mercado financiero se realizará mensualmente, tomando en consideración que el objeto de esta tesis se confirma con los grandes cambios ocurridos económica y políticamente en el sistema financiero mexicano, los cuales se cimentaron en 1976, marcando así la pauta de dichos cambios, que poco a poco transcurrieron hasta llegar a noviembre de 1978.

Uno de los más importantes temas en el campo de las finanzas es el efecto que la estructura financiera y su desarrollo tienen sobre el crecimiento económico de un país. Debe considerarse que, dada la separación de las funciones de ahorro e inversión, se hace necesario introducir instrumentos financieros para lograr la expansión de los activos financieros que promuevan la creación de instituciones financieras que incrementen la eficiencia de la inversión y eleven la participación de la formación de capital y, como consecuencia, la tasa de crecimiento.

Esta intermediación financiera permite maximizar los recursos de una sociedad por medio de sus miembros, quienes hábilmente combinan los factores de la producción y utilizan los pasivos adquiridos a través del ahorro, enfocando su actitud hacia el riesgo y hacia el valor que se otorga a la utilidad futura frente a la presente.

Debido a la ausencia de una estructura financiera adecuada y, por tanto, de instrumentos financieros, el ahorro es necesariamente igual a la inversión; pero, una vez que existen los instrumentos financieros, la inversión puede ser mayor o menor que el ahorro, por lo que los ahorros invertidos generarán un ingreso, por tanto, debemos incentivar el ahorro invertido y no la estéril acumulación del dinero.

Los instrumentos financieros no garantizan por sí mismos el crecimiento económico; también es necesario:

- a) que dentro de la sociedad exista una distribución no uniforme de las capacidades empresariales, ya que, si todos los individuos fueran igualmente hábiles, obtendrían la misma tasa de rendimiento de las inversiones que realizaran y la separación de las funciones de ahorro e inversión, así como la transferencia de ahorros de una entidad a otra no incrementarían el producto nacional ni acelerarían el crecimiento económico de la nación.
- b) que existan grandes inversiones indivisibles que puedan ofrecer altos rendimientos, para que se genere, así, un fuerte crecimiento de la economía.

Estas grandes inversiones sólo son posibles a través del uso de instrumentos financieros que transfieran el ahorro de un gran número de ahorradores a un pequeño número de inversionistas.

De esta forma la estructura financiera permite acelerar el crecimiento económico de un país, facilitando la migración de fondos al mejor usuario, o sea, al lugar en el que se genera el mayor rendimiento social.

Podemos definir la estructura financiera de México conforme a cuatro fundamentos primordiales:

- 1) Es el banco central, Banco de México, S. A., la autoridad que regula la política monetaria, la emisión de dinero y las instituciones de crédito del país, a través del encaje legal, de las políti-

cas de captación y de las tasas de interés, fungiendo, además, como agente financiero del Gobierno.

- 2) La existencia de instituciones financieras del Gobierno, quienes manejan aproximadamente un tercio del total de activos de las instituciones financieras del país y que ocupan una posición importante en el financiamiento a largo plazo de la economía del país.
- 3) Los grupos financieros privados, organizados como multibancos, así como la banca mixta, por la que el sector público es socio del sector privado.
- 4) Los pasivos financieros en poder del público, de instituciones públicas y privadas.

Dentro de este contexto, se ha analizado aquí, por sectores, el avance que ha tenido la economía mexicana. Este análisis se ha enfocado sobre el sector empresarial, que es el tema de la presente tesis, pero se ha tomado en cuenta en ella también, el sector Gobierno y el sector bancario, para analizar así, en su conjunto, la estructura económica de México.

Durante el período comprendido de enero de 1976 a diciembre de 1977, - apreciamos que el sector bancario ocupa un porcentaje que fluctúa entre el 72% y el 93% del mercado financiero. Dicha fluctuación mantiene a este sector muy por encima de los dos restantes, con lo cual se observa

que el sector Gobierno experimenta, durante el mismo período, fluctuaciones que van de 3.4% a 20%, y que el sector empresarial alcanza un porcentaje que fluctúa entre el 2.3% y el 14.5% (gráfica no. 6). Desglosando cada uno de estos sectores, encontramos que:

En enero de 1976 el sector bancario ocupaba un 78.7% del mercado de la siguiente manera: el 49.1% de este porcentaje lo ocupaban los bonos hipotecarios; el 17.9% estaba ocupado por los bonos financieros; el 7.2% correspondía a los certificados de participación inmobiliaria y el 4.5% lo ocupaban las cédulas hipotecarias. (Gráficas 6, 7 y 8).

Respecto del sector Gobierno puede apreciarse que sólo se encuentra representado por los títulos emitidos por Nacional Financiera, cuyos valores ocupan el 13.9% del mercado financiero. (Gráficas 6 y 10).

Durante el citado mes de enero de 1976, el sector Valores de Empresas se encuentra representado por el 7.4% del total, del cual el 4% corresponde a las acciones industriales, el 2% a acciones bancarias, de seguros y fianzas y el 1.4% a obligaciones industriales (gráficas 6 y 9).

Durante este período puede observarse que, si bien se había superado una etapa crítica para el país, aún existían riesgos, ya que se seguían recibiendo las consecuencias de la crisis económica mundial de 1975 y se continuaba dentro de un espiral inflacionaria que poco a poco conducía a México hacia la adopción de alternativas radicales que pudieran compensar o remediar esa situación.

que el sector Gobierno experimenta, durante el mismo período, fluctuaciones que van de 3.4% a 20%, y que el sector empresarial alcanza un porcentaje que fluctúa entre el 2.3% y el 14.5% (gráfica no. 6). Desglosando cada uno de estos sectores, encontramos que:

En enero de 1976 el sector bancario ocupaba un 78.7% del mercado de la siguiente manera: el 49.1% de este porcentaje lo ocupaban los bonos hipotecarios; el 17.9% estaba ocupado por los bonos financieros; el 7.2% correspondía a los certificados de participación inmobiliaria y el 4.5% lo ocupaban las cédulas hipotecarias. (Gráficas 6, 7 y 8).

Respecto del sector Gobierno puede apreciarse que sólo se encuentra representado por los títulos emitidos por Nacional Financiera, cuyos valores ocupan el 13.9% del mercado financiero. (Gráficas 6 y 10).

Durante el citado mes de enero de 1976, el sector Valores de Empresas se encuentra representado por el 7.4% del total, del cual el 4% corresponde a las acciones industriales, el 2% a acciones bancarias, de seguros y fianzas y el 1.4% a obligaciones industriales (gráficas 6 y 9).

Durante este período puede observarse que, si bien se había superado una etapa crítica para el país, aún existían riesgos, ya que se seguían recibiendo las consecuencias de la crisis económica mundial de 1975 y se continuaba dentro de un espiral inflacionaria que poco a poco conducía a México hacia la adopción de alternativas radicales que pudieran compensar o remediar esa situación.

Debido al gran incremento de salarios-precios producido en 1975, se estaban sufriendo las consecuencias que trae consigo una época de recesión económica que había deteriorado notablemente nuestra economía, por lo que se aprecia la inminente necesidad de tomar medidas y decisiones radicales a fin de lograr con esto un cambio de políticas económicas que a su vez, lograsen hacer resurgir nuestra economía favorablemente.

Un muy alto porcentaje de la actividad financiera se movía dentro del sector bancario, con lo que nuestras fuentes de financiamiento se encontraban en desequilibrio. Se produjo un estancamiento del movimiento de capitales, tanto en el sector Gobierno como en el sector Valores de Empresas, y ello tuvo como consecuencia una reducción de las posibilidades de financiamiento y de captación de recursos. Esto, a su vez, se tradujo en una minimización del mercado de capitales, que impidió ampliar las perspectivas de inversión y el fortalecimiento de nuestra estructura económica.

Para el mes de abril surge una pequeña disminución en las actividades del sector bancario, que representa el 72.5% del mercado; dicho porcentaje lo componen un 43.6% de bonos hipotecarios, el 14.8% de bonos financieros, 8.6% de certificados de participación inmobiliarios y un 5.5% de cédulas hipotecarias. (Gráficas 6, 7 y 8).

El sector gubernamental ha presentado una pequeña alza llegando a ocupar, en este mes, el 20.5% del mercado; aún, únicamente, mediante la operación lograda por los títulos de Nacional Financiera. (Gráficas 6 y 10).

El sector Valores de Empresas se presenta ocupando el 7% del total de movimientos en el mercado financiero. Las acciones industriales representan el 4.6% del mercado; las acciones bancarias, de seguros y fianzas el 1.2% y las obligaciones industriales también el 1.2% del mercado. (Gráficas 6, 7 y 9).

Es necesario tomar en consideración la posibilidad de fomentar el desarrollo del mercado de valores con la finalidad de capitalizar tanto al empresario como a la industria nacional, mediante instrumentos financieros adecuados y oportunos que logren una mayor participación del mercado de capitales en la economía nacional.

Ante la inflación generalizada, el desempleo, los desequilibrios de pagos, el aumento de precios y la inestabilidad en los mercados, tanto en los países desarrollados como en los subdesarrollados, deben existir tendencias a modificar las políticas económicas y adecuar las instituciones financieras a las nuevas circunstancias, para lograr medidas acordes con los movimientos que se presentan en la economía mundial.

Puede considerarse que la economía mexicana había crecido en forma - constante dentro de un desarrollo intermedio y con un mercado suficientemente amplio como para constituir nuevos avances económicos. En ese momento debía impulsarse un crecimiento rápido, mejorar los criterios de asignación de inversiones y utilizar los recursos que lograsen un incremento de la estructura productiva de México, a fin de conseguir la viabilidad de su proceso económico y financiero. Alcanzando el -

desarrollo integral dentro del mercado financiero de los factores - (bancario, empresarial y gubernamental), con el propósito de que cada uno de estos sectores cuente con una participación equilibrada dentro del sistema financiero nacional.

En junio de 1976, el movimiento del mercado de dinero y capitales se encuentra representado en un 81% por el sector bancario, del cual los bonos hipotecarios representan el 37.5%, los bonos financieros un 27%, las cédulas hipotecarias el 8.4% y los certificados de participación inmobiliaria el 8.1%, todo lo cual representa incrementos con respecto al mes anterior. (Gráficas 6, 7 y 8).

El Sector Gobierno, mediante Nacional Financiera, ocupa el 13% del mercado y el sector Valores de Empresas representa el 6% del mercado, donde las acciones industriales ocupan el 4.1%, las acciones bancarias, - de seguros y fianzas representan únicamente el 1.2% y las obligaciones industriales el 0.7%. (Gráficas 6, 7, 8, 9 y 10).

El proceso inflacionario, hasta este momento, no se había detenido por completo; perjudicaba el poder adquisitivo de las mayorías e iba en detrimento del sano manejo de múltiples empresas. La formación de capital aún mostraba puntos débiles y las inversiones privadas seguían retraídas; los avances de la captación del ahorro interno y el saneamiento de las finanzas públicas se habían diferido parcialmente, por la necesidad de afrontar los efectos inflacionarios que ocasionan alzas en los precios.

Los desajustes que presentaban las finanzas nacionales, se incrementaban cada vez más, provocados por la inseguridad en la situación económica y política por la que atravesaba el país.

Esto se reafirma, al analizar los incrementos en los pasivos del sistema bancario, tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, contenidas en las gráficas del cuadro 3, pag. 63.

En la gráfica C nos damos cuenta que los incrementos que se venían presentando año con año demostraban cierta estabilidad. En 1975 el incremento que se presenta es más significativo, representando un 24% con respecto al año anterior. Como resultado de la crisis económica de 1975, así como de la inestabilidad política en 1976, el incremento que se obtuvo fue apenas del orden de un 10% cifra que también se vió afectada por la devaluación del peso mexicano.

Comparando lo anterior con los incrementos en los pasivos del sistema bancario en moneda extranjera, vemos que los movimientos que presenta la gráfica son más accidentados, llegando a ocupar en 1976 un nivel del orden de un 59%, incremento logrado, tanto por la devaluación, como por la flotación del peso, ocasionando, con ésto, la gran fuga de capitales.

El volumen de operaciones tanto de obligaciones como de acciones, empezó a incrementarse a partir de la devaluación, fundamentalmente debido a las siguientes razones:

- a) El impulso otorgado a la actividad bursátil dentro del sistema financiero y
- b) La necesidad de diversificar las fuentes de financiamiento.

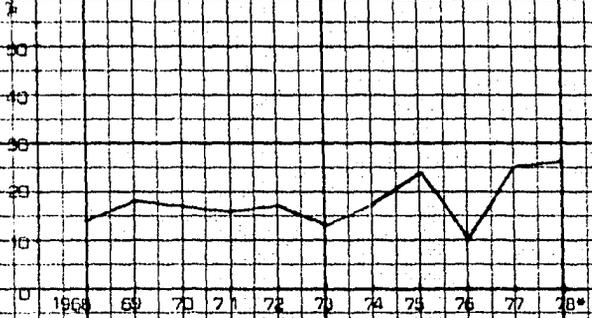
CUADRO 3

Incrementos de pasivos del sistema bancario en moneda extranjera.



Gráfica B.

Incrementos de pasivos del sistema bancario en moneda nacional.

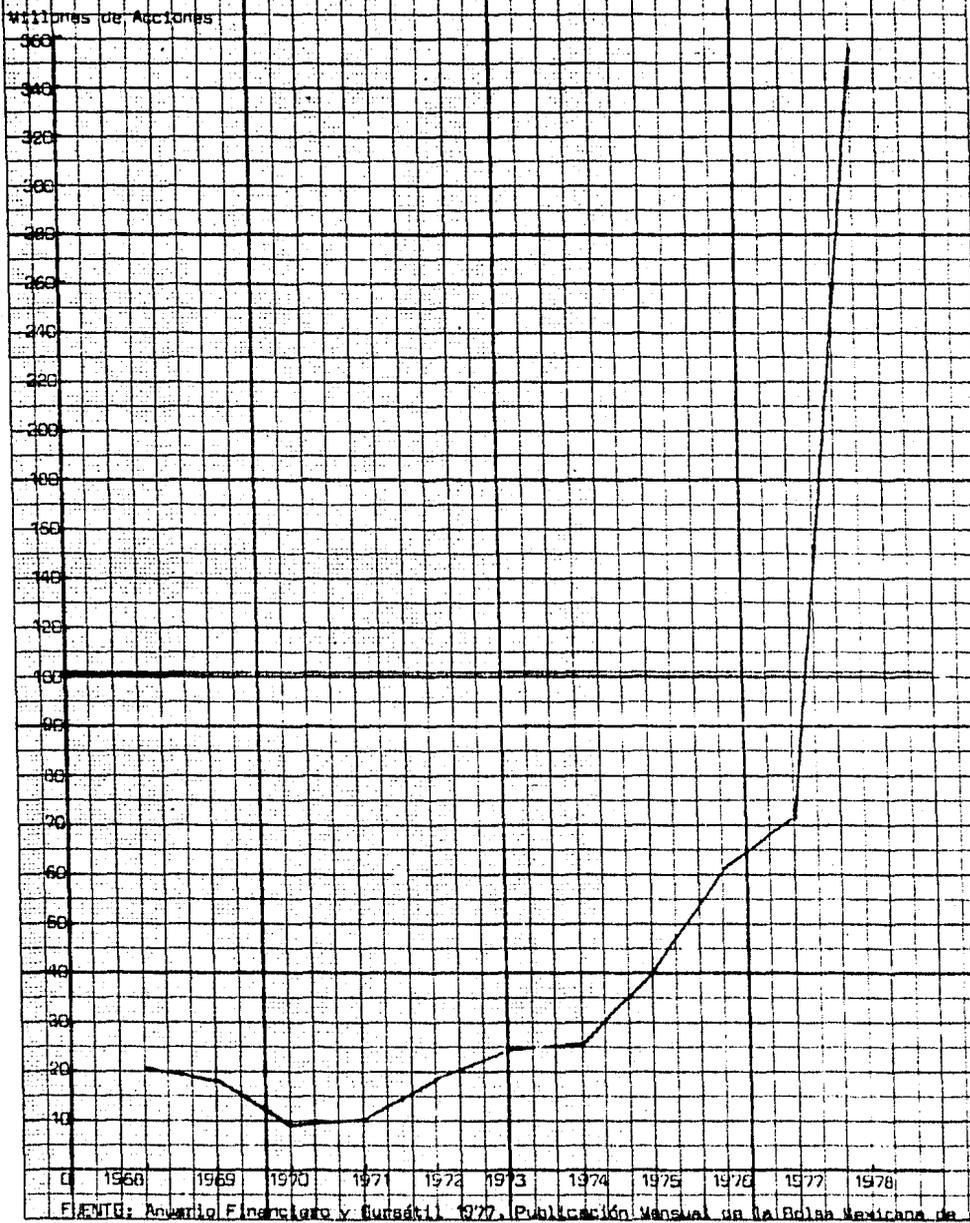


Gráfica C.

* Los datos de 1978 incluyen de enero a noviembre y son cifras preliminares.

FUENTE: Indicadores Económicos del Banco de México, S. A.

VOLUMEN DE ACCIONES NEGOCIADAS EN LA BOLSA DE VALORES DE MEXICO



Gráfica D.

La aguda crisis que se presenta en el mes de agosto es el resultado final de un proceso progresivo de desequilibrios económicos, tanto internos como externos. Se observa que el sector bancario, en este mes, ocupa un 82.1% de la actividad del mercado de dinero y capitales, de los cuales el 46% corresponde a los bonos hipotecarios, el 21.9% a bonos financieros; el 7.3% del mercado lo ocupan las cédulas hipotecarias y el 6.9% los certificados de participación inmobiliaria. El sector Gobierno ocupa un 13.2% del mercado y el sector Valores de Empresas únicamente el 4.7%, correspondiendo el 3.5% a acciones industriales, el 0.4% a acciones bancarias, de seguros y fianzas y el 0.8% del mercado total a las obligaciones industriales.

El día 10. de septiembre de 1976 el país se enfrentó, después de un largo período de estabilidad en el tipo de cambio, a una devaluación del peso que vino a afectar varios factores de la economía nacional; entre ellos:

- limitó las actividades de inversión interna,
- ejerció presión sobre las reservas del banco central,
- provocó aumento en los precios de los bienes externos y, con ello, incrementos en costos y precios, con lo cual se vió afectado fuertemente el poder adquisitivo de las mayorías.

Con el aumento de las necesidades de financiamiento externo, tuvo lugar, simultáneamente, un déficit progresivo del sector público, el cual, por una parte, se financió con el incremento de la deuda externa y, por otra, con la captación de una mayor proporción del ahorro

del sector privado. Tales circunstancias fueron por las que se decidió mantener el tipo de cambio claramente sobrevaluado, el que generó una corriente de fugas de capitales al exterior, lo que finalmente provocó, a mediados de ese año, el abandono del tipo de cambio fijo. Por estas causas, y por el inicio de un proceso de cambio estructural, complicado por el rápido proceso inflacionario internacional, se llegó a una situación que combinó un alza de precios con la caída en la tasa de crecimiento, llegando en su punto más bajo al 2.1%; con esto, el país se encontró con una grave crisis financiera. Este desequilibrio financiero y de la balanza comercial, así como la fuga de capitales, presionaron fuertemente sobre las reservas internacionales del país, lo que obligó al cambio en la paridad del peso con respecto al dólar, estableciéndose un tipo flotante.

Debido a que la gran mayoría de los bienes de capital son importados, éstos aumentaron su costo, por lo que las empresas se vieron altamente afectadas.

Surgieron medidas de política económica en el aspecto financiero, que tenían como propósito principal afrontar la inflación, disminuir las dudas respecto del sistema bancario y controlar la estabilidad en el tipo de cambio.

Durante este período, la política gubernamental se orientó a restablecer el control sobre el comportamiento de la economía, confirmando así la capacidad del país y de sus instituciones para afrontar la crisis.

Se fijaron metas precisas, como es el combatir la inflación, reactivar el ritmo de crecimiento económico y disminuir el peso del endeudamiento público; se procedió a revisar cuidadosamente la política monetaria crediticia, a fin de facilitar el ajuste postdevaluatorio mediante la reconstitución de capitales de trabajo y eliminando estrangulamientos financieros a la nueva inversión. Asimismo, no permitiendo la creación de liquidez excesiva que pudiera alimentar nuevas presiones inflacionarias. Para el mes de noviembre, el sector bancario llega a ocupar el 93.5%, donde los bonos financieros tienen un 45.4%, manteniéndose en su alto nivel en el mercado. Los bonos hipotecarios ocupan el 39%, los certificados de participación inmobiliaria el 7.5% y las cédulas hipotecarias el 5.6%. (Gráficas nos. 6, 7 y 8).

