

76
204.

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

EL PROCESO DE LA DESINTERMEDIACION

FINANCIERA: UN ENFOQUE ECONOMETRICO

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE LICENCIADO EN ECONOMIA

P R E S E N T A

ROBERTO ARTURO MOLANO NUCAMENDI

MEXICO, D.F.

AGOSTO 1988



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

EL PROCESO DE LA DESINTERMEDIACION FINANCIERA

PAG.

INTRODUCCION.	1
1.- EVOLUCION DEL DEBILITAMIENTO DEL SISTEMA BANCARIO MEXICANO.....	5
1.1. Antecedentes.	6
1.2. Componentes del Sistema Financiero Mexicano.....	11
1.2.1 Banca Central.....	13
1.2.2 Banca Comercial.....	13
1.2.3 Banca de Desarrollo.....	15
1.2.4 Intermediarios financieros no bancarios.....	15
1.2.4.1 Mercado de Valores.....	16
1.2.4.2 Compañías de Seguros y Afianzadoras.....	16
1.3 Desarrollo de la Captación Bancaria.....	17
1.4 El Debitamiento de la Banca.....	21
2.- LA DESINTERMEDIACION FINANCIERA.....	25
2.1. La Política Fiscal.....	26
2.1.1 Ingresos Públicos.....	29
2.1.2 Gastos públicos.....	30
2.1.3 Las empresas públicas.....	31
2.1.4 Déficit y deuda públicos.....	32
2.2. La Política Monetaria.....	38
2.2.1 Instrumentos de la Política monetaria.....	39
2.2.2 Mecanismos de regulación monetaria.....	43
2.2.3 Interacción entre políticas monetaria y fiscal	46
2.2.4 La oferta monetaria.....	46
2.2.5 La intermediación financiera.....	47
2.2.6 La captación bancaria.....	49
2.3. El Proceso Inflacionario.....	51

3. EL MERCADO DE VALORES.	56
3.1. Introducción.	57
3.2 Los instrumentos Bursátiles.	61
3.3 El Mercado de Dinero.	65
3.3.1 Inversiones de Renta Fija.	65
3.3.1.1 Los Certificados de la Tesorería.	69
3.3.1.2 Aceptaciones Bancarias.	70
3.3.1.3 Papel Comercial.	71
3.3.3.1.4 Bonos de Indemnización Bancaria.	72
3.3.3.1.4 Obligaciones Corporativas.	73
3.3.2 Inversiones de Protección.	75
3.3.2.1 Petrobonos.	76
3.4 El Mercado de Capitales.	82
3.4.1 Las acciones.	82
3.4.1.1 El Mercado Accionario.	83
3.5 El Auge Bursátil.	87
4. PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.	95
4.1 Contexto Financiero.	96
4.1.1 Agregados Monetarios.	97
4.1.2 Política Crediticia.	99
4.1.3 Finanzas Públicas.	103
4.2 La Bolsa durante 1987.	107
4.2.1 Desarrollo del Mercado de Valores.	111
Conclusiones.	114

Apéndice Estadístico.

Apéndice Econométrico.

Bibliografía.

INTRODUCCION

INTRODUCCION

I N T R O D U C C I O N

En el presente trabajo titulado " El Proceso de la Desintermediación Financiera: Un Enfoque Econométrico" se pretende realizar un análisis de los factores que han incidido en el deterioramiento del sistema bancario, el cual ha sufrido diversos cambios estructurales que aunados a condiciones desfavorables de coyuntura han generado un proceso de desintermediación financiera, que ha dado como resultado una disminución en la captación real de recursos financieros.

En el Primer Capítulo denominado Evolución del Debilitamiento del Sistema Bancario Mexicano se exponen cada uno de los componentes del Sistema Financiero Mexicano (SFM) tanto bancarios como no bancarios, así como el proceso histórico por el cual ha llegado a debilitarse la Banca mediante un seguimiento histórico de la captación bancaria.

En el Segundo Capítulo se estudian los diferentes factores económicos que han incidido en la desintermediación financiera, como la política fiscal, que ha provocado un déficit y una deuda pública cuantiosa, mermando los recursos financieros del Gobierno y desviándolos de los sectores productivos, lo cual ha frenado la actividad económica del país.

Otro factor importante es la política monetaria instaurada por el Gobierno y su interacción con la política fiscal; el pro

ceso inflacionario constituye un aspecto fundamental que se ha convertido en el principal problema a resolver, dentro de las políticas económicas de las últimas dos administraciones y que en los últimos años ha ocasionado un descontento generalizado dentro de la población, llegando incluso a convertirse en un problema político.

El Capítulo Tres hace referencia exclusivamente al mercado bursátil, que ha presentado un desarrollo vertiginoso y muy importante dentro del ámbito financiero nacional. Sin embargo, por las características estructurales del país, el mercado de valores en México es netamente especulativo y de corto plazo, por lo que aún no constituye un factor determinante para impulsar la inversión productiva, como sucede en otros países de economías más desarrolladas.

En el Cuarto y último Capítulo se lleva a cabo un análisis de los últimos acontecimientos durante 1987, con un anexo referido al programa implantado en diciembre pasado por el Gobierno, en donde se pretende atacar más directamente los principales problemas económicos del país, inflación y deuda externa.

Dentro de las conclusiones se hace mención a la necesidad de establecer un esquema financiero adecuado, a través de una política de tasas de interés más coherente, a efecto de que no se presenten disparidades ajenas al mercado.

Por tanto, es necesario tomar en cuenta los diferentes factores relacionados con el dinero: tasas, monto, plazos y riesgo. En este sentido se requiere que las tasas pasivas de interés que la banca ofrece al público inversionista sean competitivas con los demás agentes financieros y que exista una adecuada correlación con los distintos rendimientos del encaje legal y otros instrumentos de regulación monetaria.

Se establecerá una ecuación que determine en un momento dado el monto de la captación en el sistema financiero mexicano de tal forma que se logre obtener un panorama más amplio del problema.

$$V_1 = \beta_0 + \beta_1 V_2 + \beta_2 V_3 + \beta_3 V_4 + \beta_4 V_5 + \beta_5 V_6 + u$$

donde:

V1: Variable dependiente, Captación Total.

V2: Billetes y moneda metálica.

V3: Cuentas de cheques (moneda nacional y extranjera), incluyendo cheques certificados.

V4: Instrumentos de ahorro líquidos (Depósitos de ahorro; Depósitos retirables en días preestablecidos. Depósitos a plazo fijo de 1 mes; Certificados de depósito bancario a plazo de 1 mes; Bonos financieros; Bonos hipotecarios ordinarios; Certificados de participación Nafinsa; Cer-

tificados de inversión; Títulos financieros de Nafinsa; Bonos de Patronato del Ahorro Nacional).

V5: Instrumentos de ahorro a plazo (Depósitos a plazo fijo de 3, 6, 12, 18 y 24 meses; Certificados de depósito bancario de 3, 6 y 12 meses; Bonos hipotecarios especiales; Pagarés; Certificados financieros; Títulos de capitalización; Depósitos a plazo del programa especial; Depósitos a plazo de 11 y 12 años).

V6: Instrumentos financieros no bancarios (CETES, aceptaciones bancarias, papel comercial, petrobonos, bonos de indemnización bancaria y obligaciones quirografarias).

U: Término estocástico.

CAPITULO 1

J. EVOLUCION DEL DEBILITAMIENTO DEL SISTEMA
BANCARIO MEXICANO

1.1 Antecedentes.

En sus orígenes, el sistema financiero mexicano estuvo marcado por la presencia de bancos extranjeros, de procedencia francesa, inglesa y posteriormente norteamericana.