El sector Gobierno se vio reducido; ocupó sólo el 3.5% del mercado financiero, con lo que mostraba su debilitamiento en una forma impresionante; el sector Valores de Empresas también se vio muy afectado, pues ocupaba únicamente el 3% del total del mercado. (Gráficas 6, 7, 9, y 10).

Para diciembre de 1976, el sector bancario ocupaba un 91.8%, continuando con el acaparamiento de los movimientos del mercado, donde los bonos financieros ocupaban el 43.5% y los bonos hipotecarios el 31.3% (gráficas 6, 7, y 8). El sector Gobierno seguía ocupando un 3.5% y el sector Valores de Empresas presentaba un pequeño incremento, ocupando el 4.7%, en donde las acciones industriales representaban el 3% (gráficas 6, 9 y 10).

Lo que se observa en la gráfica no. 5 es la consecuencia de tener un mercado financiero basado en un mercado de dinero, con el creciente peligro

de una descapitalización en época de desconfianza. El sector bancario está representado en su inmensa mayoría por valores de ventanilla (con recompra inmediata), lo que provocó antes y después de la devaluación:

- 1) Fuga de capitales,
- 2) Dolarización de la captación bancaria.
- 3) Como consecuencia de los puntos 1 y 2, dolarización del sistema crediticio nacional.
- 4) Necesidad del sector público y del privado de acudir al sistema crediticio internacional.
- 5) Pérdidas financieras al reconocer un tipo de cambio distinto (devaluación) en el sector privado, lo que ocasionó un alietargamiento de la inversión, acentuándose así la desconfianza general.

El Lic. José López Portillo, en su discurso de toma de posesión como Presidente de la República, mencionó que debían programarse metas sucesivas que definieran el plan global de desarrollo nacional, considerando tres etapas bianuales: los dos primeros años, superación de la crisis; los siguientes dos años, consolidación de la economía y, los dos últimos, el crecimiento acelerado. (Fuente: Excélsior).

Con la intervención de Nacional Financiera, a partir de enero de 1977 se ha pretendido estabilizar las cotizaciones bursátiles, con objeto de atraer un mayor número de emisores y ahorradores al mercado de dinero y capitales.

Para este año, la política financiera centró sus objetivos en aumentar la captación en moneda nacional y lograr su permanencia en el sistema bancario, así como canalizar más eficientemente los recursos captados; todo ello dentro de un marco de economía política que permita abatir la inflación, reducir el desequilibrio externo y mejorar las finanzas públicas. La normalización de estas variables macroeconómicas no será un esquema simple de estabilización, ni constituirá un fin en sí mismo. El esfuerzo y los resultados que se logren serán un medio para alcanzar los objetivos de nuestra política de desarrollo.

El gasto público es uno de los instrumentos que han permitido la intervención directa del Gobierno en los procesos económicos estratégicos, convirtiéndose en el orientador principal del desarrollo económico.

La tendencia creciente de la relación del gasto público con el producto interno bruto (17.2% en 1970; 36% en 1976), señala el dinamismo experimentado por el sector público dentro de nuestra economía en los últimos años. (Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México).

La participación de la inversión pública en la inversión nacional durante 1976, representó el 50% en términos absolutos, creciendo de \$30,250 millones en 1970, a \$185,147 millones en 1978.

Estas cifras son indicativas de la enorme importancia que ha adquirido el presupuesto público en la economía mexicana, importancia que se es-

para sea aún mayor en el futuro, en la medida en que aumente la generación de recursos petroleros controlados por el Estado.

El movimiento del mercado financiero para el mes de febrero de 1977, se encuentra representado en un 82.2% por el sector bancario; el sector Gobierno ocupa el 14% y el sector Valores de Empresas 3.8% (Gráfica 6).

El extraordinario crecimiento y recuperación del sector bancario, así como de sus instituciones, debe acompañarse de un desarrollo paralelo y complementario al mercado de valores para poder multiplicar, así, las formas de captación de recursos y operaciones de financiamiento. La economía empezó entonces a reaccionar en forma muy favorable en el área financiera y de la balanza de pagos; pero aún con cierta timidez en el campo de la inversión privada. Sin embargo, la confianza en la firmeza del sistema financiero se empieza a demostrar con la captación de pasivos en pesos y dólares, por lo que se advierte un incremento en el ritmo de la captación de recursos en moneda nacional. Ello repercute en la conversión de dólares a pesos, con lo que regresan al sistema bancario algunos fondos extraídos a finales de 1976 (ver Cuadro 3, gráficas B y C).

Se advierte así cómo en el mes de abril de 1977 el sector bancario llegó a ocupar un 85.7% del mercado financiero; el sector Gobierno se empieza a recuperar, obteniendo un 10.1% y el sector Valores de Empresas el 4.2%. Aunque todavía existían tasas de inflación elevadas, que reflejaban los efectos de las medidas de ajuste adoptadas a fines de 1976, dichas tasas vinieron decreciendo, y durante el mes de marzo anterior

el aumento en el índice nacional de precios al consumidor fue de 1.7%, frente al 4% promedio de los últimos cuatro meses de 1976.

Estas perspectivas, así como la confianza al inversionista y al ahorrador por parte del actual Gobierno, se ve reflejada en una sensible recuperación en la captación de recursos del sistema bancario mexicano. Ahora bien, no obstante el incremento logrado durante el primer trimestre del año, se puede apreciar que aún no se recobra la posición lograda por el sistema bancario con anterioridad a las presiones sufridas en 1976.

Los primeros pasos se dieron con éxito al emitirse los Petrobonos, certificados de participación que representan una opción de inversión que garantiza un rendimiento atractivo para fomentar el ahorro. Las emisiones fueron por un valor de 2,000 millones de pesos cada una, y participaron en ellas bancos y casas de bolsa de los sectores público, privado y mixto. Los Petrobonos son operados en la Bolsa Mexicana de Valores, lo que garantiza un mercado ágil, eficiente y seguro, para efectuar la compra o venta del certificado sin pérdida de su valor real y para promover una constante bursatilidad de este instrumento de captación mediante la compra o venta de valores, con el fin de compensar los desequilibrios temporales entre la oferta y la demanda.

Estos, en comparación con los anteriores sistemas de captación en valores de empresas a la vista, por parte del emisor, crean un mercado que brinda al inversionista la liquidez necesaria, aunque peligra el sistema financiero, ya que en el supuesto caso de presentarse un mayor núme-

ro de vendedores al bajar el precio, éste disminuiría la oferta creando la demanda para los mismos, lo que evitaría la fuga de capitales.

En mayo de 1977 pudo observarse que el sector bancario ocupaba el 89.3% del mercado financiero mexicano, representado éste en un 35.7% por los bonos financieros; en un 33.7% por los bonos hipotecarios, en un 15.9% por los certificados de participación inmobiliaria y en un 4% por las cédulas hipotecarias. El sector Gobierno obtiene un 6.9% del total del mercado de dinero y capitales, representado en un 6.4% por títulos de Nacional Financiera y en un 0.5% por la nueva emisión de Petrobonos. El sector Valores de Empresa representa únicamente el 3.8%. Para junio del mismo año, pudo observarse como el sector bancario ocupaba un 86.2% del mercado y el sector Gobierno llegaba al 9%, correspondiendo a Nacional Financiera el 8.2% y el 0.8% a Petrobonos. El sector Valores de Empresas ocupaba el 4.8% del mercado, del cual las acciones industriales representaban un 2.3%; las obligaciones industriales el 2% y el restante 0.5% lo representaban las acciones bancarias, de seguros y fianzas. (Gráficas 6, 7, 8, 9 y 10).

En esta época comenzaron a aminorar las presiones inflacionarias. Se puede estimar cómo disminuye también el crecimiento de la productividad del trabajo. La depreciación persistente de los dólares estadounidense y canadiense entrando en una fase de mayor movilidad. El tipo de cambio efectivo del primero baja un 6.5%, mientras que el del segundo baja un 7.5%. De otra parte el yen sube un 18%, el marco sube también en un 6.5% y el franco suizo en un 18.5%. No es sino hasta ahora que se empieza a normalizar el proceso de intermediación financiera y canaliza-

ción crediticia. Es en este primer trimestre de 1977 que se reduce el volumen de la producción industrial en un 3.7%. (Fuente: "El Mercado de Valores", Nacional Financiera, junio de 1977).

Pese al cambio en la paridad, el sector externo no ayudó a contrarrestar los desajustes internos. La demanda externa no fue un elemento compensatorio de las causas depresivas internas, ya que aumentó muy lentamente como una consecuencia de la baja tasa de crecimiento y el alto desempleo en los países desarrollados. La inflación, durante estos primeros seis meses, es del 13%, con lo que puede observarse una mejoría respecto de la inflación registrada en 1975, que fue del orden del 24%.

En este mes se revisaron las tasas de interés, las que se aumentaron en forma correspondiente a las expectativas del alza futura de los precios y, por primera vez, la tasa esperada real de interés volvió a ser positiva.

A esta reestructuración de las tasas de interés se sumó una serie de medidas encaminadas a retirar gradualmente de la circulación los bonos financieros, bonos hipotecarios y las cédulas hipotecarias, dándose así el primer paso para corregir una vieja deficiencia de las finanzas nacionales, que provocó como se mencionó anteriormente, la fuga de capitales, la dolarización del sistema crediticio nacional, la necesidad de recurrir al sistema financiero internacional y las pérdidas financieras ocasionadas por la devaluación, lográndose así, la reestructuración del mercado financiero mexicano.

En julio de 1977 el sector bancario llegó a ocupar nuevamente el 92% del mercado de dinero y capitales, dominándolo casi en su totalidad; el sector Gobierno ocupó solamente el 4% y el sector Valores de Empresas también el 4% del mercado. Durante este mes, Nacional Financiera llegó a poseer un 68% del capital social del Banco Internacional, participando así en su Consejo de Administración y conformando la creación del grupo financiero Nafinsa-Gisa. Como resultado de esa fusión se obtuvo la unificación de instrumentos de captación de valores de renta fija y se cumplió con el objetivo de tener una mayor participación en la captación de recursos dentro del sistema financiero nacional.

Para esta etapa, puede observarse que se está logrando ya la fase de la superación que mencionaba el Presidente de la República en su discurso de toma de posesión, ya que, para entonces, cesó la fuga de capitales y se logró el retorno de algunos de ellos (cuadro no.3).

Se empieza a ver una mejoría en la deuda externa, así como en la balanza de pagos. Existe ya un clima de confianza que permite esperar una respuesta firme de la inversión privada y una expansión de la actividad económica, que de manera persistente supere el crecimiento de la población. Un nuevo modelo de desarrollo económico está empezando a surgir.

En agosto de 1977 el mercado financiero presentó los siguientes movimientos: el sector bancario obtuvo un 89% con respecto al total del mercado, el renglón de bonos financieros ocupó un 41.3%, los bonos hipotecarios ocuparon un 36.5%, los certificados de participación inmobiliaria ocuparon un 6.8% y las cédulas hipotecarias representaron el 4.4% del mer-

cado. El movimiento en el sector Gobierno se manifestó en un 5.3%, representado por Nacional Financiera con un 4.6% y por los Petrobonos con un 0.7%. Los certificados de depósito aparecen con un porcentaje poco representativo. El sector Valores de Empresas obtuvo un 5.7%, del cual las acciones industriales ocuparon un 2.3%, las obligaciones industriales el 2.8% y las acciones bancarias, de seguros y fianzas el 0.6%.

En el mes de octubre de 1977 el sector bancario se sigue manteniendo muy por encima de los demás sectores, ocupando un 83.3% del total del mercado de dinero y capitales; suben los bonos hipotecarios, que ocupan el 44.2%, mientras que los bonos financieros bajan al 28.1%. Los certificados de participación inmobiliaria ocupan el 7.4% y las cédulas hipotecarias representan el 3.6% del mercado. El sector Gobierno manifiesta una pequeña baja, ocupando el 7.1% del total del mercado, aportando Nacional Financiera un 6.5%, y los petrobonos bajan su aportación al 0.6%. El sector Valores de Empresa nos muestra un incremento que alcanza el 9.6%, en el que las obligaciones industriales representan un 4.7%, las acciones industriales un 4% y las acciones bancarias, de seguros y fianzas un 0.9% del mercado. (Gráficas 6, 7, 8, 9 y 10).

Para estas fechas, el sistema bancario nacional consolida su recuperación después de momentos tan difíciles como los que pasó en 1976; se aprecia cómo se invierte la tendencia de la captación de recursos en moneda extranjera, que crecía más aceleradamente que la de moneda nacional. La economía mexicana sufre las consecuencias de la modificación cambiaria. El proceso devaluatorio impone un ajuste en las expect-

tativas de ahorradores e inversionistas y, como consecuencia, la rentabilidad de la inversión en activos nacionales resulta inferior a las utilidades asociadas a la inversión de activos en divisas. Esto ocasiona una restricción en el proceso de inversión interna y una presión constante sobre las reservas del banco central. Al subir la paridad aumentan los precios de los bienes externos en moneda nacional, provocando incrementos en costos y precios que reducen el poder adquisitivo real de los saldos monetarios y de los activos financieros. Se llega así, al inicio de un período de inestabilidad cambiaria que, como consecuencia, afecta la estructura económica mundial, provoca incertidumbre que desalienta la actividad económica y particular de la inversión y estimula los movimientos especulativos de capital. Básicamente, esta situación de inestabilidad se mantiene hasta octubre de 1978.

En noviembre de 1977, el sector bancario se encuentra en los inicios de una carrera descendente, mostrando un 78.6% del total del mercado financiero; los bonos financieros representan un 39.5%, los bonos hipotecarios el 35 %, las cédulas hipotecarias el 4.1% y los certificados de participación inmobiliaria desaparecen. El sector Gobierno obtiene el 6.9% del mercado del que Nacional Financiera ocupa un 5.3% y el renglón de Petrobonos el 0.6%. Es ahora cuando comienzan a verse los frutos de las medidas adoptadas con objeto de canalizar recursos al mercado directo de capitales y se obtiene así un gran incremento en el sector Valores de Empresas, correspondiente a un 14.5%, representado en un 7.9% por acciones industriales, en un 4.6% por las obligaciones industriales y en un 2% por acciones bancarias, de seguros y fianzas.

Para diciembre de 1977, la actividad bursátil sigue teniendo mucho movimiento dentro del mercado financiero. El sector bancario ocupa un 78.5% de dicho mercado, con lo que se registra una baja en este sector. Los bonos financieros obtienen un 40.3% del total del mercado, los bonos hipotecarios un 33% y las cédulas hipotecarias un 5.2%. El sector Gobierno ocupa un 11% del mercado, incrementándose significativamente el renglón de Petrobonos que llega a ocupar un 6.6% del mercado. Nacional Financiera obtiene un 4.4%. El sector Valores de Empresas sufre una pequeña baja que llega a un 10.5%, del que las acciones industriales representan un 6%, las acciones bancarias, de seguros y fianzas un 2.2% y las obligaciones industriales un 2.3%. (Gráficas 6,7,8,9 y 10).

Estos cambios en el mercado financiero muestran como la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y la Comisión Nacional de Valores, se preocupan no sólo en cumplir con mayor eficiencia sus deberes de supervisión, de las actividades bancaria, aseguradora y bursátil, sino en coadyuvar como auxiliares de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en la búsqueda de nuevos caminos que logren la optimización del sistema financiero mexicano, para cumplir con la promoción adecuada a las prioridades del desarrollo del país.

El estado general de la economía refleja un incremento en términos reales de un 2.8%, en el producto interno bruto. Con ello se han logrado reducir las presiones inflacionarias. La entrada neta de capitales, originada principalmente por el endeudamiento del sector público a largo plazo, se tradujo en un aumento de las reservas brutas del banco

central.

Surge la primera emisión de Certificados de Tesorería de la Federación por un monto de 4,000 millones de pesos, colocada entre las casas de bolsa, el 19 de enero de 1978. Esta colocación pública es la más grande que se haya hecho en la historia bursátil mexicana. La primera emisión de estos certificados se lanzó con una tasa de descuento de 9.85% anual. Las casas de bolsa son las que venden y compran al público dichos títulos, con descuento que la oferta y la demanda fijan día a día.

El Decreto en el que se faculta al Ejecutivo para emitir, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, los Certificados de Tesorería, se publicó en el Diario Oficial de la Federación del 28 de noviembre de 1977.

El Banco de México actúa como agente exclusivo del Gobierno Federal para la colocación y redención de los certificados, los cuales son títulos de crédito al portador con cargo al propio Gobierno Federal.

El mercado de los Certificados se ha organizado a manera de tener la máxima liquidez posible y de lograr que los diferenciales entre cotizaciones de compra y de venta tiendan a ser pequeños.

Para ello, se ha dispuesto que las operaciones entre casas de bolsa se realicen en el piso de la Bolsa Mexicana de Valores, lo cual permitirá establecer un estrecho contacto entre la oferta y la demanda de estos

valores. La Bolsa publicará diariamente los promedios de las cotizaciones que reflejen la situación del mercado.

Los Certificados de Tesorería dan liquidez, pero los precios en determinado momento altera. la oferta y la demanda.

Estos certificados serán el instrumento idóneo para el financiamiento del presupuesto de egresos que compensen, en alguna medida, las diferencias estacionales entre los ingresos y los egresos de la Tesorería de la Federación. Este es un valor que sirve como control del medio circulante del país, es decir, el Gobierno emite valores para retirar circulante o retira valores para incrementarlo.

En enero de 1978 se observa que el sector bancario ha bajado a ocupar el 66% del mercado, abarcando los bonos hipotecarios el 34.4% del mercado, los bonos financieros el 27.9% y las cédulas hipotecarias el 3.7%. El sector Gobierno ocupa el 19.8% en el total del mercado, de donde un 10.3% lo ocupan los certificados de Tesorería. Puede observarse que la aceptación que han tenido éstos en el mercado es muy positiva, ya que es muy representativo el llegar a ocupar el 10.3% del mercado total recién emitidos. El renglón de Nacional Financiera representa el 8.5% y los Petrobonos ocupan el 1%. El sector Valores de Empresas se sigue manteniendo en un buen nivel respecto de años anteriores, ocupando el 14.2% del mercado financiero, de los cuales las acciones industriales ocupan el 8.7%, las obligaciones industriales el 3.5% y las acciones bancarias, de seguros y fianzas el 2% del total del mercado financiero. (Gráficas 6, 7, 8, 9 y 10).

En resumen, la situación internacional es incierta. Aunque varios países han logrado nuevos progresos en la lucha contra la inflación durante este primer semestre, las perspectivas son inquietantes tomando en cuenta dos aspectos: en Estados Unidos, único país que ha registrado una expansión importante, las presiones inflacionarias están aumentando de nuevo; en Europa Occidental se debilitan las perspectivas de nuevas reducciones a las tasas de inflación y existen riesgos de que éstas se vuelvan a acelerar, como consecuencia del crecimiento más rápido de la oferta monetaria que tuvo lugar en el segundo semestre de 1977. Esta posibilidad hace que sean probables nuevos cambios, tanto en la política monetaria como en la presupuestaria y que, con ello, se introduzca una incertidumbre adicional en la planificación de la inversión.

La segunda característica principal de la situación es la continua debilidad de la inversión. Al paso en que se acelera el crecimiento de la mano de obra, la tasa de aumento de la inversión fija bruta ha sido en todas partes, exceptuando en los Estados Unidos y en la República Federal Alemana, muy inferior a la tendencia a largo plazo e inferior también a la tasa de consumo. Como consecuencia de ello, el nivel de la inversión real en instalaciones y equipo permanece por debajo del nivel de 1973 en la mayoría de los países industrializados, incluyendo a los Estados Unidos. Una expansión que durante un período tan largo ha venido dependiendo principalmente de la demanda de consumo, no puede considerarse sólidamente asentada. Debemos pensar que conviene persistir en el otorgamiento de estímulos al ahorro y a los instrumentos de captación de los fondos líquidos del público manteniendo un estricto control en la contratación de préstamos, reduciendo al máximo el financiamiento con

medios deficitarios y ampliando ordenadamente la gama de instrumentos de captación mediante emisiones que se sumen a los Petrobonos y a otros instrumentos adoptados durante 1977.

La conjugación de estas situaciones con las políticas de precios y salarios permiten al país corregir los desajustes monetarios y financieros expresados en el fenómeno inflacionario. Estos desajustes deterioran el poder de compra de los trabajadores y crean obstáculos al ascenso y expansión de la inversión productiva.

El propósito central de la política establecida en 1978, reside en buscar mayores niveles de producción, hasta alcanzar un objetivo de crecimiento del 5% anual.

La banca nacional dará apoyo crediticio prioritario a programas activos de promoción y cambio estructural financiero.