Esta banca se vincula a la entrada de la inversión extranjera en México, al sector agrominero exportador, y con las modalidades de la época, cumple ciertas funciones claves para el Estado Porfirista (principal emisor, intermediario en empréstitos - externos, etc.).

Con posterioridad a la revolución y con la crisis de 1929, - el sistema financiero mexicano sufre importantes cambios, entre ellos la pérdida de importancia de la banca extranjera y la transformación de los antiguos bancos, que habían estado fuertemente - ligados a los intereses agrarios del porfiriato, en instituciones ligadas a la propiedad urbana y a la expansión industrial de las décadas siguientes.

En la readecuación del sistema financiero, éste queda en manos, fundamentalmente, de la burguesía local y del Estado, que en la -- década de los treinta comienza a impulsar el surgimiento de las -- instituciones Nacionales de Crédito. También en esta década, el Es- tado asume plenamente la gestión monetaria nacional, convirtiéndose en el único emisor, declarando el billete inconvertible y esta-

bleciendo el curso forzoso.

La gestión compartida, entre la burguesía local y el Estado, del sistema financiero mexicano se expresa en la conformación del Consejo de Administración del Banco de México, donde ambas partes estarán presentes.

La ley de 1941 define en forma clara que el sistema bancario se organiza con instituciones especializadas. Bajo la división de un mercado de dinero y uno de capitales, las instituciones quedan, según su especialización, ligadas a uno u otro.

Después de la Segunda Guerra Mundial, el sistema financiero registra un importante crecimiento (medido por los recursos que maneja, vistos como proporción del PIB).

Sin embargo, sus límites están fijados por la estructura industrial del país con una significativa expansión de los bienes de consumo y un escaso desarrollo del sector de bienes de capital. Así, una industrialización no plena conduce a un sistema financiero en pleno, donde una parte importante del financiamiento -sobre todo el ligado a los equipos y bienes de capital- proviene del extranjero.

A partir de 1970, las autoridades hacendarias introdujeron -

dos disposiciones legales que eliminaron el tradicional concepto de banca especializada. Las modalidades introducidas fueron:

- Grupos Financieros Integrados (1970). Se concibieron como agrupación de instituciones de crédito, entre las cuales existían nexos patrimoniales de importancia, que se obligan a seguir una política financiera coordinada. Así, Bancomer, por ejemplo, integró en tres departamentos -el comercial, el financiero y el hipotecario- lo que eran tres instituciones separadas. Debe notarse que estos grupos financieros, según la terminología legal, ya existían de hecho.

- Banca Múltiple (1974). Se abandona el concepto de banca especializada con el propósito de evolucionar hacia instituciones que operen todo tipo de instrumentos para allegarse recursos en plazos y en mercados diferentes, y que ofrezcan a su clientela servicios financieros integrados.

- La creación de la banca múltiple, contemplada en la Ley Bancaria de 1974, señala como objetivos generales:

a) La evolución de la banca hacia la conformación de banca múltiple, que permita dentro de cada grupo bancario una mayor coordinación en sus políticas y operaciones y mejores condiciones de eficiencia.

b) La posibilidad de que surjan nuevas instituciones bancarias múltiples mediante fusiones de instituciones pequeñas, lo que mejoraría su situación competitiva frente a los grupos grandes.

La banca múltiple quedó definida en términos legales como aquella institución que puede, en una misma sociedad, operar diversos instrumentos de captación de recursos y de concesión de créditos, con lo que le es posible adaptarse a las cambiantes situaciones del mercado.

Las causas determinantes para la introducción de la banca múltiple en México fueron:

a) En los últimos treinta años el sistema financiero mexicano se ha ido concentrando; para la década de los setentas, unos cuantos bancos controlaban un alto porcentaje de los recursos. La banca múltiple, en tanto promueva las fusiones entre bancos medianos y pequeños, estuvo destinada a contribuir a la desconcentración financiera.

b) En los años setentas los costos bancarios se elevaron con relación a períodos anteriores. Los mayores costos repercutieron sobre los usuarios del servicio bancario. Al consolidar las distintas actividades, o departamentos, la banca múltiple permiti-

ría reducir los costos administrativos.

c) En los setentas el sistema financiero mexicano fué afectado por la desintermediación. Los activos financieros en poder del público, como porcentaje del PIB, se redujeron relativamente. La banca múltiple pretendía lograr un mejor aprovechamiento de sucursales y contribuir a elevar la intermediación.

d) Los bancos mexicanos comenzaron a operar en el mercado internacional. La banca múltiple, significaría una consolidación de activos, permitiendo que los bancos mexicanos se presentaran en el mercado internacional con un volumen de negocios superior al del mero banco comercial.

Si bien en sus inicios, la implantación de este sistema prometía buenos resultados, los diversos mecanismos financieros nacionales no permitieron el impulso adecuado para lograr las metas deseadas, sin embargo surgieron los intermediarios financieros no bancarios que hasta la fecha han mantenido un ritmo creciente.

De esta situación se encargará el presente trabajo, con el objeto de analizar el mercado bursátil y el sistema bancario, para explicar las causas de lo que se ha denominado desintermediación financiera.

1.2 Componentes del Sistema Financiero Mexicano.

El sistema financiero se define como el conjunto de instituciones, políticas e instrumentos que permiten la transferencia de recursos de sectores económicos con dinero hacia sectores -- que lo requiera. Es decir el papel del sistema financiero es el de transferir recursos dentro de la actividad económica a su -- conjunto, convirtiendo decisiones de ahorro en decisiones de -- inversión.

El ahorro es aquella parte del ingreso que no se destina al gasto en consumo. El ahorro se contrapone, en economía, a la -- inversión, que supone el gasto productivo en bienes de capital. Por ejemplo: la compra de acciones (en sentido estricto) no se considera como inversión, sino como ahorro, porque en ella no -- se origina gasto alguno en bienes de capital, como maquinaria y edificios, que le reportará al inversionista en el futuro un beneficio productivo.

Del conjunto de instituciones intermediarias que comprenden a cualquier sistema financiero, los más conocidos y destacados son los bancos. Su actividad consiste en recibir (custodiar) depósitos y prestar dinero.

Un banco capta depósitos monetarios ofreciendo determinada tasa de interés, seguridad y ciertos servicios financieros. Las

empresas y las personas de las que recibe tales depósitos o préstamos, son sus impositores o depositantes.

Si el banco puede confiar en que los depositantes no van a apresurarse a retirar su dinero, puede prestárselo a otras empresas o personas. La tasa de interés que percibe por esos préstamos sirve para pagar a sus depositantes o impositores y obtener una ganancia.

Los bancos llevan un riesgo relativo de endeudarse a corto plazo y prestar a largo plazo; a cambio de los riesgos que implica este tipo de intermediación, cobran un diferencial de interés, que le permite pagarle a usted por su depósito y obtener una ganancia adicional.

La tasa de interés pagada a los depositantes o impositores se conoce como "tasa de interés pasivo", mientras que la tasa cargada a los prestatarios o deudores se denomina "tasa de interés activa". La tasa de interés bancario pasiva se ha definido como el premio que recibe el ahorrador al posponer su gasto.

En el desarrollo reciente de la economía, el financiamiento y en particular los intermediarios financieros, como la banca han jugado un papel fundamental en la medida que proveen de los recursos necesarios para el desarrollo económico.

1.2.1 Banca Central.

Existen diferentes tipos de bancos; según sus funciones, en un país el más importante es la Banca Central, considerado como "Banco de Bancos", que normalmente utiliza un gobierno para dirigir la política monetaria y crediticia de una nación.