Para febrero de 1978, puede observarse que tanto el sector bancario como el sector Gobierno han empezado a equilibrar el mercado financiero nacional, obteniendo, para el sector bancario, el 44.2% del total del mercado, donde los bonos hipotecarios ocupan el 22.9%, los bonos financieros el 18.3% y las cédulas hipotecarias el 3%. El sector Gobierno, por medio de la colocación de los Certificados de Tesorería, que ocupan el 34% del total del mercado, Nacional Financiera con el 7.4% y los Petrobonos con el 0.7%, ha logrado un gran incremento, participando más activamente dentro del mercado financiero nacional. Este sector

logra para entonces, un total del 42.1%. El sector valores de empresas en este mes llega a ocupar el 13.7% del mercado, representado el 9.7% por las acciones industriales, el 2% por acciones bancarias, de seguros y fianzas y otro 2% por obligaciones industriales.

Cabe hacer notar que aunque el volumen que representa el movimiento de los Certificados de Tesorería se ve fuertemente incrementado, la emisión de estos valores es a corto plazo, con un vencimiento a tres meses y que al sucederse éste, sale una nueva emisión, que substituye a la anterior, lo que afecta al volumen de valores negociados. Hasta este punto, no se puede cuantificar en forma real el volumen de operación de los mismos. En este momento, el Gobierno no tiene la experiencia necesaria para decidir con que frecuencia se van a emitir estos títulos.

Mediante la emisión de Petrobonos y de Certificados de Tesorería, se ha logrado dar una estructura más sana al financiamiento del sector público, que da pasos firmes y de gran avance, encaminados a la formación de un mercado de dinero y capitales más eficiente.

Con respecto a los Petrobonos, la primera emisión ha sido totalmente colocada con gran demanda en el mercado, lo cual lo ha convertido en uno de los papeles más bursátiles operados en bolsa a partir de mayo de 1977.

Respecto de los certificados de tesorería podemos observar que los re-

sultados de la emisión rebasan las expectativas sobre su favorable aceptación, pues se realizaron cuatro cotizaciones desde el 19 de enero de 1978 a la fecha.

Son muy importantes los logros obtenidos en la restauración del sistema financiero, sobre todo si se toma en consideración que han sido alcanzados en poco tiempo.

Los resultados obtenidos en el mercado de valores también han sido muy alentadores. Se destaca, entre ellos, el hecho de que las emisiones de las empresas privadas de nuevas obligaciones quirografarias permitieron que el total operado en este renglón fuera superior en casi un 24% al obtenido en 1976.

En marzo de 1978 puede observarse el resultado de los cambios radicales en el sistema financiero mexicano, atribuibles a las políticas positivas y favorables aplicadas por la actual Administración con objeto de lograr el desarrollo de un mejor y más estable mercado financiero. Estos cambios han favorecido plenamente el desarrollo del mercado de capitales, y han logrado incrementar la participación del sector gubernamental, que llega a ocupar, mediante el respaldo de sus nuevas colocaciones, el 71.8% del mercado financiero nacional, como medio de control del circulante. (Gráfica no. 6).

Este mes, el sector bancario ocupa el 17.4% del mercado financiero, representado por los bonos hipotecarios con el 15.4%, bonos financieros con el 2% y cédulas hipotecarias con un porcentaje insignificante. Es el sector

Gobierno quien ocupa el mayor porcentaje de los movimientos de valores efectuados durante el mes, incrementándose hasta llegar a ocupar el 71.8%; los certificados de tesorería representan el 54.8% del mercado, Nacional Financiera el 16.5% y los Petrobonos el 0.5%. El sector valores de Empresas mantiene su recuperación, aunque presenta una mínima baja respecto del mes anterior al ocupar en el mercado el 10.8%, presentando las acciones industriales un 8.1%, las obligaciones industriales un 1.7% y las acciones bancarias, de seguros y fianzas el 1%.

Durante este período se ha facilitado el financiamiento a los países en desarrollo, aunque las tendencias al alza de las tasas de interés en algunos mercados, así como la aparición de medidas de control, pueden llegar a ocasionar nuevas dificultades y cargas.

En este mes, en la Ciudad de Guadalajara, se celebró la XLIV Convención Nacional Bancaria, en la que el Lic. Gustavo Romero Kolbeck, Director del Banco de México, mencionó: "...El objetivo básico no es contar con abundantes recursos energéticos improductivos, sino transformar esa riqueza potencial en los empleos y en los niveles de bienestar que exige, desde hace siglos, la población mexicana. Consideramos al petróleo como palanca, como instrumento dentro de una estrategia de desarrollo integral, más no como solución y panacea a nuestros problemas. Debemos usar el petróleo, tanto para nuestra producción interna como para exportación, siempre que seamos capaces de convertir las divisas que genera en empleos y en bienestar para nuestra población..

"Son éstas las circunstancias en que se encuentra la economía y, por

ende, el sistema bancario del país. Los mexicanos tenemos que enfrentar la consolidación de una economía recuperada y las profundas transformaciones que se avisan en los años próximos. Todos los sectores sociales debemos finalizar el proceso de la consolidación y lanzarlos de inmediato, con entusiasmo y eficiencia, a las grandes tareas de desarrollo que nos esperan." (12)

En abril de 1978, el sector bancario ocupó el 20.9% de la operación del mercado de dinero y capitales y los bonos hipotecarios el 19%. Los bonos financieros se ven representados por el 1.9% y las cédulas hipotecarias por el 0.03%. El sector Gobierno ocupa el 66.1% del total del mercado, siendo los certificados de tesorería los títulos que logran el 56.2% del movimiento de valores en el mercado, Nacional Financiera alcanza el 9.7% y los Petrobonos el 2%. El sector valores de empresas durante este mes, alcanza el 13% del total del mercado, representado por un 9% de acciones industriales, 2.7% de acciones bancarias, de seguros y fianzas y 1.3% de obligaciones industriales.

Se propone la creación de un fondo que opere con tasas comerciales a nivel mundial y que penetre en los mercados de capital para canalizar financiamientos a largo plazo -15 años o más- a los países en desarrollo, a fin de facilitarles la compra de bienes de capital. Esto permitirá que dichos países alcancen mayores tasas de inversión y crecimiento, así como aumentar^{en} su capacidad crediticia al mejorar la estructura de su deuda, concediendo, asimismo, solidez al mercado internacional de capitales.

Se fortaleció la emisión de valores gubernamentales, con lo que el sector responsable cobró un mercado impulso.

En el mes de mayo el sector bancario ocupó el 22.9% del total de operaciones del mercado financiero; los bonos hipotecarios alcanzaron el 20.4%, los bonos financieros el 2.5% y las cédulas hipotecarias únicamente el 0.05%. El sector Gobierno representó el 55.8% del mercado, en el que los certificados de tesorería ocuparon el 28.2%, Nacional Financiera el 26.2% y los Petrobonos el 1.4%. El sector empresarial alcanzó este mes el 21.3%, la actividad de las acciones industriales ocupó el 17% del mercado, las obligaciones industriales el 2.2% y las acciones bancarias, de seguros y fianzas representaron el 2.1%. Puede apreciarse así cómo el sector valores de empresas obtuvo un incremento dentro de sus actividades en el sistema financiero.

En su actuación como banco de fomento, Nacional Financiera entró en el mercado de renta fija con valores propios, con el objeto de captar recursos. Además, ha emitido diversos tipos de valores adecuados a la estructura de la economía y a las circunstancias coyunturales de cada etapa del desarrollo nacional. La circulación de sus valores registró una tendencia creciente cuyo monto, al día 30 de junio de 1978, ascendía a 37,683 millones de pesos. La participación de los valores de la institución en el mercado de renta fija, era de 11.3%, en la misma fecha, respecto del año anterior.

El sector bancario en el mes de junio de 1978 llegó a ocupar el 19.1% los bonos hipotecarios representaron el 16.5%, los bonos financieros el

2.6% y las cédulas hipotecarias el 0.05%. El sector Gobierno participó en el mercado financiero con el 62.2%, ocupando los certificados de tesorería el 49.4% del total del mercado. Nacional Financiera alcanzó el 10.9% y los petrobonos el 1.9% del total de actividades. El sector valores de empresas representa el 18.7%, del cual las acciones industriales, a su vez, representan un 13.7%, las obligaciones industriales el 3.1% y las acciones bancarias, de seguros y fianzas el 1.9% (graficas no. 6, 7, 8, 9 y 10).

Como puede observarse, se fortaleció la emisión de valores gubernamentales mediante los certificados de tesorería, cuya circulación, al 30 de junio, fue superior a los 23,000 millones de pesos. Esto muestra su gran aceptación en el mercado. Además, se contó con una segunda emisión de Petrobonos por 2,000 millones de pesos.

Nacional Financiera, durante el período comprendido de julio de 1977 a junio de 1978, captó recursos adicionales por un total de 14,084 millones de pesos, de los cuales el 94.3% fue por colocación de valores en moneda nacional, y el resto en moneda extranjera.

En julio de 1978, ocurrieron grandes cambios en la actividad bursátil de los diferentes sectores; se incrementó positivamente el sector valores de empresas, mientras que el sector Gobierno siguió ocupando su nivel anterior, manteniendo altos porcentajes; fue entonces el sector bancario el que se vió reducido en sus movimientos, debido a la desaparición de los títulos a largo plazo, pero redimibles

a la vista y a la par, que ocupaban el mercado de dinero. Este sector mostró, así, un gran decremento en su participación en el mercado, llegando casi a la anulación de las cédulas hipotecarias, y acusó un muy bajo movimiento en los bonos financieros. Se observaron, de tal modo, los siguientes movimientos: el sector bancario bajó a ocupar el 19% del total del mercado, con el 15.9% de bonos hipotecarios, el 3.05% de bonos financieros y el 0.05% de cédulas hipotecarias. El sector Gobierno, por su parte, ocupó el 52.6% del mercado, correspondiendo el 26.3% a los certificados de tesorería, el 24.3% a Nacional Financiera y el 2% a los Petrobonos. El sector valores de empresas mostró un gran incremento, ocupando el 28.4% del total del mercado, en el que las acciones industriales representaron el 16.2% del mercado, las acciones bancarias, de seguros y fianzas el 9.5% y las obligaciones industriales el 2.7%.

Puede verse como la estabilidad económica del mercado monetario y la recuperación económica tendieron, durante julio de 1978, a consolidar el desarrollo del sistema financiero del país, en espera de una mayor fluidez en la canalización de los recursos captados y una reanimación de la demanda de crédito. La inflación, durante dicho mes, correspondió al 3%, medida conforme al índice nacional de precios al consumidor. Se esperaba también un incremento en el producto interno bruto, del 5.5% o 6%, así como una reducción de la tasa inflación al 15%.

Para agosto de 1978 se observa que el sector valores de empresas siguió incrementándose grandemente, llegando a ocupar el 31.6% del total

del mercado financiero. En éste, correspondió el 22% a las acciones industriales, el 7.5% a las obligaciones industriales y el 2.1% a las acciones bancarias, de seguros y fianzas. El sector gobierno ocupó el 42.7% del mercado, manteniéndose alto con respecto a los niveles del año anterior. Los certificados de Tesorería ocuparon el 29.9% del mercado, Nacional Financiera mostró un decremento que llegó al 11.7% y los Petrobonos bajaron ligeramente, hasta el 1.1%. El sector bancario ocupó el 25.7% del mercado, correspondiendo el 23.1% a bonos hipotecarios. Los bonos financieros se vieron representados únicamente por el 2.6%, y las cédulas hipotecarias por el 0.05%.

Las presiones inflacionarias, aunque no abatidas por completo, se redujeron; de tasas anuales cercanas al 30% en 1976, a 21% en 1977 y se espera reducirla aún más del 15% para 1978.

Desapareció la amenaza de abatir nuestro sistema de ahorros, ya que se captaron cantidades sin precedentes: 82,000 millones de pesos, casi el doble a la del período enero-agosto de 1977. Más de tres cuartas partes de estos recursos correspondieron a depósitos a plazos mayores de un mes, lo que marcó una positiva tendencia de captación de recursos.

En septiembre de 1978 pudo apreciarse un muy fuerte incremento del sector valores de empresas. En el sector Gobierno, Nacional Financiera no tuvo movimientos y fue muy poco representativo el que presentaron los certificados de tesorería. El sector bancario llegó a ocupar el 23.5% del total del mercado financiero, correspondiendo el

19.3 a los bonos hipotecarios, el 4% a los bonos financieros y el 0.1% a cédulas hipotecarias. El sector Gobierno tuvo un fuerte decremento, llegando a ocupar solamente el 10.5%, de los cuales el 8.8% correspondía a Petrobonos, con lo que este renglón tuvo un buen aumento. El 1.7% fue cubierto por los certificados de tesorería. En el sector valores de empresas se obtuvo un gran incremento que llegó a representar el 66.1%, correspondiendo el 51.1% a las acciones industriales, el 9.8% a las obligaciones industriales y el 5.2% a las acciones bancarias, de seguros y fianzas. (Gráficas 6,7,8,9,y10).

En su Informe Anual de Gobierno del 1o. de septiembre de 1978, el Presidente de la República, Lic. José López Portillo, señala: "... Por primera vez en nuestra historia, tendremos la oportunidad de disfrutar auto-determinación financiera. Una vez que corriamos insuficiencias y deficiencias, estaremos en condiciones excepcionales de aprovechar recursos aquí originados..." (13).

A nivel mundial, fue posible advertir entonces que las altas tasas de inflación, la desaceleración del crecimiento del comercio, la inestabilidad cambiaria, la insuficiencia del financiamiento externo a largo plazo y el creciente proteccionismo de los países industrializados, obstaculizaban el logro de un proceso de desarrollo estable y equitativo.

Los países miembros del Fondo Monetario Internacional se comprometieron a promover una mayor supervisión para crear liquidez y convertir los Derechos Especiales de Giro en el principal activo de reserva. El manejo de la liquidez debía responder a las necesidades y objetivos

de la comunidad universal y a los requerimientos para impulsar las economías de los países débiles.

En México, los bancos de fomento, a través de la captación de recursos, perseguían no sólo allegarse de recursos financieros, sino, también, fomentar el ahorro interno, transformar el ahorro potencial en real, evitar la fuga de capitales al exterior, crear y promover el mercado de valores, diversificar las fuentes de financiamiento, etc., para poder lograr, así, un equilibrio entre los sectores y una mayor acumulación de capitales que permitiera lograr un desarrollo armónico en la economía nacional.

Durante el mes de octubre, las actividades en el mercado financiero estuvieron representadas por el sector bancario con el 14.7%, los bonos hipotecarios bajaron a ocupar el 12%. Algo semejante ocurrió con los bonos financieros, que ocuparon el 2.9%, mientras que las cédulas hipotecarias representaron el 0.9 del mercado. Por lo que se refiere al sector Gobierno, éste ocupó el 51.1% de las operaciones del mercado financiero.

Los diferentes elementos de este sector ocuparon: certificados de tesorería el 35.1%, y Nacional Financiera el 14.6%. Resultó verdaderamente sorprendente la recuperación de ésta, ya que durante el mes anterior no tuvo participación en el mercado de dinero y capitales. Es necesario mencionar que en los últimos tiempos en que la economía mexicana ha atravesado por una de las crisis más severas de su historia,

la Institución ha colaborado con el Gobierno Federal para sentar las bases de la recuperación y el desarrollo sostenido del país. Los Petrobonos ocuparon el 1.7%. (Grafica 10)

El sector valores de empresas presentó un decremento, participando en el mercado con el 34.2%; pero, aun así, su crecimiento se sostuvo en relación con meses anteriores. Las acciones industriales ocuparon el 27.8% del total de operaciones; las acciones bancarias, de seguros y fianzas representaron el 3.1% y las obligaciones industriales el 3.6% del total del mercado financiero. Cabe mencionar que, de enero a octubre de 1978, el índice de cotizaciones se elevó de 390.000 a 781.000 puntos. Se mostró así el espectacular volumen de transacciones bursátiles que fue acompañado de una prolongada firmeza en los precios. Al mismo tiempo, la incorporación de miles de nuevos inversionistas permitió que el mercado absorbiera la creciente oferta de nuevos títulos.

El fenómeno económico más importante que el país ha vivido durante estos últimos años es el de una recesión acompañada de inflación, que provocaron el fenómeno de desocupación al lado del alza violenta en los precios.

Respecto de las tendencias que han seguido los países industriales, puede observarse que han puesto un mayor énfasis en el ajuste de sus posiciones externas, pero minimizándolo respecto del financiamiento de los déficits, con lo cual se ha logrado que, mientras más adecuado y oportuno sea el proceso de ajuste interno, menores serán las necesidades de financiamiento de los saldos.

En los últimos años, la flexibilidad de los tipos de cambio ha sido muy útil al proceso de ajuste, ya que tiende a compensar las diferencias - existentes en las tasas de inflación y a facilitar el financiamiento de los desequilibrios de la cuenta corriente, con lo cual se logra un estímulo que propicia los movimientos de capital equilibradores.

Para noviembre de 1978, se observa que la tendencia alcista bursátil se vió fortalecida continuamente. El programa económico seguido en 1978 fue, en términos reales, una continuación del ejercicio de 1977.

Por medio de la planeación de las actividades económicas, fue posible obtener un menor índice de inflación, siendo ésta de un 16.78%, mientras que en 1977 fue del 29%.

El sistema financiero ha incrementado su captación de ahorros, como también su capacidad de financiamiento y la inversión privada ha seguido recuperándose. Financieramente, los resultados obtenidos, indican la viabilidad de los enfoques de la política seguida por el país, la cual debiera continuar saneando las finanzas nacionales.

En un país con intensas presiones demográficas, como es México y con amplios niveles de fuerza de trabajo, cualquier cambio en la tasa de aumento del producto generará efectos radicales sobre las condiciones sociales de la población. Es por esto que debe lograrse el fortalecimiento de los procesos de inversión y ahorro como medio para re-crear el dinamismo de la economía y aliviar las tensiones del mercado de trabajo.

Son muy significativos los alcances que se han obtenido a la fecha, respecto de la reestructuración del sistema financiero mexicano, ya que se han solventado las bases que buscan un adecuado equilibrio y desarrollo. Con ello se ha logrado:

- Estimular las acciones tendientes a incrementar la participación de las empresas en el mercado accionario.
- Instrumentar sistemas que alienten el ahorro nacional y lo orienten hacia el mercado de valores.
- Promover la participación del Estado mexicano en el mercado de valores, para que el sector público se financie a través de la captación de ahorros.
- Establecer criterios y políticas respecto de nuevas casas de bolsa.
- Mejorar las estadísticas de carácter bursátil y financiero a nivel general y de empresas.
- Impulsar el estudio y la investigación del mercado de valores en los centros de educación superior.
- Revisar y definir las políticas de revaluación de activos y los efectos que la inflación y los ajustes cambiarios producen en las empresas.
- Proponer nuevos instrumentos de captación.
- Lograr que la intermediación bursátil alcance el profesionalismo, solidez y prestigio que debe ocupar dentro del sistema financiero nacional.

- Preparar al mercado para operar montos mayores a los actuales, mediante una gran modernización y automatización del equipo, ampliándolo con eficacia y flexibilidad a lo largo del territorio.
- Presentar un proyecto de Ley para la creación del Instituto del Mercado de Valores, organismo que, a nivel nacional, tendrá funciones de compensación, administración, liquidación y guarda de valores.
- Regular en forma más estricta la actuación de los emisores, de los intermediarios y de las bolsas de valores, así como de la operación de títulos en el mercado, propiciando la capitalización de las casas de bolsa.
- Intensificar los estudios para el desarrollo futuro de las sociedades de inversión.

También puede apreciarse que la función primordial de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público se ha logrado al obtener los recursos necesarios, que también ha logrado la compatibilidad de los medios financieros posibles para la realización del cumplimiento de las metas de producción, inversión y ahorro, por medio de la instrumentación de políticas monetarias, crediticias, de balanza de pagos e incentivos, fortaleciendo, así, el sistema financiero nacional.

Notas de Pie de Página.

- (9) "La Política Petrolera Mexicana", Bermúdez, Antonio J., Ing.,
Cap. IX, p. 83.
- (10) Idem., p. 87
- (11) Idem., p. 93
- (12) "El Mercado de Valores", Publicación Semanal de Nacional Financiera, Abril 14, 1978, p; 327
- (13) " Excelsior " 2 de septiembre de 1978.

MARCO LEGAL

Como ya se ha puntualizado, el Sistema Financiero de un país es un medio importante para alcanzar el desarrollo económico y social del mismo. Por ello, de la eficiencia y el buen manejo de este mecanismo dependerá en gran medida el desarrollo de dicho país.

El sistema financiero mexicano muestra un mercado desarrollo, principalmente a través de las instituciones de crédito y de un mercado de dinero y capitales que actualmente tiene una gran significación.