En México, el Banco Central es el Banco de México, fundado en 1925 por el entonces Presidente, General Plutarco Elías Calles; entre sus principales funciones destacan: regular la emisión y circulación de la moneda, el crédito y el tipo de cambio; Gerente General de todos los demás Bancos, como Banco de Reserva acreditante en última instancia; así como Agente Financiero de Gobierno, tanto en el interior como en el exterior. Si bien la Banca Central es el emisor primario de moneda, su movimiento en la esfera real no está bajo su control; los otros tipos de banca, aunque no emiten moneda, sí impulsan y crean medios de pago (liquidez), a través de diferentes instrumentos, como las tarjetas de crédito y la emisión de cheques.

1.2.2 Banca Comercial

Antes de 1976, la Banca Comercial en nuestro país estaba regida por el sistema de Banca Departamentalizada, según su especialización, como: Banca de Depósito, Sociedad Financiera y Sociedad Hipotecaria.

La más tradicional y principal intermediadora fué la Banca de Depósito, que operaba con los pequeños y medianos ahorradores, con el nivel de liquidez más elevado. Las Sociedades Financieras, con menor liquidez, se dirigían fundamentalmente al fomento industrial; su financiamiento era a través de certificados o aceptaciones y bonos a plazo. Surge a partir de los años treinta como parte de la política estatal (Nacional Financiera); de 1940 a 1947 experimenta un constante crecimiento en relación con la Banca de Depósito, cobrando mayor importancia.

Por último se fundan las Sociedades Hipotecarias, con los niveles más bajos de liquidez y dirigidas fundamentalmente al fomento de la industria de la construcción.

En 1976, con la creación de la banca múltiple, se conjugan los tres tipos de banca, lográndose una diversificación de los servicios y del uso de los recursos, lo que en otros términos significó una mayor concentración y la desaparición de varios pequeños bancos, que fueron absorbidos por las grandes capitales que ya a esas alturas se habían consolidado.

Es así que los objetivos de la banca comercial radican en la obtención de utilidades, siendo los depósitos del público - inversionista su principal fuente de pasivos; mientras que sus operaciones activas son, básicamente, créditos otorgados a personas físicas o morales, bajo el criterio de rentabilidad y se-

guridad en su reembolso.

1.2.3 Banca de Desarrollo.

Siendo tan importante el papel del crédito en el desarrollo económico de un país, los criterios de las que depende su funcionamiento no pueden limitarse a los requerimientos de costo beneficio que reclama la banca comercial.

Por ello, el Estado mexicano creó la Banca de Desarrollo o Fomento, dedicada a actividades económicas, específicas y prioritarias para el país; entre las más importantes instituciones de esta índole destacan: Nacional Financiera, dedicada fundamentalmente a la actividad industrial; Banrural, con crédito para las actividades agropecuarias, Banobras, para la Construcción, Banpesca y el Banco de Pequeño Comercio.

A parte de estos Bancos y de los Comerciales, existen el el Banco Obrero y el Banco del Ejército y la Armada, así como el City Bank, único Banco extranjero que opera en nuestro país.

1.2.4 Intermediarios Financieros no Bancarios.

Dentro de éstos se incluyen el Mercado de Valores, las Compañías de Seguros, las Afianzadoras y las Organizaciones Auxiliares de Crédito.

1.2.4.1 Mercado de Valores.

El Mercado de Valores se define como el conjunto de mecanismos que pone en contacto a oferentes y demandantes. Los oferentes son las empresas emisoras de valores y los demandantes son los inversionistas que los adquieren, sean éstos personas físicas o morales.

El Mercado de Valores puede dividirse a su vez de acuerdo a las características de los "productos" que en él se intercambian, en: Mercado de Dinero y Mercado de Capitales, los cuales se detallarán en un capítulo posterior.

1.2.4.2 Compañías de Seguros y Afianzadoras.

Estas instituciones realizan la captación de recursos del público a través del préstamo de un servicio que asume algún riesgo y para hacerles frente acumulan reservas que, al ser invertidas en activos que rinden dividendos, son transformados en importantes inversiones de carácter institucional.

1.3 Desarrollo de la Captación Bancaria.

Durante los últimos años se ha dado un proceso de desintermediación, la cual se acentuó en 1985 y es previsible que este proceso continúe durante 1986.