Se ha observado que, hasta 1975, el mercado mexicano de valores había sido pequeño, con un crecimiento pobre y que, en ocasiones, incluso hubo de experimentar ciertas regresiones. Para poder corregir tal debilidad, se han tomado medidas correctivas de varios órdenes, encaminadas a lograr su desarrollo total, mediante la promoción de reformas y la adopción de políticas oportunas y congruentes que lo proveerán de un marco institucional adecuado.

Hasta 1974, el marco legal que había venido reglamentando el mercado nacional de valores se encontraba carente de unidad; presentaba omisiones y deficiencias de suma importancia. Esto motivó que el 3 de enero de 1975 entrara en vigor la Ley del Mercado de Valores, que tiene como objetivos:

- 1) Dotar al mercado nacional de valores de mecanismos que le permitan conocer con facilidad las características de los títulos, así como los términos de ofertas y demandas de operaciones, con lo cual se pondrá en contacto, de manera eficaz, a oferentes y demandantes y conferirá a las transacciones liquidez, seguridad y economía.
- 2) Regular en forma coordinada, integral y sistemática, las actividades de los intermediarios en este mercado de valores, particularmente a las bolsas, así como las facultades y atribuciones de las autoridades correspondientes.
- 3) Dotar de una mayor participación en el mercado de valores a las instituciones y organizaciones auxiliares de crédito, equilibrando la competencia a los participantes dentro del propio mercado.
- 4) Coadyuvar al desarrollo de las operaciones con títulos bancarios por medio de los cuales se logra una significativa captación y canalización de recursos a inversiones productivas.

Esta ley pone énfasis en la información que debe generarse a través de los agentes y casas de bolsa, así como bolsas de valores y los obliga a suministrar datos estadísticos completos, frecuentes y oportunos, que deberán publicarse mediante boletines estadísticos de la Comisión Nacional de Valores. En principio, deben ser las bolsas mismas quienes proporcionen al público esta información, para que se produzca así la actividad bursátil que logra un precio unitario en las transacciones realizadas con un mismo valor en un momento determinado.

Otro de los aspectos de que la referida Ley trata, es el de que las bolsas deben dar amplitud al mercado. Para ello, es conveniente que aprovechen el gran avance existente en los campos de la electrónica y de las telecomunicaciones, mediante los cuales es posible una mayor y más eficiente absorción de ofertas y demandas de gran magnitud.

Los intermediarios que participen en las transacciones serán profesionales que cuiden adecuadamente los intereses de los inversionistas. Deberán demostrar su autoridad, pericia y solvencia, tanto moral como económica y sujetar la prestación de sus servicios a tarifas aprobadas oficialmente.

Para mejorar los servicios que prestan a su clientela, así como para aumentar la protección de los intereses al público, se estimula a los agentes de valores a que trabajen como una organización en sociedad mercantil, con lo que obtienen ventajas competitivas en el mercado debido a que, operando de esta manera, podrán recibir u otorgar ciertos financiamientos y formar carteras de valores que den apoyo y liquidez al mercado.

Con los créditos que los agentes otorguen a su clientela se estimulará la demanda de valores y se facilitará el financiamiento a empresas emisoras.

La Ley prevé el desarrollo y control de un mercado integral de valores, en el que se efectúen tanto operaciones en bolsa como fuera de ella, propi-

ciando así un mercado perfecto de valores en el cual todos los que participen tengan acceso a una información completa sobre ofertas, demandas y operaciones en bolsa.

Las bolsas deberán atraer, por su eficiencia como instrumento de comunicación, operaciones entre compradores y vendedores, así como canalizar transacciones con títulos inscritos en ellas que sean representativos de la situación.

Se ha considerado conveniente que las divisas y los metales preciosos no operen en bolsa, con el fin de evitar la mezcla de funciones de diversa naturaleza, así como para delimitar y controlar las funciones de las bolsas y mantenerlas sólo como intermediarios de valores.

Se ha cuidado el no dar a las bolsas la posibilidad de formar grupos monopólicos de intermediarios, definiendo, para ello, sus facultades y desempeño y abriéndoles la posibilidad del empleo de nuevos mecanismos que faciliten las operaciones.

El mercado de valores está regulado por la Comisión Nacional de Valores, la cual está dotada de amplias y determinadas facultades y ejerce criterios de aplicación general que se comunican oportunamente. Cabe mencionar que, mediante esta Ley, las bolsas de valores dejan de ser organizaciones auxiliares de crédito.

Las funciones de la Comisión no son únicamente de vigilancia, sino que

deben tener un carácter promocional. Dicho órgano deberá estimular y autorizar nuevos sistemas o mecanismos que se encarguen de facilitar el trámite de las operaciones, así como la perfección del mercado de valores.

Es muy importante que la Comisión concilie los intereses de los diversos participantes, evitando incompatibilidad de funciones, promoviendo el equilibrio y la competencia, e impidiendo la interferencia entre jurisdicciones.

Conviene, de otra parte, aprovechar el prestigio y la red de oficinas del sistema bancario mexicano en sus sectores nacional, privado y mixto, para incrementar por ese medio la colocación de valores no bancarios.

Este marco legal se complementa con reglamentos que precisan conceptos que sólo la experiencia permitirá definir con exactitud, adecuándose con flexibilidad y prontitud a los cambios y evoluciones de las necesidades de financiamiento de las empresas, actitudes de los inversionistas y las prácticas del mercado.

Posteriormente a su aprobación, esta Ley ha recibido adiciones y reformas. Asimismo, se han dictado otras disposiciones fiscales, todo lo cual va propiciando, a cada paso, una mayor estabilidad y una estructura más institucional.

En primer lugar, se encuentra la exención de gravámenes fiscales a las ganancias de capital original en la negociación de ciertos valores cotizados en bolsa y la autorización a las empresas para deducir las pérdidas que sufran en operaciones bursátiles.

A través de su Circular núm. 1822/77, del 23 de agosto de 1977, dirigida a los Bancos Múltiples y a los Bancos de Depósito y Ahorro que forman grupo con Bancos Múltiples, con objeto de otorgar mayor liquidez al mercado de valores y coadyuvar a su expansión, el Banco de México, S.A., dictó disposiciones a fin de que la banca apoye específicamente al mercado a través de financiamientos a las casas de bolsa, para la adquisición de acciones y obligaciones. Además, mediante una reestructuración del régimen de pasivos bancarios no monetarios, se eliminó la práctica inconveniente de emitir títulos a largo plazo, pero redimibles a la vista y a la par, situación que impedía a las empresas competir en el mercado con sus obligaciones a largo plazo.

En la misma circular se adoptaron medidas a fin de evitar la concentración de los créditos bancarios en un número limitado de empresas, lo cual significó un aliento indirecto al desarrollo del mercado de valores y obligó a ciertas empresas a buscar otras fuentes de financiamiento.

Apoyada en la necesidad de complementar el mercado de valores mediante el establecimiento de organismos y sistemas que ayuden a perfeccionar

el funcionamiento del mismo, está la creación del Instituto para el Depósito de Valores.

El objetivo de este Instituto es establecer un sistema de depósito centralizado de valores que permita obtener la transferencia de los mismos, por el procedimiento de asientos contables dentro del propio Instituto, sin que sea necesaria la transferencia material de los títulos.

El Instituto ha sido diseñado para operar con los agentes de valores, con las personas morales y con las instituciones de crédito. Tales personas o sociedades son quienes están en contacto directo con el público inversionista y quienes atienden a los potenciales emisores de valores.

La posibilidad de transferir los valores sin necesidad de su desplazamiento físico, está íntimamente ligada con la facultad del Instituto para proceder a la compensación y liquidación de las cuentas entre los depositantes, y para poder devolverles, de otra parte, títulos idénticos a los depositados. Es decir, que el proyecto prevé un depósito irregular de valores, el cual indudablemente facilitará las operaciones con los mismos.

Se conceden también al Instituto distintas atribuciones congruentes con la idea de facilitar la circulación de valores y se ofrecen facilidades a las emisoras para que utilicen la seguridad y firmeza que da el operar con un organismo de esas características y, de esta manera, se pueden realizar ofertas públicas superando la rigidez innecesaria y enriqueciendo

la gama de instrumentos con que cuenta el mercado. Para lograr lo anterior, se incluyen mecanismos que actualizan el sistema de oferta pública de las acciones de las empresas mexicanas, hecho que, indudablemente, complementará los esfuerzos de ampliación del mercado de valores.

Esta adición a la Ley entró en vigor el 13 de mayo de 1978 y el Consejo Directivo del Instituto para el Depósito de Valores quedó integrado formalmente en sesión constitutiva del 26 de octubre de ese mismo año. Se espera que para mediados de 1979 empiece a funcionar. Las autoridades del Instituto han hecho la promesa de que éste no iniciará sus funciones en tanto no estén totalmente convencidas de la seguridad y utilidad de todos y cada uno de los sistemas que incluirá su funcionamiento.

Uno de los atractivos de las leyes fiscales que en los últimos tiempos han afectado al mercado de valores de manera muy positiva, es que los dividendos o utilidades pagados por toda clase de sociedades que operen en el país, o por las mexicanas que operen en el extranjero, no se consideran como ingresos acumulables para el pago del Impuesto sobre la Renta, siempre que esos dividendos se reciban como accionistas de las mencionadas empresas.

De esta manera, el Gobierno ha ido dotando al mercado nacional de valores, de las bases necesarias para iniciar un firme proceso de consolidación y expansión.

IV.-ENFOQUE DE LAS EMPRESAS

Tradicionalmente, se invertía por medio de depósitos en el sistema bancario, bien a través de títulos a largo plazo, pero redimibles a la vista y a la par, o a través de depósitos a plazo fijo, tanto - para particulares, como para las empresas con excedentes. La demanda de valores por parte de los inversionistas, ha ido modificando su curso, pasando de los valores bancarios a los gubernamentales y los emitidos por empresas.

La inversión privada es un factor determinante en el curso de nuestra economía; más de las tres cuartas partes de la producción nacional se realizan por medio de particulares.

En el sistema económico mexicano, dicha inversión depende, en primer lugar, de la vigencia y permanencia de una política económica sana y, en segundo, de las expectativas de utilidades, ya que éstas son la fuente principal que aliente la inversión y la disponibilidad de financiamiento.

La inversión privada sufrió una recesión durante el sexenio de 1970-1976. A partir de 1977 se han realizado esfuerzos para lograr restablecer un clima apropiado; los resultados empiezan a verse a través de distintas producciones industriales que están en proceso de reanimarse.

La economía mexicana no puede marchar aislando la actividad del sector público de la del sector privado; es necesaria una labor conjunta y paralela de ambos sectores. Mientras que en el sector público las decisiones son tomadas por unos pocos, el impulso o estancamiento del sector privado depende de la voluntad de infinidad de personas.

Este universo empresarial se encuentra constituido por unidades heterogéneas en cuanto a su tamaño, origen, lugar y administración.

En toda empresa, una de las principales funciones es la de Finanzas, área que se dedica a la obtención y control de los recursos, así como a la optimización de los mismos.

Las alternativas más comunes de financiamiento que tiene una empresa para procurarse recursos son:

- 1) La obtención de recursos, a través de las instituciones de crédito mexicanas o extranjeras, siendo ésta la más usada y generalizada.
- 2) El aumento de capital social por medio de:
 - a. La aceptación de uno o más participantes en la sociedad o por la posibilidad de formar parte de un grupo inversionista.
 - b. La oferta pública de acciones.
- 3) Vía emisión de obligaciones en cualquiera de sus modalidades.
- 4) Vía proveedores.
- 5) Depreciación y Reservas.

La empresa se había venido financiando principalmente, a través de la primera alternativa; teniendo como consecuencia, que las grandes empresas eran, al fin y al cabo, las que absorbían la mayoría de los créditos disponibles, obstaculizando así, el crecimiento de las pequeñas y medianas empresas, debido a la falta de financiamiento, encontrándose en la necesidad de recurrir a créditos otorgados por fideicomisos como Fogafin, Fomín, Fonatur, Fomex y otros; restringiendo así, la posibilidad de cubrir todos los requerimientos de financiamiento solicitados por éste tipo de empresas.

Con la revitalización de las alternativas dos y tres, se ha logrado liberar los créditos bancarios, dejándolos en disponibilidad para las pequeñas y medianas empresas. Logrando con ello, la introducción de empresas al mercado de capitales.

A fin de maximizar el capital propio de una empresa, es indispensable trabajar con pasivos en un porcentaje tal que varíe según la situación de la empresa, la competencia, la administración, la economía nacional, el tipo de producto o servicio que se ofrece, etc.

Para expresar más claramente la necesidad de trabajar con pasivos, a continuación exponemos un sencillo ejemplo:

	A	B	C
Capital propio	\$2,000	\$1,000	\$ 500
Capital ajeno	-	1,000	1,500
Utilidad antes de imp. e int.	\$ 500	\$ 500	\$ 500
- Intereses	-	150	375
Utilidad antes de impuestos	\$ 500	\$ 350	\$ 125
- Impuestos y P.T.U.	200	140	50
Utilidad neta	<u>\$ 300</u>	<u>\$ 210</u>	<u>\$ 75</u>

Para el caso de la Empresa B, se planea conservadoramente, que el costo de capital ajeno sea del 15%.

En el caso C, como el monto de capital ajeno es muy elevado en comparación con el capital propio, el costo del primero es del - - 25%, debido al alto riesgo que representa para los financiadores.

La provisión para I.S.R. y P.T.U. se calcula en un 40%.

Para cada caso, la rentabilidad del capital propio sería:

$$R.C.P. = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Capital propio}}$$

$$\text{Caso A: } \frac{300}{2,000} = 15\% \quad \text{Caso B: } \frac{210}{1,000} = 21\% \quad \text{Caso C: } \frac{75}{500} = 15\%$$

Lo anterior hace pensar un poco sobre las medidas de captación de recursos por las que han optado las empresas en el país. Se puede apreciar que, en los últimos 30 años, la gran mayoría de las empresas mexicanas han utilizado como fuente de financiamiento el crédito bancario, por lo que resulta imposible dejar de reconocer que la banca ha sido pieza fundamental en el desarrollo económico del país; esto ha impedido un sano desarrollo de su mercado financiero, ya que dicho recurso se cubre a un vencimiento determinado. Además, se llegó a usar con frecuencia el crédito a corto plazo para financiar inversiones a plazos mayores. La canalización de los recursos a corto plazo no es la óptima, y ello ha venido a representar una equivocada política de utilización de los recursos financieros, altamente perjudicial para las empresas nacionales.

Al existir en el pasado exceso de necesidad de recursos, el sistema bancario no tuvo que realizar muchos estudios para ver si los créditos eran viables o no, canalizando sus fondos a las empresas de mayor envergadura, de tal suerte, que la pequeña y mediana industria, realmente no tenían acceso al sistema bancario.

Al descongestionarse el sistema bancario de importantes fondos de empresas con prestigio y solidez, quienes acuden al mercado de capitales captando en forma directa el capital del público, dejan libre al sistema bancario, o por lo menos parte del mismo, para que, con los departamentos de estudios de créditos con que cuentan, canalicen recursos a la pequeña y mediana industria, opción que no tiene el inversionista.

La mayoría de las veces, la prudencia financiera aconseja crecer más despacio, para evitar así, el exceso en las relaciones contables de pasivo que se consideran adecuadas; sin embargo, el desarrollo puede verse frenado si no se utilizan las diferentes fuentes de financiamiento.

Si nos referimos a la posibilidad de formar parte de un grupo inversionista, nos encontramos con que, hasta 1964, era difícil agrupar en México a una o más empresas bajo el régimen de una compañía controladora, porque aun cuando estaba permitido por la Ley mexicana, la incidencia del Impuesto sobre la Renta era muy desfavorable.

Es por esto, que en México, sólo funcionaron con esta estructura las Sociedades de Inversión y algunos grupos de empresas en las que se lograba igualar los ingresos gravados y los gastos deducibles.

Esta incidencia desfavorable a la que hacemos referencia, consistía en una duplicidad del Impuesto sobre la Renta, debido a que las subsidiarias lo pagaban y luego la empresa controladora lo volvía a pagar sobre el mismo ingreso. La ley del Impuesto sobre la Renta que entró en vigor el 1o. de enero de 1965, eliminó esta injusta duplicidad.

Las disposiciones de la Ley de 1965, dieron origen a ciertos abusos por parte de algunos causantes que formaron sociedades controladoras, para recibir dividendos libres del impuesto. Dichos causantes utilizaban esos fondos sin que la empresa controladora los decretara como divi-

dendos; así se dejaba de causar el impuesto sobre dividendos.

Como resultado de lo anterior, en 1968 se modificó la Ley:

- a) Las subsidiarias deberían retener el impuesto sobre dividendos al pagarlos a la controladora y esta última, podría recuperarlos reteniéndolo a su vez al pagarle dividendos a sus accionistas, mediante la compensación con el Impuesto Global a las empresas o mediante devolución.
- b) Se provocaba el pago del impuesto con la acumulación de dividendos para aquellas empresas que tuvieran una inversión en acciones o partes sociales superior al 55% de su capital contable.
- c) Para que los dividendos no fueran acumulables, se estableció como requisito que los percibiera el causante en su calidad de socio o inversionista.

Estas disposiciones desalentaron la reinversión de utilidades en las empresas controladoras, medida que fue considerada perjudicial por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, sobre todo tratándose de empresas controladoras industriales. Es por ésto, que se introdujo una modificación que entró en vigor el 1o. de enero de 1969, permitiendo así que se reinvirtieran los dividendos de las subsidiarias en acciones de empresas industriales o en el pago del pasivo contraído para ese mismo propósito, siempre y cuando esta reinversión se efectuara en el año de la percepción del dividendo o en el siguiente. Simultáneamente se reglamentó la forma de computar la inversión en acciones y en capi-

tal contable.

En 1971 se estableció el impuesto sobre ganancias susceptibles de distribuirse cuando no se invirtieran en activos fijos tangibles, los cuales deberían destinarse directamente a actividades industriales durante el ejercicio en que se hubiera generado la ganancia o durante el siguiente. Anteriormente, no se causaba el impuesto hasta que se distribuían las utilidades a los socios o accionistas.

Cuando la persona que recibía la ganancia o dividendo la reinvertía en la suscripción o pago de aumento de capital de la misma sociedad, no se causaba impuesto. Se estableció como un nuevo requisito el que el aumento de capital fuera invertido en activos fijos tangibles destinados directamente a actividades industriales, o al pago de pasivos para la adquisición de dichos activos.

Sin embargo, si el aumento de capital no se reinvertía en la forma descrita, o si la sociedad se disolvía o reducía su capital, se pagaba el impuesto que había dejado de cubrirse.

A partir del 1o. de enero de 1972, las utilidades generadas causan impuesto hasta ser distribuidas a los socios o accionistas por pagos de dividendos, disminución de capital social o liquidación.

En la actualidad, las empresas controladoras dedicadas a las inversiones industriales operan normalmente, con muy pocas limitaciones, sin

que se provoque una duplicidad en el pago de impuestos sobre dividendos o un aumento en la tasa. Aun así, las empresas controladoras dedicadas a las inversiones comerciales o financieras operan normalmente con limitaciones, sin que se provoque una duplicidad en el pago del impuesto sobre dividendos o un aumento en la tasa. Pero es recomendable efectuar una planeación financiera que incluya la estructura de los activos, pasivos y capital, naturaleza de los ingresos y de los egresos deducibles y la determinación precisa de las situaciones u operaciones que sean favorables y las que deban evitarse. En otras palabras, es necesaria una planeación anticipada y cuidadosa de las operaciones de la controladora y sus subsidiarias, desde el punto de vista fiscal.

Ventajas y Desventajas de una Empresa Controladora.

En el caso de un inversionista particular (persona física), desde el punto de vista fiscal, conviene la estructuración bajo el régimen de empresa controladora cuando se reinviertan los dividendos, ya que la empresa controladora logrará una reinversión del 100%.

Las ventajas y desventajas de una empresa controladora, en comparación con la situación de una empresa industrial que a su vez tiene inversiones importantes en acciones de subsidiarias o de afiliadas, son, entre otras, las siguientes:

- a) Participación de utilidades al personal.- La empresa industrial con inversiones en acciones, paga dos veces la participación de

utilidades al personal:

Primera: sobre la utilidad de las subsidiarias o afiliadas y

Segunda: al acumular el dividendo a su propia utilidad.

- b) Impuesto sobre dividendos.- En la empresa controladora industrial se elimina el pago duplicado del impuesto sobre dividendos. Pero esta situación puede lograrla una empresa industrial que tenga acciones de otras empresas, siempre y cuando se realicen las operaciones con cuidado.
- c) Adquisición de otras empresas.- La empresa controladora tiene gran facilidad para adquirir otras empresas, sobre todo cuando la propia controladora es muy productiva, mediante la entrega de sus propias acciones, provenientes de aumentos de su capital social. Esto es especialmente cierto cuando la controladora logra mantener una situación financiera clara, que puede ser fácilmente analizada por los interesados al sumarse al grupo.

Para una empresa industrial inversionista, la adquisición de empresas a cambio de acciones de su propio capital no es tan sencilla, pues esta situación representa una ventaja a favor de la controladora, siendo la compra de otras empresas su objeto principal, lo cual todavía no es frecuente.

- d) Financiamiento del grupo.- Algunas personas consideran que por medio de una controladora puede financiarse con más facilidad el grupo, obteniendo fondos de las subsidiarias que los tienen en exceso y proporcionándolos a las que necesitan de ellos. Sin embargo, es-

to mismo puede realizarse por medio de la empresa industrial inversionista.

- e) Ganancias en enajenación de acciones.- Para efectos de la determinación del ingreso global gravable, a partir de 1972 la ganancia en enajenación de acciones no es ingreso acumulable, siempre que el causante realice actividades que fomenten el desarrollo industrial de acuerdo con las disposiciones generales que dicte el Ejecutivo Federal.
- f) Inscripción en Bolsa de Valores.- Las empresas controladoras han encontrado dificultades administrativas por parte de las autoridades para inscribir sus acciones en bolsa de valores. No obstante actualmente existen empresas de este tipo inscritas en la Bolsa Mexicana de Valores.

El 20 de junio de 1973 se publicó en el Diario Oficial de la Federación el Decreto que concede estímulos a las sociedades y unidades económicas que fomentan el desarrollo industrial y turístico del país. A continuación se resumen los aspectos y términos más relevantes de dicho Decreto:

- 1) Sociedades que pueden hacer uso de los estímulos.-
 - a) Unidades económicas que fomenten el desarrollo industrial del país, formadas por una "Sociedad de Fomento" y una o más "Sociedades Promovidas".

La Sociedad de Fomento es una sociedad anónima mexicana legalmente constituida, que reúne los siguientes requisitos:

- a. Capital totalmente suscrito.
- b. Totalidad de acciones propiedad de mexicanos o de sociedades mexicanas, con cláusula de exclusión de extranjeros.
- c. Ninguna de sus acciones podrá ser propiedad de una sociedad en la que la Sociedad de Fomento sea accionista.
- d. Su actividad se limitará a la compra-venta de acciones, a otorgar y garantizar créditos a Sociedades Promovidas, así como prestarles servicios, estudios de promoción, ampliación o reestructuración a las ya existentes o a las que se formen.
- e. Invertirán cuando menos el 75% de sus activos en acciones de empresas industriales o de turismo. Se podrá otorgar crédito a esas empresas cuando no exceda del 30% de sus activos.

La Sociedad Promovida es una sociedad anónima mexicana que cumple, entre otros, con los siguientes requisitos:

- a. Más del 50% de sus acciones se controlarán directa o indirectamente por la Sociedad de Fomento.
- b. La dirección y administración estará a cargo de mexicanos.
- c. No será institución de crédito, seguros, fianzas o auxiliar de crédito.

- d. No tendrá exención total del impuesto sobre la renta (global de las empresas), ni goce de subsidios o exenciones de impuestos locales.
- e. Invertirá por lo menos el 75% de sus recursos en activos industriales o de turismo.
- f. El costo directo de producción tendrá por lo menos un 60% de contenido nacional.

2) Principales requisitos para gozar de los estímulos.-

- a) La Sociedad de Fomento deberá comprobar ante la Secretaría de Hacienda y Crédito Público que el conjunto de empresas que la forman incrementan sus ventas y servicios en un tanto por ciento equivalente al índice de crecimiento de la actividad industrial del país, más un 20%; deberá presentar incrementos significativos en, cuando menos, cinco de las siguientes actividades:
 - 1. Mexicanización de sociedades con mayoría de inversión extranjera.
 - 2. Creación de nuevos empleos.
 - 3. Creación de nuevas empresas industriales y de turismo.
 - 4. Desarrollo tecnológico nacional.
 - 5. Aumento en las exportaciones.
 - 6. Substitución de importaciones.
 - 7. Inversiones en zonas de menor desarrollo económico relativo.

8. Industrialización de recursos naturales.
9. Ampliación de empresas industriales y de turismo.
10. Colocación de acciones entre el público.

- b) Toda Sociedad de Fomento deberá ser autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, conforme a las disposiciones del Artículo correspondiente del Decreto, que incluye la presentación de estados financieros dictaminados por un contador público.
- c) Las sociedades de fomento deberán llevar los libros y registros que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, así como proporcionar toda la información que les sea solicitada.
- d) Deberán presentar, dentro de los cuatro meses siguientes a la fecha de cierre, estados financieros dictaminados por un contador público, por cada empresa que forme la Unidad de Fomento.

3) Estímulos y Beneficios.-

- a) Autorización mediante solicitud, con la cual se logra no acumular ni gravar las ganancias obtenidas en la enajenación de acciones, en los términos que señalan la Ley y el Decreto.
- b) Cuando la Sociedad de Fomento cobre dividendos, no se le retendrá el impuesto que se menciona en el segundo párrafo de la Fracción V del Artículo 19 de la Ley del Impuesto sobre la

Renta.

c) Las Sociedades de Fomento podrán, previa autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, determinar y pagar el Impuesto sobre la Renta de acuerdo con los instructivos que al respecto expida dicha Secretaría, respetando, entre otros, los siguientes principios:

1. La Sociedad de Fomento y las Sociedades Promovidas presentarán sus propias declaraciones determinando y pagando el impuesto que les corresponda, conforme a lo señalado por la Ley del Impuesto sobre la Renta.
2. Se determinará el impuesto de la Unidad de Fomento aplicando a su ingreso global gravable (que es la diferencia entre la suma de los ingresos acumulables y de las deducciones autorizadas declarados por las sociedades que la forman), la tarifa correspondiente.
3. La Sociedad de Fomento, en la declaración de la Unidad de Fomento, determinará la diferencia entre el impuesto global gravable de la unidad de fomento y el impuesto global gravable causado por las sociedades que la forman.

Si esta diferencia arroja saldo a su cargo, será la Sociedad de Fomento quien lo entere junto con la declaración de la Unidad de Fomento, quien, por su parte, podrá solicitar su devolución o compensación con los pagos a cargo de la propia Unidad de Fomento o con su consentimiento, y con

los pagos provisionales o definitivos a cargo de cualquier sociedad promovida.

La devolución o compensación que pudiera resultar de la diferencia entre el impuesto causado por la Unidad de Fomento y los impuestos causados por las sociedades que la forman, no excederán a la suma de los impuestos pagados por las sociedades de fomento y las sociedades promovidas.

4. Se eliminará del ingreso global gravable de la Unidad de Fomento la ganancia o la pérdida derivada de la enajenación de inmuebles no depreciables, realizada entre sociedades que forman parte de dicha Unidad de Fomento.
5. La Unidad de Fomento no está obligada a efectuar pagos provisionales.

A la fecha, no existen más de una docena de unidades de fomento, pues los beneficios son atractivos sólo para determinado tipo de empresas, además de que son demasiados los requisitos que deben cumplirse para su integración.

Un aspecto importante, dentro del mercado de valores de empresas, que representa el paso intermedio necesario que ayude a solucionar los problemas a los que se enfrenta un inversionista que desee entrar en este mercado y no cuente con los conocimientos técnicos necesarios para poder evaluar sus alternativas de inversión, son las Sociedades de Inversión. Únicas instituciones financieras a través de las cuales los

inversionistas con pequeños capitales participan directamente de los provechos, rendimientos y plusvalías de una inversión en acciones en forma suficientemente diversificada, es decir, acciones de diversas empresas, dedicadas a distintos tipos de negocios, además de contar con una administración profesional y con políticas preestablecidas tendientes a lograr óptimos resultados.

Existen dos tipos de Sociedades de Inversión: las abiertas, que son aquéllas que aumentan o disminuyen su capital pagado comprando o vendiendo sus propias acciones, basándose en el precio neto o en el precio en libros de la acción, y las de tipo de cerrado, que emiten acciones de una sola vez y las colocan entre el público, sin mantener una constante oferta, ni una constante recompra de sus propias acciones.

En México, existe el tipo mixto de sociedades de inversión, es decir, sociedades que no son completamente abiertas ni cerradas. Estas pueden seguir aumentando su capital, pero no pueden recomprar sus propias acciones y, sin embargo, cuentan con mecanismos por medio de los cuales los accionistas pueden vender sus acciones en cualquier momento, siempre con base en el precio neto de las mismas. El precio de sus acciones no está sujeto a la libre oferta y demanda, sino que es fijado por un Comité de Valuación, cuya formación y operación está regulada por la Ley.

De acuerdo a sus objetivos, estas sociedades se dividen en tres grandes grupos:

- 1) Aquellas sociedades que buscan conservar el capital invertido aun contra los efectos inflacionarios de la moneda sin correr muchos riesgos y obteniendo una renta mensual, denominándoseles "balanceadas", ya que en su cartera existe un porcentaje aproximadamente igual de valores de renta fija y de valores de renta variable.
- 2) Sociedades de Inversión de Renta, aquéllas que procuran obtener la mejor renta posible en favor de sus accionistas.
- 3) Sociedades de Inversión de Crecimiento, las que buscan incrementar el capital invertido. La inversión principal es en acciones de empresas que aumentan sus ventas y utilidades año con año, o que constantemente sacan al mercado nuevos productos con altos márgenes de utilidad.

En México, las sociedades de inversión existentes tienen aparentemente objetivos similares, pero sus políticas de inversión son diferentes.

Se constituyen en forma de sociedad anónima y sólo emiten acciones comunes de una sola clase, las cuales dan a sus propietarios los mismos derechos y obligaciones. El órgano supremo es la Asamblea de Accionistas, la cual nombra un Consejo de Administración, que, a su vez, nombra a los Directores o Gerentes.

Dichas Sociedades están prácticamente exentas de impuestos y los accionistas gozan de exenciones especiales por el solo hecho de serlo. El motivo de este trato especial es que el Gobierno considera de interés público la formación y desarrollo de estas sociedades como instrumento necesario para la ampliación y fomento del mercado de capitales en México.

En el último año, hemos presenciado acontecimientos que nos llevan a pensar que ya no es posible que las empresas, tanto públicas como privadas, se sigan financiando sólo con créditos. Por ello, ha sido necesario recurrir a otras alternativas de financiamiento, a fin de lograr una pronta adaptación a los cambios que se han experimentado tanto en las actividades de los inversionistas como en las necesidades de captación de recursos de las empresas. Son éstos los cambios que hemos analizado en el desarrollo del mercado mismo.

Ahora bien, desde hace algún tiempo, se ha destacado un interés cada vez más claro y definido por participar activamente en el mercado de valores, especialmente en el mercado de capitales o de renta variable; dicho interés se ha manifestado más abiertamente después de un hecho económico que, aunque ahora nos parece ya lejano, afectó grandemente nuestro sistema financiero. Nos referimos en especial a la devaluación del peso mexicano en 1976.

Las empresas, en México, manejaban un alto grado de financiamiento en dólares, bien a través de créditos bancarios o por medio de sus filia-

les en el extranjero. Al ocurrir la devaluación del peso, esas empresas de descapitalizaron por haberse duplicado su deuda, en la medida en que dichos pasivos fueran monetarios. Además, con la restricción de créditos que el Banco de México impuso contra las grandes empresas, éstas se vieron en la situación de no poder obtener recursos, limitando así sus operaciones.

El objetivo fundamental de un mercado de capitales es proveer fondos a largo plazo para empresas poseedoras de proyectos a igual término. Es, en la Bolsa Mexicana de Valores, en donde se realiza esta función, al propiciarse la reunión de partes oferentes y demandantes de recursos financieros.

Si el mercado de acciones no existe, o se circunscribe a un número limitado de empresas, sólo el crédito y la reinversión de utilidades servirán como fuente para financiar nuevos proyectos de inversión. Se frena así, el crecimiento de las empresas, ya que tendrán que depender de la reinversión de sus utilidades, de la absorción complementaria, pero limitada, del crédito externo, así como de la depreciación y provisiones que tuviere la empresa.

Cuando una empresa desea ampliar su planta y ha alcanzado un límite máximo en su porcentaje de endeudamiento, la contratación de crédito adicional estará limitada por la capitalización de utilidades. Sólo la reinversión de las utilidades en el capital social de la empresa permitirá la absorción de cantidades adicionales de endeudamiento. Es-

ta limitación puede ser importante por el carácter discontinuo que en ocasiones tienen las ampliaciones del potencial productivo, ya que no siempre se puede incrementar la planta en un 5% ó un 10% al año, sino que hay que instalar otra planta equivalente al 20 ó 100% de la capacidad original.

Si se aprecia que en un año de inversión la empresa puede necesitar duplicar o más su capital (debido a las discontinuidades que se presentan en los bienes de capital), vemos que la imperfección del mercado de capitales opera como un freno al crecimiento, porque la empresa tendrá que esperar hasta acumular las utilidades retenidas suficientes para realizar la inversión que le permita su expansión.

Podría argumentarse que, si la empresa dispone de un colchón suficiente de reservas, tendrá, por lo tanto, capacidad suficiente para endeudarse en el momento en que lo necesite. Tomando en cuenta que el incentivo fiscal provoca hacia un endeudamiento igual a la proporción dada de activos (el más alto posible), si la empresa dispone de reservas que en el período anterior significaban que el coeficiente de endeudamiento no se encontraba en el máximo nivel posible, pudo haber ocurrido sólo porque la empresa había estado acumulando reservas para, posteriormente, endeudarse e invertir. Es decir, que había estado postergando su inversión.

La conclusión es que la restricción financiera, combinada con un mercado inexistente de acciones, reprime el rápido crecimiento de las em-

presas o industrias con oportunidades de expansión. Concretamente, utilizando los coeficientes de endeudamiento aplicables por la banca mexicana, el capital de una empresa que maximiza su potencial de endeudamiento, no puede crecer en un año en un porcentaje mayor que el doble de su tasa de utilidades. Se observa así, que el estado raquíptico del mercado accionario significa que de algún modo se está entorpeciendo el ritmo de crecimiento económico del país.

El papel que desempeña el Mercado de Valores en nuestra economía y el financiamiento que se puede obtener a través de él, van unidos, tomando como premisa que sólo ingresan en la institución empresas productivas con gran capacidad de generación de recursos y, por lo mismo, fuentes de empleo y de contribución al producto nacional bruto del país. Es necesario apuntar que de las empresas que han inscrito sus acciones en la Bolsa en los últimos dos años, todas han obtenido una prima de venta de acciones del 50% como mínimo, del valor nominal del título. Es decir, que aparte del financiamiento que se obtiene mediante la venta de las acciones de la empresa, se logra un ingreso extra dado por la diferencia del valor nominal de título con respecto al precio de colocación. De esta manera, se absorbe el costo representado por los preparativos para hacer su colocación pública y se logra la captación íntegra del total de la emisión.

El crecimiento experimentado por la actividad bursátil en el último año, ha sido excepcional y por ello puede considerarse que el mercado de valores está respondiendo como una fuente importante de recursos den-

tro del sistema financiero mexicano.

A partir de la segunda mitad de 1977, se inició un fuerte crecimiento del índice de precios de las acciones cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores, que pasó de 319 puntos, en septiembre de ese año, a 781 puntos en el mes de octubre de 1978 (gráfica 11). El volumen negociado subió de 4.19 a 36.5 millones por mes, respectivamente (ver gráfica 12). El promedio diario de acciones negociadas se ha incrementado, de 228,000 en 1977, a 1.4 millones en 1978 (cuadro 4).

La raíz de estos acontecimientos la encontramos en el período posterior al inicio de la flotación del peso. Como consecuencia de los momentos difíciles por los que atravesó la economía en 1976, cuyo punto más crítico llegó con la devaluación del 31 de agosto, el sistema financiero vio reducida la captación de ahorro y, con ello, la disponibilidad de fondos para otorgar el financiamiento, así como su capacidad de intermediación. Los recursos disponibles eran escasos, lo cual amenazaba con frenar las posibilidades de crecimiento del sector productivo.

Para la obtención de préstamos en dólares, debía considerarse la posibilidad de una baja en el tipo de cambio. Pero, para esta opción, el riesgo y la incertidumbre significaban un efecto desalentador.

La crisis económica hizo patente la necesidad de fortalecer la estructura del sistema financiero, que requería de un cambio que la hiciera

CUADRO 4

Año	Acciones negociadas anualmente (Millones de acciones)	Importe (Millones de pesos)	
		Cifras corrientes	Cifras reales**
1976	52.0	6,055	6,055
1977	57.0	5,784	4,481
1978*	291.9	25,240	16,744

Año	Promedio diario de acciones negociadas (Miles de acciones)	Importe (Millones de pesos)	
		Cifras corrientes	Cifras reales**
1976	208	24	24
1977	228	23	18
1978†	1,390	120	80

* Hasta octubre de 1978.

** Cifras deflacionadas con el Índice de Inflación de Precios al Consumidor del Banco de México.

FUENTE: Banamex, Departamento de Análisis Bursátil.

más flexible y adaptable para poder, así, garantizar las posibilidades de desarrollo.

El mercado de valores surgió como una vía atractiva de obtención de recursos. La necesidad de financiamiento y la escasez de alternativas que complementaran el crédito bancario, propiciaron el que algunas empresas se decidieran a emitir títulos bursátiles. Así, sociedades que eran demandantes de crédito se transformaron en oferentes de valores, dispuestas a compartir la propiedad de sus activos. Esto se vio alentado por la existencia de excelentes condiciones para la venta de valores de las empresas, ante una demanda creciente de papeles que hizo elevar los precios de colocación.

El crecimiento del mercado bursátil resultó favorecido principalmente por tres aspectos:

- 1) La recuperación de la economía.
- 2) El fuerte apoyo de las autoridades respectivas.
- 3) La atracción de nuevos inversionistas a este mercado.

La reactivación económica se tradujo en una disminución del proceso inflacionario y en una notable mejoría de la posición de las empresas y de sus perspectivas de utilidad.

El crecimiento de la demanda, que aumentó la capacidad de la Bolsa de Valores para absorber más títulos, y el éxito que habían tenido las co-

locaciones anteriores, alentó a otras compañías a hacer nuevas ofertas.

Tanto la liquidez del mercado financiero, como las expectativas de crecimiento de las utilidades de las empresas, han favorecido al sostenimiento de los precios accionarios, aun frente a los aumentos de las tasas de interés bancarias ocurridos en agosto y noviembre del mismo año.

Una forma más de apreciar el crecimiento que ha tenido el mercado de valores en México, es revisando la emisión de acciones, por parte de las empresas, año con año.

En la lista que a continuación se detalla, puede verse como en 1976, el total de las emisiones de estos títulos importó la cantidad de \$156.36 millones, para 1977, \$394.64 millones y para 1978 \$ 4,410.49 millones. Comparando ésto con las cotizaciones de precios, vemos que éstas también han aumentado, lo que indica que a pesar del aumento de la oferta, la demanda es todavía muy superior a la primera.

OFERTA PUBLICA (ACCIONES)

EMISORA	Fecha	Número de acciones ofrecidas	Precio de Oferta \$	Importe de la Oferta (millones \$)
1976 Teleindustria Ericsson	Junio	440,114	115.00	50.61
Aceros Tepeyac	Julio	75,000	190.00	14.25
GISA	Agosto	400,000	130.00	52.00
Puritán	Agosto	200,000	173.00	34.60
Super Diesel	Agosto	90,000	70.00	4.90
T o t a l				<u>156.36</u>
1977 Aurrerá	Febrero	1,047,557	66.00	69.14
Banamex	Marzo	890,000	159.50	141.96
Hooker	Marzo	2,500,000	57.00	145.35
Diana	Septiembre	234,000	35.00	8.19
Selmec	Noviembre	400,000	75.00	30.00
T o t a l				<u>394.64</u>
1978 Celanese Mexicana, S. A.	Marzo	500,000	190.00	95.00
Industrias Necobra, S. A.	Marzo	590,000	150.00	88.50
Hulera El Centenario, S.A.	Mayo	1,530,000	123.00	188.19
Industrias Purina, S. A. de C. V.	Mayo	28,000,000	10.00	280.00
Organización Robert's, S.A. de C.V.	Mayo	1,638,000	60.00	97.68
Aurrerá, S. A.	Julio	4,899,900	65.00	318.49
Industrial Eléctrica, S. A.	Julio	580,000	37.00	21.46
La Dominica, S. A.	Julio	2,754,000	20.00	55.08

...

OFERTA PUBLICA (ACCIONES)

E M I S O R A	Fecha	Número de acciones ofrecidas	Precio de Oferta \$	Importe de la Oferta (millones \$)	
1976	Teleindustria Ericsson	Junio	440,114	115.00	50.61
	Aceros Tepayac	Julio	75,000	190.00	14.25
	GISA	Agosto	400,000	130.00	52.00
	Puritán	Agosto	300,000	173.00	34.60
	Super Diesel	Agosto	90,000	70.00	4.90
	T o t a l				<u>156.36</u>
1977	Aurrerá	Febrero	1,047,557	66.00	69.14
	Baranex	Marzo	890,000	159.50	141.96
	Hooker	Marzo	2,500,000	57.00	145.35
	Diana	Septiembre	234,000	35.00	8.19
	Selmec	Noviembre	400,000	75.00	30.00
	T o t a l				<u>394.64</u>
1978	Celanese Mexicana, S. A.	Marzo	500,000	190.00	95.00
	Industrias Nacobre, S. A.	Marzo	590,000	150.00	88.50
	Hulera El Centenario, S.A.	Mayo	1,530,000	123.00	188.19
	Industrias Purina, S. A. de C. V.	Mayo	28,000,000	10.00	280.00
	Organización Robert's, S.A. de C.V.	Mayo	1,638,000	60.00	97.68
	Aurrerá, S. A.	Julio	4,899,900	65.00	318.49
	Industrial Eléctrica, S. A.	Julio	500,000	37.00	21.46
	La Dominica, S. A.	Julio	2,754,000	20.00	55.08

. . .

E M I S O R A	Fecha	Número de acciones ofrecidas	Precio de Oferta \$	Importe de la Oferta (millones \$)	
Bancomer	Julio	25,000,000	32.50	812.50	
Grupo Condumex, S. A.	Agosto	710,000	235.00	166.85	
Empresas La Moderna, S. A. de C.V	Agosto	3,613,985	85.00	307.19	
Empresas Villarreal, S. A.	Agosto	2,400,000	25.00	60.00	
Grupo Industrial Alfa, S. A.	Agosto	2,000,000	300.00	600.00	
EPN, S. A.	Septiembre	420,000	100.00	42.00	
Grupo Industrial Camesa, S.A.	Septiembre	1,131,590	140.00	158.42	
Valores Industriales, S. A.	Septiembre	3,000,000	135.00	405.00	
Altro, S. A. de C. V.	Octubre	1,125,000	50.00	56.25	
Cydsa, S. A.	Octubre	350,000	190.00	66.50	
Texaco Mexicana, S. A.	Noviembre	1,254,000	70.00	87.88	
Kelsey Hayes, S. A.	Noviembre	2,400,000	50.00	120.00	
Multibanco Comermex, S. A.	Noviembre	5,500,000	31.50	173.25	
Banco Internacional, S. A.	Noviembre	575,000	350.00	210.25	
T o t a l				<u>4,410.49</u>	
* 1979	Banamex	Enero	2,000,000	253.00	506.00
	Bancomer	Febrero	35,000,000	44.00	1,540.00
	Berol	Febrero	984,000	94.00	92.50
T o t a l				<u>2,138.50</u>	

* Los datos de 1979 incluyen únicamente enero y febrero de ese año.

FUENTE: Bolsa de Valores de México, S. A.

CUADRO 5

A fin de reafirmar los conceptos anteriores, consideramos necesario presentar un ejemplo real suscitado en el año de 1978 en la Bolsa Mexicana de Valores, con lo cual es más explícita la situación a la que hacemos referencia.

Resumiendo, ésto nos muestra como una pequeña empresa familiar ha podido colocar sus acciones a través de la oferta pública en la Bolsa de Valores, aprovechando así, los beneficios que actualmente ofrece el mercado de capitales dentro del Sistema Financiero Mexicano.

"OFERTA PUBLICA DE ACCIONES" 2,400,000 acciones comunes, serie única de EMPRESAS VILLARREAL, S. A.

Valor Nominal por acción \$10.00

Precio de colocación por acción \$25.00

Representa ésta el 19.4% del capital social de la empresa.

Empresa Villarreal, S. A. es una empresa mercantil con domicilio social en Ciudad Juárez, Chih., que se dedica a la venta en abonos de muebles y aparatos domésticos, ropa y lentes, a través de sus propios almacenes en el noroeste del país.

Se constituyó el 23 de enero de 1937 bajo el nombre de Mueblería Villarreal, S. A., en Chihuahua, Chih., con un capital social de -- \$50,000.00. Ya con la razón social de Empresas Villarreal, S. A., y como consecuencia de nuevas aportaciones de los socios, reinversión de utilidades y la toma en firme de las acciones a que se refiere esta

colocación, su capital social asciende ahora a \$124,000,000.00 dividido éste entre 12,400,000 acciones comunes al portador, con valor nominal de \$10.00 cada una. Todas las acciones confieren a sus tenedores los mismos derechos y obligaciones.

El objeto social de la empresa es la compra-venta de muebles para el hogar, prendas de vestir, cosméticos, zapatería, artículos fotográficos, lentes y cristales para anteojos y en general de toda clase de bienes para el consumidor. Otro de sus objetivos es la adquisición de acciones y partes sociales de toda clase de sociedades, así como toda transacción de carácter mercantil.

Empresas Villarreal, S. A. por sí misma y a través de sus empresas subsidiarias, tiene abiertos al público 27 almacenes en diferentes ciudades de los estados de Chihuahua, Sonora y Sinaloa.

Su operación es fundamentalmente comercial; dirige sus actividades hacia la clase social media baja en las regiones en donde tiene instalados sus almacenes.

El 95% de sus ventas son a crédito y se realizan con un enganche que no excede el 10% del precio de venta. Esto hace que uno de los activos más importantes de la empresa sea la cartera de clientes.

Los plazos de los créditos a la clientela fluctúan entre los 6 y los 18 meses; el plazo medio es de 10 meses. Ha adquirido una larga ex-

perencia por lo que su cartera de crédito es y ha sido, sana a todo lo largo de su historia. El porcentaje de cuentas incobrables sobre sus clientes es estable, y las reservas que se llevan para este propósito son suficientes.

Los accionistas de Empresas Villarreal, S. A., acordaron en Asamblea General Extraordinaria celebrada el 27 de junio de 1978, aumentar el capital social de \$100.000,000.00 a \$124.000,000.00, para ofrecer al público inversionista 2,400,000 acciones con valor nominal de \$10.00 y prima de \$15.00 al precio de \$25.00 por acción. Fue así como ingresaron a la empresa \$60.000,000.00, de los cuales \$24.000,000.00 ingresaron directamente al capital nominal y \$36.000,000.00 a las reservas por prima sobre acciones. De esta manera, se intenta lograr un sano crecimiento basado en una estructura financiera sólida que busca la participación del público inversionista mediante una amplia y adecuada distribución de las acciones objeto de esta oferta. Adicionalmente a estos objetivos, se pretende ofrecer a los propios funcionarios acciones de la empresa con el propósito de dotarla de una administración más dinámica y profesional.

El propósito del aumento de capital es acelerar el crecimiento de la empresa. Es notorio que en la región en donde tiene sus almacenes esta empresa, se aprecia una mejoría económica general, una mayor población, hogares que adquieren muebles de calidad a buenos precios y con grandes facilidades de crédito.

Con el incremento de capital y mayor endeudamiento, Empresas Villarreal, S. A., pretende abrir 12 nuevos almacenes y departamentos, ampliar fábricas, bodegas y adquirir otras empresas, todo ello en las regiones más ricas de Chihuahua, Sonora, Sinaloa y la Comarca Lagunera, regiones en las que, además del aumento de población, se evidencia un incremento en la capacidad adquisitiva.

Su objetivo próximo es el llevar a la realidad un proyecto largamente planeado, que consiste en construir un centro comercial de Empresas Villarreal, S. A., en la ciudad de Chihuahua, en terrenos que hace tiempo adquirió por conducto de sus subsidiarias.

Todos los planes de inversión que mencionamos anteriormente se encuentran elaborados y listos para comenzar a funcionar tal y como lo ha comprobado el estudio económico financiero realizado para los efectos de la colocación de estos títulos.

Hasta la fecha, la empresa no ha pagado dividendos a sus accionistas, pues la totalidad de los recursos generados se han utilizado en su crecimiento. A partir del cierre del presente ejercicio social, se propondrá que se repartan dividendos anuales cuando menos de un 10% sobre el valor nominal de las acciones.

Continuando con el análisis del enfoque de las empresas, el movimiento de las cotizaciones se ha mantenido prácticamente ininterrumpido al alza y como resultado, tenemos que cada vez es más atractivo para las empresas colocar sus acciones en Bolsa.

Esto queda demostrado en el cuadro que a continuación detallamos:

Múltiplos - Precio/Utilidad -

	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D
1976	6.2	6.4	7.3	7.2	6.8	6.6	6.7	6.5	7.2	6.9	7.1	7.0
1977	7.6	7.9	8.4	8.7	8.7	7.3	7.2	6.7	6.9	7.2	7.1	7.5
1978	8.4	8.8	8.9	9.4	9.7	10.2	10.1	9.6	9.6	10.0	9.0	10.0

Lo anterior puede ser más fácilmente entendido con un sencillo ejemplo:

Una empresa que en enero de 1976 tenía una utilidad por acción de \$10.00 vendía sus acciones a \$62.00 (múltiplo de enero de 1976 = 6.2) y al cabo de dos años, esa misma acción se vende en \$100.00 (múltiplo de diciembre de 1978 = 10.0), considerando que la utilidad por acción de la empresa se ha mantenido constante.

Si suponemos que la empresa tuviese un incremento en sus utilidades del orden de un 20% anual, para el primer año, tendría una utilidad de \$12.00 y el segundo año ésta sería de \$14.40 que al usar el múltiplo precio/utilidad de 10.0 (diciembre de 1978), la acción se vendería en

\$144.00, lo que significa un incremento del 89% en este concepto.

Las empresas que han recurrido a la Bolsa para obtener financiamiento de capital, han podido lograr entre otras, las siguientes ventajas:

- 1) Facilitar la afluencia de capital que en un futuro les permita lograr sus planes de expansión.
- 2) Colocar su capital entre el público, mejorando su relación pasivo-capital, ampliando su capacidad de endeudamiento bancario, tanto nacional como internacional.
- 3) En la actualidad las colocaciones se hacen con múltiplos comparativamente altos, por lo que se hace más atractivo el financiamiento a través de emisiones públicas de capital. (Ver cuadro de "Múltiplos -Precio/Utilidad-").
- 4) Para las empresas con capital extranjero, la actividad de la Bolsa se ha convertido en un medio para lograr la mexicanización y gozar los beneficios que ésto implica.
- 5) Para el empresario propietario, que ha podido liberar recursos sin perder el control de la empresa, resulta muy significativo ya que cada vez se necesita más capital de trabajo para satisfacer los costos elevados y las nuevas expansiones.

- 6) Al colocar acciones entre el público se da liquidez al capital y un valor real al patrimonio.
- 7) El hecho de hacer pública la propiedad de una empresa, lleva implícito el contar con una administración institucional, lo cual hace más probable la permanencia del negocio y el crecimiento de las fuentes de empleo.
- 8) En la actualidad hay ventajas fiscales muy considerables para quien está dispuesto a vender sus acciones entre el público.

Las obligaciones quirografarias, que tomaron importancia a partir del segundo semestre de 1977 como una nueva opción de financiamiento de las empresas, han reportado las siguientes ventajas:

- 1) Como garantía de deuda, la capacidad de pago del emisor ha substituído a los activos fijos, normalmente requeridos bajo otro tipo de financiamientos.
- 2) Se han podido contraer pasivos a plazos hasta de siete años. Además, estos títulos tienen un período de gracia de alrededor de dos años antes de tener que hacer la primera amortización. Ambos factores constituyen un mejoramiento financiero de la empresa.
- 3) El emisor tiene más libertad en la utilización de los fondos.
- 4) Las obligaciones han tenido aceptación entre el público inversionista, debido a la calidad de las emisiones y a su liquidez, así como al rendimiento.

- 5) Los emisores han podido allegarse de fondos no disponibles bajo otros medios, o bien complementarlos al financiamiento bancario.

Por medio del Mercado de Valores, es posible obtener otros tipos de financiamiento, ya que existen instrumentos que otorgan calidad de acreedor al poseedor del título, a diferencia de las acciones donde el inversionista asume el riesgo del desarrollo de la empresa. Un gran número de empresas han acudido a la Bolsa para captar créditos, por medio de obligaciones quirografarias.

Las obligaciones son valores emitidos por empresas, por medio de los cuales se obligan a tomar a crédito un capital del público, pagar un interés anual en forma de pagos trimestrales o semestrales y a devolver el capital cuando se cumplan ciertos plazos. Las Obligaciones ofrecen al inversionista asegurar una rentabilidad a largo plazo.

Este tipo de valores constituye un mercado de financiamiento distinto y complementario (que no obliga a la empresa a atarse con ninguna institución de crédito) y que la provee de fondos a largo plazo para financiar proyectos.

Dentro del mercado de valores, las obligaciones han tenido un fuerte incremento en los últimos años, como puede apreciarse en el cuadro que a continuación se detalla:

EMISION DE OBLIGACIONES

AÑO	EMISORA	Importe de la Emisión (Millones \$)	Fecha	Interés %	Plazo(años)	Valor Nominal (\$)
1976	Celanese Mexicana, S.A.	200.00	Julio	12.17 N	5	1,000.00
1977	Conductores Monterrey	200.00	Junio	18.0 N	5	1,000.00
1977	Industrias Resistol	400.00	Septiembre	21.5 B	5	1,000.00
1977	Celulosa y Derivados	300.00	Octubre	18.0 N	6	1,000.00
1977	Policies, S. A.	100.00	Octubre	18.0 N	7	1,000.00
1977	Vidrio Plano de México	210.00	Noviembre	18.0 N	7	1,000.00
1978	Grupo Industrial Saltillo	150.00	Febrero	17.5 N	7	1,000.00
1978	Cristales Mexicanos	150.00	Marzo	17.5 N	7	1,000.00
1978	Union Carbide Mexicana	250.00	Abril	17.0 N	7	1,000.00
1978	Vidriera Los Reyes, S.A.	150.00	Junio	16.5 N	7	1,000.00
1978	Vidriera Monterrey, S.A.	150.00	Julio	16.5 N	7	1,000.00
1978	Cementos Tolteca, S. A.	400.00	Agosto	16.5 N	8	1,000.00
1978	Grupo Industrial Alfa	500.00	Agosto	16.5 N	10	1,000.00
1978	Cannon Mills, S. A.	60.00	Septiembre	17.0 N	7	1,000.00
1978	Formex-Ybarra	50.00	Noviembre	17.0 N	7	1,000.00
1978	Industrias Nacobre, S. A.	300.00	Noviembre	17.0 N	7	1,000.00

En el siguiente ejemplo, podemos ver el financiamiento a través de las obligaciones y la expansión que puede tener una empresa, la que ahora nos ocupa es Industrias Resistol, S. A.

Los orígenes de Resistol, S. A., se remontan a 1916, cuando la familia Patrón comenzó a experimentar con la extracción comercial de almidones derivados de la yuca o tapioca en Yucatán. De esta idea surgió, 25 años más tarde, en 1941, Adhesivos Resistol, S. A., empresa fundada por Don Rodolfo Patrón Tenorio, con un capital social de \$50,000.00, unos cuantos empleados y una planta en la Ciudad de México, que pronto resultó insuficiente.

A fines de la década de los '60, después de haber crecido y diversificado su producción, cambió su razón social a Resistol, S. A.

El paso más importante en el desarrollo de la empresa se dio cuando en 1971 se llevó a cabo la fusión de Resistol, S. A. y Monsanto Mexicana.

Monsanto Mexicana, S. A., inició sus operaciones en 1950, como subsidiaria de Monsanto Co. de St. Louis Missouri, E.U.A., empresa de importancia mundial, con tecnología avanzada y que en México se había desenvuelto en la petroquímica secundaria fabricando plásticos diversos y en la rama de la química inorgánica básica con la producción de ácido sulfúrico, ácido fosfórico y fosfatos de sodio. El nuevo reglamento del Artículo 27 de la Constitución en materia petroquímica, con-

dujo a la Compañía a buscar su mexicanización.

Se llegó a la conclusión de que en la empresa emergente de la fusión que se realizó en noviembre de 1971, participara otro grupo de inversionistas mexicanos con experiencia en administración, relaciones públicas y capacidad financiera; este nuevo grupo fue DESC, Sociedad de Fomento Industrial, S. A. de C. V.

A partir de entonces, y apoyándose en esta conjunción de esfuerzos, Industrias Resistol, S. A., ha continuado creciendo y consolidándose cada vez más.

Industrias Resistol, S. A., es una empresa mexicana con un capital social de \$500,000,000.00 que se apega a los requerimientos legales relativos a la industria petroquímica secundaria, manteniendo un mínimo de 60% de capital mexicano. El capital social está constituido por acciones comunes con valor nominal de \$20.00 cada una, totalmente suscritas y pagadas.

Es líder en varios sectores de la industria química nacional y por lo tanto, en algunas industrias de transformación derivadas. Esta organización tiene gran potencial de desarrollo, ya que cuenta con personal capacitado a todos los niveles, una organización dinámica, tecnología propia y acceso a importantes fuentes de tecnología avanzada a nivel internacional, así como modernas plantas y una sólida posición en el mercado. Sus operaciones tienen cobertura nacional y se extien-

den actualmente al exterior.

Industrias Resistol tiene seis compañías subsidiarias, en cuyos capitales participa con casi el 100%.

La empresa tiene un personal de más de 2,300 empleados, parte del cual se encuentra afiliado a distintos sindicatos. Las relaciones de la empresa con el personal y con los sindicatos son normales. Las prestaciones de la empresa son amplias y satisfactorias; su plan de beneficios abarca enfermedades, accidentes, riesgos profesionales y otros.

Esta empresa tiene como objetivo fundamental mantener su posición de liderazgo en el mercado, por lo que encaminará sus esfuerzos a conservar esta situación en los negocios que gozan de solidez y alto crecimiento, así como de buena rentabilidad y bajo riesgo. Busca consolidar su posición en ciertas áreas de negocios, siempre y cuando éstas presenten buenas oportunidades y busca, asimismo, absorber negocios con una posición sólida que apuntalen la productividad de la empresa. Su objetivo particular es el de nivelar su balanza comercial interna, por lo que las nuevas plantas están diseñadas para acudir al mercado internacional, incrementando de manera importante las exportaciones.

Las necesidades de financiamiento para nuevas inversiones y para el crecimiento de las operaciones de Industrias Resistol, S. A., han llevado a la empresa a realizar una emisión de obligaciones quirografarias.

Los fondos recabados serán aplicados en un 58% aproximadamente a la ampliación de la capacidad productiva de la empresa; la aplicación del 42% restante se dividirá en un 5% para la instalación de equipo de servicio y anticontaminación y en el restante 37% para cubrir las necesidades de capital de trabajo que se requiera en las diversas plantas.

La Emisión de Obligaciones tiene las siguientes características:

Monto: \$400,000,000.00, divididos en cuatro series de \$100,000,000.00 cada una, que se colocarán conjunta o sucesivamente.

A partir de la fecha de emisión, y mientras no sean redimidas las obligaciones, devengarán un interés creciente de:

1er semestre	21.5% anual	6o. semestre	24 % anual
2o. semestre	22 % "	7o. semestre	24.5% "
3er. semestre	22.5% "	8o. semestre	25 % "
4o. semestre	23 % "	9o. semestre	25.5% "
5o. semestre	23.5% "	10o. semestre	26 % "

Las obligaciones empezarán a devengar intereses a partir de la fecha de emisión, y los pagos se harán trimestralmente. El plazo será de 5 años a partir de la fecha de emisión para cada serie.

Todas las series se amortizarán mediante un solo pago de \$100,000,000.00,

cada una al final del plazo de la emisión.

Por ser obligaciones quirografarias, no tienen garantía específica y, por lo tanto, se establecen las siguientes limitaciones a la estructura financiera de la empresa emisora:

- 1) Debieran y deberán mantenerse como mínimo, las siguientes relaciones entre el activo circulante y el pasivo circulante: 1.2 veces durante 1977, 1.3 veces durante 1978 y 1.35 los años subsiguientes.
- 2) El pasivo total no excederá del 150% del capital contable.

Las cifras del financiamiento total conseguido a través de la Bolsa en 1978 superan lo realizado en 1976 y 1977. Durante 1978 se obtuvo un total de \$4,401.39 millones a través de colocaciones de acciones y - \$2,160.00 millones con la emisión de obligaciones, frente a - - \$394.64 millones por concepto de acciones y \$1,210 millones por obligaciones durante 1977 y \$156 millones de acciones y \$200 millones correspondientes a obligaciones durante el año de 1976.

Mediante la comparación de la Gráfica de Precios (gráfica no. 11), y de la lista de nuevas colocaciones en los últimos años que presentamos

anteriormente, podemos ver como la oferta se ha mantenido ocupando un nivel inferior al de la demanda y que aún cuando ha mostrado crecimiento, no ha podido igualar a la demanda, lo que repercute en un gran incremento de los precios.

Hay varios factores que contribuyen a que un inversionista meta su dinero a la Bolsa de Valores, entre los cuales notamos:

- 1) La fuerte campaña de publicidad que a través de los medios de comunicación masivos han desarrollado las autoridades correspondientes.
- 2) La publicidad de "boca a boca" por parte del inversionista que ha ganado dinero en la Bolsa en los dos últimos años y que a través de sus conversaciones atrae al mercado a nuevos demandantes.
- 3) Disposiciones fiscales que representan grandes ventajas en cuanto al gravamen por concepto de utilidad por venta de acciones y ganancias de capital por utilidades sobre algunas acciones.
- 4) Un marco legal adecuado, que proporciona seguridad y solventa la estructura del mercado.
- 5) Descontrol de los inversionistas con respecto a las inflaciones de 1977 (29%), 1978 (16.7%) (Fuente: Indicadores Económicos del Banco de México) y una esperada para 1979 del 20%, mientras que el interés que da el sistema bancario es del 15% en sus depósitos a 12 meses, lo que significa que, además de no poder dispo-

ner del dinero en caso de necesitarlo, se está deteriorando con respecto a la inflación, hecho contrario a lo que sucede en la Bolsa en donde, además de haber recuperado la devaluación del peso, se ha incrementado en forma positiva el poder adquisitivo de ésta.

En cuanto a las obligaciones, vemos que la tasa de interés que proporcionan es mayor que la del sistema bancario, ya que ésta es, en promedio, del 17% neto, que además permite asegurarla por un largo periodo, seguridad que no da el sistema bancario.

INSCRIPCION DE VALORES EN BOLSA.-

Para una empresa que ha guardado cierto orden en el registro de sus hechos cotidianos, resulta sencilla su inscripción en Bolsa, pues las áreas de análisis de los estudios de inscripción que las empresas deben hacer son básicamente las siguientes:

- En cuanto a los aspectos legales, las empresas deberán adecuar a la práctica bursátil todo lo referente a su constitución, estatutos, modificaciones, asambleas, etc., convirtiendo sus acciones susceptibles de oferta pública, dando de esta manera, a conocer públicamente la situación financiera de su empresa.
- Por lo que se refiere a los aspectos generales de la empresa y del mercado, desglosarán la actividad económica que desarrolle

la empresa, así como su organización, mencionando la producción actual, así como las instalaciones que para tal efecto utilice, deberá también presentar un análisis de su participación en el mercado, así como de la competencia, etc.

- En lo relativo a los aspectos financieros deberá realizar un análisis de su estructura financiera a corto y a largo plazo, enfocándolo a mostrar su solidez y rentabilidad.
- Deberá hacer mención de los planes futuros que se tengan, así como de los nuevos proyectos financieros que se piensen adoptar y de las políticas de dividendos que se vayan a seguir, así como mencionar las expansiones que se tengan presentes.
- Para cubrir los aspectos bursátiles, deberá determinar el grado de liquidez que pueda tener la acción de la empresa, lo cual logrará mediante comparaciones con empresas similares, determinará también los precios máximos y mínimos a que se han operado esas acciones o la propia de la empresa en caso de tratarse de una segunda emisión, determinará los múltiplos precio/utilidad, etc.

Una vez presentada esta documentación, el Consejo de Administración de la Bolsa decidirá su ingreso o su rechazo, mediante aprobación previa de la Comisión Nacional de Valores. Si es admitida contraerá ciertas obligaciones comprometiéndose a enviar trimestralmente cierta información financiera que la Bolsa le señale, la cual se publicará.

También deberá enviar la información financiera anual, así como la relativa a la celebración de las asambleas de accionistas que celebre la empresa. Toda esta información está enfocada a hacer verdaderamente pública y transparente la administración de la empresa.

Otras ventajas importantes al ingresar en la Bolsa son:

- Presentar una administración más responsable y, por lo tanto, más eficiente.
- No estar sujeta únicamente al uso del financiamiento crediticio.
- Obtener un importante canal publicitario.
- Poseer un positivo acercamiento con las autoridades.
- Posibilitar un mayor endeudamiento financiero a través de aumentos de capital.
- Lograr que exista factibilidad de disposición de una fuente más de financiamiento.
- Disponer de mayor flexibilidad en la decisión del pago de dividendos.
- Lograr la mexicanización de la empresa, vía Bolsa.

Con respecto a este último punto, es fundamental destacar que debido al gran impulso que ha recibido el mercado de capitales, que cada día es menos riesgoso, empresas con capital norteamericano han optado por me-

xicanizarse obteniendo así grandes ventajas como es el gozar de mayores beneficios, tanto fiscales como administrativos.

Al colocar sus valores en mercados nacionales se da cabal cumplimiento a la ley en materia de inversiones extranjeras, que indica que - cuando menos un 51% habrá de ser capital mexicano.

A través de esta medida, las empresas extranjeras verán con buenos ojos el establecerse en nuestro país, contribuyendo con todos los beneficios a equilibrar la economía y conservando el voto mayoritario por la dirección de la empresa.

Dentro de los principales beneficios se pueden citar: la generación de empleos, el incremento de las capacidades productivas de la Nación, instauración de nuevos métodos tecnológicos para el aprovechamiento de las materias primas, transmisión de las técnicas a la fuerza de trabajo mediante la capacitación, así como muchos otros beneficios.

A continuación, presentamos como ejemplo de lo anterior, la emisión de acciones de Industrias Purina, que, a través de esta oferta pública, que representa el 51% de su capital, aparentemente logró su mexicanización.

"OFERTA PUBLICA DE ACCIONES" 28,000,000 de acciones, serie A, sin valor nominal de INDUSTRIAS PURINA, S. A. DE C. V.

Precio de venta por acción \$10.00

Representan el 51% del capital.

INDUSTRIAS PURINA, S. A. DE C. V., se constituyó el 4 de mayo de 1978. Su capital social está inscrito y pagado en un 51% por Multibanco Comermex, S. A., y en un 49% por Ralston Purina Company, a través de su filial panameña Purina International, S. A.

Esta es una empresa controladora de acciones, la cual, a través de varias subsidiarias, se dedica principalmente a la producción y venta de alimentos balanceados para ganado y para aves, así como de productos avícolas. Su domicilio social está ubicado en la Ciudad de México. A través de Purina, S. A. de C. V., una de sus subsidiarias empezó sus operaciones en México en el año de 1957. Esta empresa, a la fecha, posee seis subsidiarias.

Ralston Purina Company, con sede en San Luis Missouri, E.U.A., es la empresa más importante en el mundo en cuanto a la producción de alimentos para ganado y aves, así como en la producción de alimento seco y húmedo para perros y gatos. Es también una de las empresas más importantes dedicadas a la industrialización del frijol de soya en los Estados Unidos, cereal del cual extrae pastas y concentrados de proteínas, además de aceite para ser usado en sus propios productos y para su venta a terceros.

Además de los anteriores negocios, Ralston Purina Co., participa también en el negocio de restaurantes, produce y vende otros productos como atún enlatado, cereales, productos de soya, hongos frescos, galletas, plantas de ornato y algunos otros productos. Esta empresa es reconocida mundialmente como una de las más importantes en el desarrollo e investigación de proteínas.

En México, procesa y vende gran variedad de alimentos para ganado y para aves. Las materias primas más importantes que la Compañía utiliza en la elaboración de sus productos son: sorgo, pasta de soya, harina de pescado, pasta de semilla de algodón, alfalfa, harina de carne, salvado, melaza, y pasta de cártamo. Su política básica es impulsar la producción de las materias mencionadas entre los agricultores de la región, cercanos a sus plantas productoras, ofreciendo así, a un importante sector del campo mexicano, un mercado seguro y permanente para sus productos. Esta política ha tenido gran influencia en el desarrollo de la agricultura de algunas regiones del país.

Da actualmente ocupación a 1,436 personas, de las cuales 996 trabajan en las plantas, 99 en el área de mercadeo y ventas, y 325 en labores administrativas. Los restantes 16 son químicos o laboratoristas especializados. A excepción de 6, todos estos trabajadores son mexicanos.

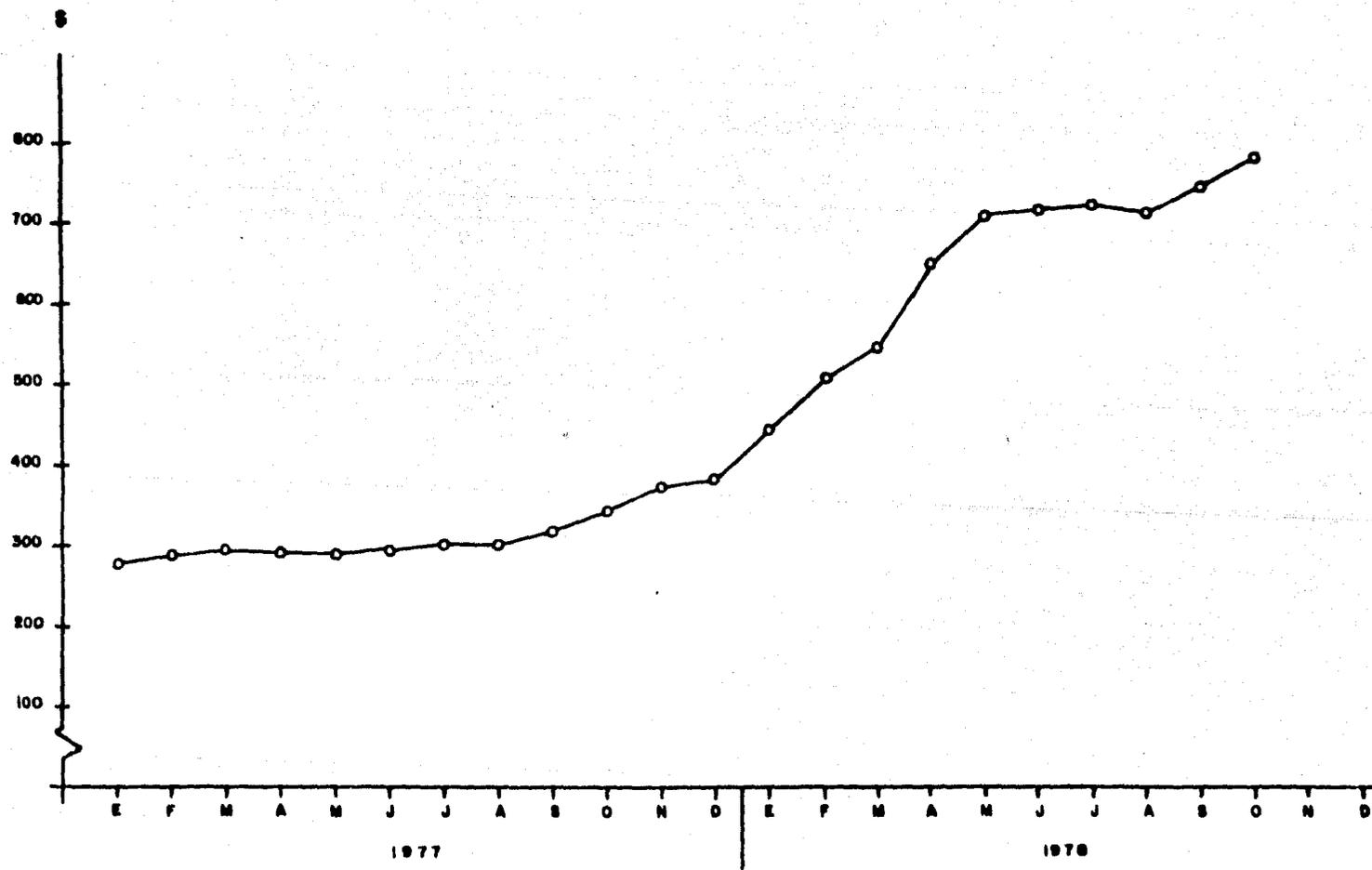
La Compañía cuenta con asistencia técnica de Ralston Purina, Co., al amparo de varios contratos sobre la materia, por los que Industrias

Purina, S. A. de C. V., recibe información y auxilio en la formulación de alimentos, ingeniería, finanzas, control de calidad y administración en general.

El objetivo de colocar el 51% de las acciones entre el público mexicano, es permitir a la Compañía diversificarse hacia otros campos en los cuales Ralston Purina, Co., tiene conocimientos y experiencia, así como para reducir el porcentaje de la inversión extranjera en esta compañía al 49% del capital social. Como resultado de esta colocación de acciones entre el público inversionista, se logrará la mexicanización de Industrias Purina, S. A. de C. V., y, por ende, la de todas sus subsidiarias.

La Compañía proyecta realizar inversiones de capital durante los ejercicios sociales de 1978 a 1982, tanto en la expansión y reemplazo de sus actuales instalaciones, como en la construcción de dos nuevas plantas de alimentos balanceados.

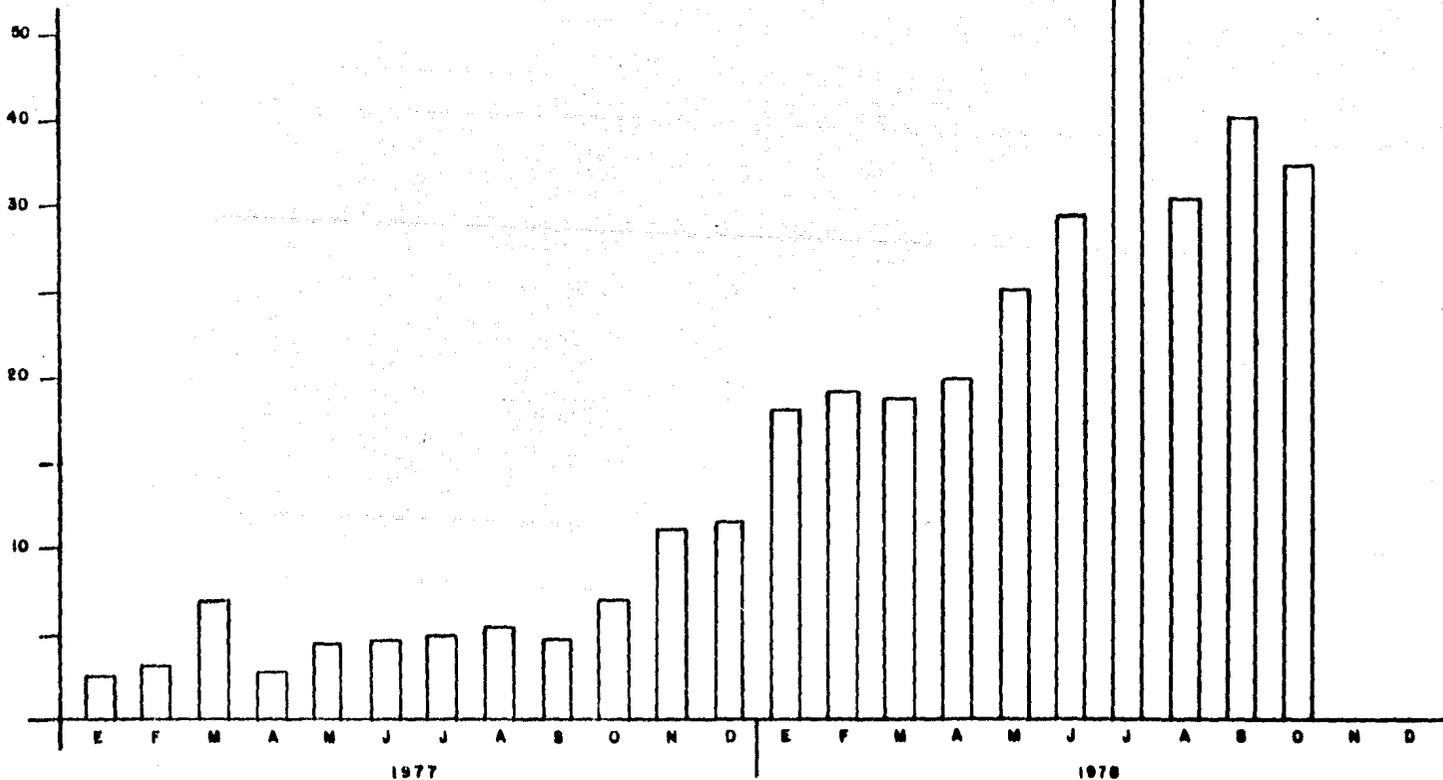
INDICE DE PRECIOS EN LA BOLSA DE VALORES (AL CIERRE DEL MES)



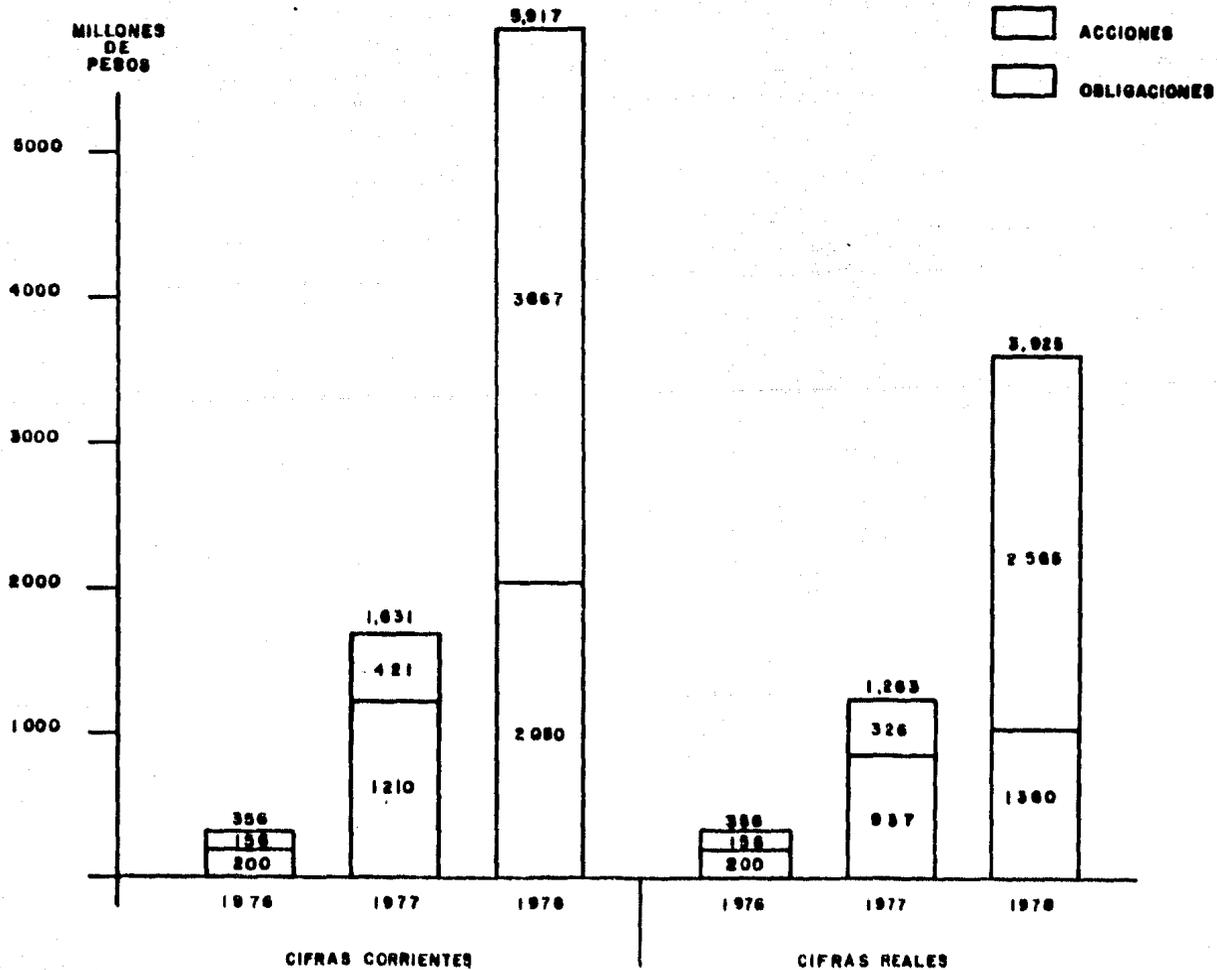
GRAFICA II

VOLUMEN DE ACCIONES NEGOCIADAS EN LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

MILLONES DE ACCIONES



GRAFICA 12



GRAFICA 13

V.- C O N C L U S I O N E S

A continuación exponemos una breve síntesis de como el mercado de valores se ha desarrollado dentro del sistema financiero mexicano en los últimos años.

Anteriormente, en México no existía un verdadero mercado de valores; hasta hace poco, en 1975, se creó una estructura legal que a través de la Ley del Mercado de Valores, fija el marco adecuado para la realización de las diferentes operaciones bursátiles bajo mecanismos que proporcionarían seguridad, solidez y estabilidad en las transacciones.

Las empresas se financiaban únicamente mediante los créditos que pudieran obtener en el mercado de dinero, a través del sistema bancario, así como de los proveedores. Debido a la sobrevaluación e inestabilidad del peso, tanto la captación bancaria como los créditos, tendieron a dolarizarse y, en esta situación, sobrevino la devaluación, afectando grandemente los resultados de las empresas, que registraron pérdidas o si no llegaron hasta esta situación, sí se vieron seriamente afectadas.

Esta devaluación crea la necesidad de modificar las bases de la estructura financiera que apoye al sistema productivo del país para que ésta

se desarrolle dentro de un contexto nacional, mediante diversas opciones de financiamiento, sin depender en gran medida de los créditos externos.

En esa situación, el inversionista vió la necesidad de vigilar sus ahorros, ya que debido a la devaluación e inflación, su dinero perdía cada vez más el poder adquisitivo, tanto a nivel nacional como internacional.

El empresario ve la necesidad de financiar parte de su capital en pesos y al mismo tiempo, contar con créditos a plazos mayores que el que pueda ofrecer el crédito bancario, permitiéndole, con ello, una mayor planeación de su empresa.

Podemos ver que a partir de 1976, se han registrado alzas en las cotizaciones de los valores en la Bolsa, lo cual fija las bases para que el inversionista acuda con más frecuencia a este mercado, que actualmente proporciona una mayor protección a su ahorro.

Vemos que por primera vez en México, se realizó una campaña publicitaria masiva que apoya realmente al mercado de valores, la cual continúa realizándose.

Con todo lo anterior, se hace necesaria la creación de un sólido mercado de capitales, que junto con el sistema bancario existente, fije los cimientos necesarios para el establecimiento de un sano mer-

cado financiero mexicano. Actualmente nos encontramos en los principios de la estructuración de un verdadero mercado de valores.

La empresa en México ya pasó por la triste experiencia de tener gran parte de sus pasivos en dólares, si bien, seguirá necesitando de estos créditos, lo hará bajo diferentes medidas ya que ahora tiene acceso a diversos tipos de créditos, a través del mercado de valores mexicano.

Debido a la situación actual, es posible suponer que la tendencia de la empresa familiar en México será la de buscar su institucionalización en base a lo cual podrá satisfacer sus necesidades de financiamiento, a través de colocar sus acciones en Bolsa.

Bajo la actual situación que presenta el Mercado de Valores, las empresas acudirán más al mercado mismo, no sólo en busca de financiamiento, sino, además, con el beneficio de vender su empresa con múltiplos más altos, es decir, a mejor precio.

Una de las grandes ventajas del mercado de valores, es la seguridad que ofrece ante la fuga de capitales, así como la autoregulación del mercado en época de desconfianza, mientras que como hemos visto, el mercado bancario no cuenta con dichos mecanismos.

Una economía, para que sea sana, debe contar con una estructura tal que equilibre la intervención, tanto de un mercado de valores, como de un mercado bancario.

Mundialmente se han venido manifestando grandes cambios dentro del contexto de estructuras económicas y financieras. Dichos cambios se presentan cada vez con mayor dinamismo, afectando, día a día, a mayores núcleos de población.

México, como país en vías de desarrollo, con gran interés en superar y mejorar su situación en términos generales, a través de políticas que permitan la adaptación de su estructura a los grandes cambios mundiales, así como tendientes a lograr el desarrollo integral del sistema financiero que optimice los recursos del país, encaminándolos a fortalecer una infraestructura ágil y eficiente que permita mejorar las condiciones sociales y económicas de la nación, ha manifestado gran interés por conocer e implementar dentro de su sistema, estos cambios encauzándolos a la obtención de beneficios propios que fructifiquen en un sano crecimiento económico institucional.

El sistema financiero mexicano, tradicionalmente había venido operando como mercado cerrado, (es decir, con emisiones de acciones privadas), limitando en grandes proporciones sus posibilidades de expansión. En este mercado se trabajaba mediante un tipo de cambio fijo,

el cual mantuvo sobrevaluado el peso mexicano a lo largo de 22 años, en detrimento de la economía nacional; existían tasas de interés poco ágiles, en relación a la tasa de interés internacional, y documentos a largo plazo, pero redimibles a la vista y a la par, que entorpecía el financiamiento necesario para el desarrollo del sistema productivo, que traían como resultado la salida de capitales del país en momentos de desconfianza.

Actualmente, se está trabajando dentro de un mercado abierto, que ha facilitado la adaptación a nuevas técnicas por medio de las cuales podremos lograr ubicarnos dentro del contexto internacional en beneficio propio. Este mercado abierto propicia el surgimiento de documentos con tasas de interés y precios variables con respecto a las fluctuaciones diarias, tanto nacionales como internacionales. El tipo de cambio que se maneja es fluctuante, eliminando así la sobrevaluación del peso; la captación de ahorros se realiza, tanto en el mercado de dinero como en el de capitales, a través de títulos que emiten el sector público, bancario y empresarial.

Antes de la devaluación y por la dolarización del sistema bancario, hubo también una dolarización de los pasivos de las empresas, que no les permitía hacer planes de crecimiento a largo plazo, ni concedía niveles de seguridad razonables. Por medio del financiamiento que las empresas pueden obtener a través de la Bolsa, se abren las puertas para que, a la larga, debido a la maduración del mercado, no se tenga que acudir a financiamiento en dólares, lo cual repre-

enta un riesgo mayor debido al tipo de cambio fluctuante.

Podemos apreciar cómo, en este último año, el Mercado de Valores mexicano ha entrado en una etapa de rápido crecimiento, obteniendo - grandes incrementos equivalentes al 25% del total de la operación del mercado financiero y llegando a cuadruplicarse en términos reales, la captación de recursos, ésto nos indica, primero, que deberá guardarse la estabilidad lograda y segundo, que debemos seguir impulsando este mercado tendiente a un mayor crecimiento.

Para lograr el desarrollo de un mercado, donde la inversión extranjera es útil como inversión, y no como administración, en acciones y obligaciones, que permite traer dinero del exterior en pesos, debemos enfocar nuestra atención al aspecto cualitativo, ya que esperamos calidad, que a la larga será la que nos reditúe la seguridad, confianza y estabilidad necesarias para continuar con el impulso del mercado mismo, sin, por ésto, descuidar el aspecto cuantitativo.

Es indispensable contar tanto con los recursos materiales como humanos necesarios para el logro de las actividades bursátiles cualitativas que tiendan siempre a impulsar y mejorar la captación de recursos en beneficio propio de la empresa y como consecuencia de la economía mexicana.

La infraestructura del mercado de valores mexicano es insuficiente, por lo que debemos realizar la adecuada planeación del mismo, tomar-

do en consideración que el desarrollo de este mercado es muy amplio, y que el crecimiento a corto plazo podrá ser muy grande, para lo cual, debemos prepararnos concienzudamente logrando que este mercado reciba el apoyo que necesita y que necesitará en un futuro próximo.

Esta preparación consistirá en planear la economía del país para recibir estos incrementos, así como al sistema financiero en sí; más que nada adiestrando los recursos humanos necesarios que solventen este crecimiento, los cuales deberán estar altamente capacitados en términos profesionales, para dar el apoyo requerido a ésta área.

Debemos proveer al mercado de valores de los recursos materiales adecuados que sean una base solvente para este desarrollo que se apoyará en sistemas que optimicen el buen funcionamiento y logren información instantánea y confiable para la realización de un creciente intercambio bursátil. Para poder consolidar este mercado y equilibrar, lo, desde ahora se deben fijar programas que tengan bien definidas las metas a corto y a largo plazo, así como el objetivo mismo del programa, logrando con ello un crecimiento armónico y estable, mediante una sólida permanencia en la expansión del mercado de valores que lo integre en su totalidad al sistema financiero.

Es necesario contar con una mente analítica y oportuna que vislumbre los cambios futuros y poder así analizar con anterioridad las diferentes alternativas que puedan ocurrir, con lo cual, estaremos siempre preparados para acondicionarnos a lo que más nos convenga y adaptar-

nos con los menos riesgos posibles a políticas oportunistas seguras, que logren la aceptación e implantación de los cambios, sin necesidad de acudir a la improvisación de actitudes que pudieran ser desfavorables a nuestro desarrollo. Todo esto, lo podemos lograr mediante la coordinación de esfuerzos de los diferentes sectores: bancario, gubernamental y empresarial.

Uno de los problemas más grandes del Sistema Financiero Mexicano se presenta en la captación de ahorros, la cual se manifiesta insuficiente, por lo que debemos promover medidas que nos ayuden a incrementar la captación misma y no quedarnos ahí únicamente, sino canalizarla al sector productivo mediante la obtención de inversiones tanto privadas como públicas que fructifiquen generando capital que a la larga solvete al Sistema Financiero Mexicano.

Debemos aprovechar nuestra prosperidad petrolera, encauzándola hacia una eficiente captación de recursos que se enfoque a la obtención de inversiones productivas que generen así, una estructura sana y equilibrada.

Estamos concientes de que la economía nacional no soporta el seguir financiándose solamente con créditos, por lo que, mediante el impulso de nuevas colocaciones en bolsa, así como nuevas fuentes y sistemas de financiamiento, podremos ampliar los recursos y así lograr la obtención de financiamientos básicos para la realización de una economía amplia y equilibrada que se apege a la evolución de nuevas prác-

ticas en el mercado. Estamos replanteando nuevos esquemas de financiamiento y adoptando una actitud dinámica que logre optimizarlos.

Basándonos en la realidad, debemos proyectar nuestras necesidades bursátiles futuras.

Las medidas correctivas aplicadas al mercado de valores mexicano han empezado a dar frutos, ya que observamos que en 1978 la captación por este renglón fue del 72%, equivalente a un monto de \$90,158 millones, comparado con el año anterior, que ocupó un 14%, equivalente a un monto de \$23,720 millones, observamos así, la revitalización del mercado de valores mexicano. (Fuente: Publicación Mensual, Bolsa Mexicana de Valores, S. A. de C. V.).

El mayor porcentaje de nuevas colocaciones se encuentra representado por empresas de provincia, por lo que debemos impulsar y proporcionar la información necesaria a las instituciones de provincia para lograr que este sector participe más, día a día, de las actividades bursátiles.

Actualmente, la demanda de acciones es mayor que la oferta, lo cual produce un desequilibrio, debemos afrontar la situación y regular el mercado para que éste no se vea afectado, logrando una misma fluidez tanto para la oferta como para la demanda.

Para equilibrar el Sistema Financiero Mexicano, debemos también impulsar a las Sociedades de Inversión, que son el paso intermedio en-

tre los valores de renta fija y los de renta variable, ya que no representan el riesgo que implica la compra de valores de renta variables y sin embargo, se encuentran en el mercado de capitales pero ofreciendo la seguridad para el inversionista, mediante los análisis necesarios que normalmente el inversionista no se encuentra facultado a realizar.

La mexicanización de las empresas a través de Bolsa, las coloca en igualdad de competencia frente a las empresas nacionales, contribuyendo así, al financiamiento de un sano desarrollo económico.

Actualmente existen aproximadamente 450 empresas inscritas en Bolsa, de las cuales solamente menos de 200 se encuentran activas, es decir, que sus acciones son negociadas con una frecuencia semanal; dentro de unos cuatro años, duplicaremos esta cantidad para lo cual deberemos estar preparados.

Son las decisiones de la política monetaria las que afectan al inversionista bancario, por lo que si se sigue impulsando y alentando al mercado bursátil lograremos disminuir la renta fija en beneficio de la renta variable.

Existen actualmente 34 Casas de Bolsa, el proceso de selección de las mismas deberá ser muy cuidadoso para asegurar que se logre mantener el precio de equilibrio, base del crecimiento del mercado de valores mexicano.

Son indispensables campañas educativas de publicidad, que incentiven y canalicen ahorros a través de diversos planes de inversión; dando a conocer las ventajas del financiamiento vía Bolsa, así como; los diferentes instrumentos de inversión existentes.

Es necesario preparar a las empresas para recibir los cambios económicos que sucedan a nivel internacional, instruyéndolas sobre las diferentes alternativas a seguir, que proporcionen seguridad, así como, la adopción de nuevos sistemas y mecanismos susceptibles de adaptarse a la situación específica empresarial que se presente, logrando con ello, afrontar la realidad económica mundial para beneficio, tanto propio, como del país.

Debido a la gran demanda de valores, es necesario en beneficio del propio sistema, que las empresas reciban información relativa a cómo colocar en Bolsa, ya que ésta es el momento oportuno para dar respuesta adecuada a los requerimientos del mercado financiero en sí mismo.

INDICE ALFABETICO

- Actividad Bursátil 13, 77, 163, 166.
 Agentes de Bolsa 13, 14, 15, 98, 103.
 Ahorradores puros 2
- Banco de México, S. A. 52, 55, 78, 124.
 Bolsa de Valores 5, 7, 9, 11, 12, 13, 16, 78, 98, 100, 124, 129,
 133, 138, 140, 146, 147, 149, 150, 162, 167, 168.
- Casas de Bolsa 14, 78, 98, 167.
 Colocación 1, 3, 42, 78, 126, 129, 133, 146, 154, 160, 165, 166,
 168.
 Comisión Nacional Bancaria 77.
 Comisión Nacional de Valores 26, 27, 28, 50, 77, 100, 149.
 Corredores 9.
 Cotización Bursátil 69, 79, 127, 130, 137, 159.
- Devaluación 42, 61, 65, 73, 123, 124, 127, 148, 158, 159, 162.
 Diversificación 154.
- Emitidos por Empresas, Valores 17, 25, 26, 42-95, 120, 162, 165.
 Emisión de Valores 14, 129, 130.
 Empresa Controladora 113.
 Empresas emisoras 14.
 Empréstitos estatales 8.
 Endeudamiento 125, 126.
 Estímulos Fiscales 106, 117, 118.
- Financiamiento 1, 2, 9, 41, 42, 52, 53, 79, 80, 102, 106, 109, 123,
 129, 138, 140, 142, 144, 146, 158, 159, 160, 162, 165, 166,
 167, 168.
- Fluctuación de la moneda 42, 61, 66, 162, 163.
 Flujo de Fondos 4.
 Fondos Inactivos 1.
 Fuga de Capitales 61, 66, 68, 72, 73, 91.
- Inflación 47, 50, 53, 70, 73, 80, 88, 89, 93, 147, 159.
 Inscripción de Valores en Bolsa 148, 149.
 Instituciones de Crédito y Establecimientos Bancarios, Ley de 12.
 Instituto del Mercado de Valores 95.
 Instituto para el Depósito de Valores 103, 104.
 Intermediación financiera 54, 72.
 Intermediarios financieros 1, 2, 3,
 Inversión de fondos 1.
- Ley General de Instituciones de Crédito y Organismos Auxiliares 51.
 Ley de la Comisión Nacional de Valores 51.
 Ley del Impuesto Sobre la Renta 110, 111, 118, 119.
 Ley del Mercado de Valores 42, 50, 97, 98, 156.

- Mediación 2.
 Mercado Abierto 162.
 Mercado Accionario 126.
 Mercado Bursátil 5, 30, 129.
 Mercado Cerrado 162.
 Mercado de Capitales 3, 41, 42, 43-95, 97, 109, 123, 124, 133, 159, 162, 167.
 Mercado de dinero 3, 42, 43, 44-95, 97, 158, 162.
 Mercado de Valores 8, 9, 11, 41, 97, 100, 129, 130, 140, 158, 159, 160, 161, 163, 164, 166, 167.
 Mercados Financieros 1, 3, 5, 30, 44-72, 109, 130, 163, 168.
 Mexicanización 150, 151, 154, 167.
- Obligaciones Quirografarias 139, 140, 144, 145.
 Oferentes y demandantes 2, 3, 124.
- Políticas Monetarias 44.
 Prestatarios Puros 2.
- Reglamento que crea la Comisión Nacional de Valores 50.
 Reglamento Interior de la Comisión Nacional de Valores 50.
- Sector Bancario, Valores del 17, 23, 24, 41, 42-95, 162, 165.
 Sector Público, Valores del 17, 18, 19, 20, 21, 22, 42-95, 162, 165.
- Sistema Bancario 12, 51, 61, 70, 71, 105, 147, 158, 159.
 Sistema Financiero 9, 15, 30, 47, 53, 60, 62, 71, 83, 88, 93, 94, 95, 97, 123, 127, 133, 158, 161, 164, 165, 166.
- Sociedad Anónima 7.
 Sociedad de Fomento 115, 116, 119, 120.
 Sociedad de Inversión 110, 120, 121, 122, 166.
 de Crecimiento 122.
 de Renta 122.
- Sociedad por Acciones 7, 8.
 Sociedades Balanceadas 122.
 Sociedades Promovidas 115, 116, 119.
- Tipo de Cambio 73.
- Valores
 del Sector Bancario (ver Sector Bancario).
 del Sector Público (ver Sector Público).
 emitidos por Empresas (Ver Emitidos por Empresas).
 Valores no registrados en Bolsa, Reglamento Especial para el ofrecimiento de, 51.

B I B L I O G R A F I A

- 1) Mancera Hnos. y Colaboradores, "Terminología del Contador", Ed. Banca y Comercio, S. A., México, D. F., 1974
- 2) Clower, Robert W., Due John F., "Microeconomía", Ed. Tecnos, S. A., España, 1978
- 3) Farías García, Pedro, Pérez Murillo, José, "...Qué es un Banco?", Argrin Publicidad, S. A., México, D. F., 1976
- 4) Saldaña Alvarez, Jorge, "Manual del Funcionario Bancario", Ediciones Jorge Saldaña Alvarez, México, D. F., 1976
- 5) Attiyeh, Richard, Lunisden, Keith, Bach, George Leland, "Fundamentos de Economía", Cursos Programados Dausto, Tomos I y II, Ediciones Dausto, España, 1971
- 6) Henning, Charles N., Pigott, William, Scott, Robert Haney, "Financial Markets and the Economy", Prentice-Hall, Inc., New Jersey, 1975
- 7) Bolsa Mexicana de Valores, "Anuario Financiero y Bursátil 1977", 1976, 1975, 1974., México, D. F.
- 8) Fernández Hurtado, Ernesto, "Cincuenta años de la Banca Central", Ed. Fondo de Cultura Económica, México, D. F., 1976
- 9) Petricioli Iturbide, Gustavo (Lic.), "Fuentes de Financiamiento para la Empresa", Revista del Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, Junio de 1978, México, D. F.
- 10) "Examen de la Situación Económica de México", Banco Nacional de México, S. A., México, Marzo de 1978
- 11) Gitman, Lawrence J., "Fundamentos de Administración Financiera", Ed. Harla, México, D. F., 1978
- 12) "Una Breve Visión de la Economía Mexicana", Multibanco Comermex, S. A., México, 1978
- 13) Bolsa de Valores de México, "México Progresa, ¿Qué es la Bolsa de Valores?", México, 1977

- 14) Legislación Bancaria, Ed. Porrúa, S. A., México, 1977
- 15) Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Ed. Porrúa, S. A., México, 1978
- 16) Certificados de la Tesorería de la Federación, Banco de México, S. A., México
- 17) Indicadores Económicos, Banco de México, S. A. Noviembre y Diciembre de 1978
- 18) López Portillo, José (Lic.), Mensaje de Toma de Posesión, México, Diciembre de 1976
- 19) Petrobonos, Prospecto, abril de 1977, Nacional Financiera, S. A. México, 1977
- 20) Ley del Mercado de Valores, Comisión Nacional de Valores, México, 1975
- 21) Examen de la Situación Económica de México, Banco Nacional de México, S. A., Varios Números, México, 1978
- 22) Manual de Sociedades de Inversión, Multibanco Comermex, S. A., México, Julio de 1976
- 23) Una forma más de invertir, Fondo de Inversiones Banamex, S. A., México, 1976
- 24) Diez Preguntas que debe contestar antes de adquirir acciones comunes, Comermex, Casa de Bolsa, S. A., México
- 25) Su Futuro, Comermex, Casa de Bolsa, S. A., México, 1977
- 26) Lo que Ud. debe saber sobre Obligaciones, Comermex, Casa de Bolsa, S. A., México
- 27) El Inversionista Mexicano, Mexican Financial Advisory Service, S. A., Varios números, México
- 28) El Mercado de Valores, Nacional Financiera, S. A., Varios números, México 1976, 1977 y 1978.