Como consecuencia de la desintermediación ocurrida durante 1985, para el período diciembre de 1984 a septiembre de 1985, el porcentaje de penetración de la banca comercial en el Sistema Financiero, decreció de 79.29% a 75.75%; por su parte, la banca de desarrollo también sufrió en su penetración, ya que pasó de 9.68% en diciembre de 1984, a 8.86% en septiembre de 1985.

A principios de la década de los setentas, el coeficiente de intermediación bancaria era de aproximadamente un 28% con respecto al PIB; para finales de 1983, este coeficiente llegó al 26% y para finales de 1985, se estima en un 22%.

En términos nominales de captación, el sistema bancario tuvo un crecimiento anual de 99% en 1983, de 72.5% en 1984 y del 36.2% en 1985.

En términos reales, el comportamiento de la captación bancaria fué negativo en un 7.2% para 1983, del 5.4% en 1984 y se ha estimado un decrecimiento del 16.8% en 1985.

En 1986 el coeficiente de intermediación financiera se ubicó en 27.3%, mientras que durante 1987 se ubicó en 26.9%, lo que significa una pérdida equivalente a 730 mil millones de pesos que se destinaron a la fuga de capitales o se canalizaron al mercado bursátil.

El proceso de desintermediación financiera, se hará más crítico en el curso de 1988, al estimarse una disminución de alrededor de 1% en términos reales.

La gravedad de esta situación se manifiesta en la tendencia descendente de la captación bancaria en términos reales. En 1985 descendió en -12.1%, en 1986 en -6.9%, en 1987 en -8.7% y hasta el mes de enero de 1988, la baja se situó en -15.3%. La reducción acumulada en estos años se eleva a -36.7%.

En el caso de que el ritmo de la captación bancaria continuase con una caída en la misma proporción, al finalizar 1988 - podría ubicarse entre 23 y 24%, bajo el supuesto de que el PIB (Producto Bruto) disminuya en 2%.

Al tener una menor captación en términos reales, las instituciones bancarias tienen menos recursos, y por lo tanto menores posibilidades de obtener ingresos, derivándose un descenso de utilidades.

Diversos factores explican esta baja de las utilidades de la Banca Comercial. Sin embargo, entre las más significativas se encuentran:

a) La desintermediación financiera, que se mencionaba anteriormente y que ha elevado los costos por cada peso captado;

b) El pago de tasas reales de interés pasivas, que ha impedido que el Costo Porcentual Promedio (CPP) baje al mismo ritmo que la inflación, lo que ha elevado los costos efectivos de la captación;

c) La caída del financiamiento otorgado por la Banca Comercial en alrededor del 45% en términos reales, originando una reducción en los recursos obtenidos a través del diferencial entre tasas activas y pasivas, y

d) La imposibilidad de reducir los costos administrativos en forma significativa, a pesar de las medidas de austeridad que se han puesto en práctica en el Sector.

En la Banca mexicana se ha llegado a establecer con claridad tres grupos de Bancos:

- Los dos grandes, Banco Nacional de México (Banamex) y Banco de Comercio (Bancomer), que se encuentran en condiciones de competir incluso a nivel internacional, con un nivel de

captación de 654.9 miles de millones de pesos durante 1987, - 67.6% del total.

- En condiciones óptimas pueden ubicarse los Bancos Nacionales de segundo nivel, Serffin, Internacional, Comermex y Mexicano Somex.

- Los pequeños Bancos Regionales, que, debido a la atención personalizada a sus clientes y a su ubicación en mercados pequeños pero bien definidos, han logrado subsistir e incluso tener buenas utilidades. Tal es el caso de Mercantil del Norte, Promex, Banoro, Banco del Centro y Banco de Oriente.

- En tercer lugar, los bancos medianos que son los que no tienen capacidad para modernizarse y tienen costos tan elevados que los hacen incurrir en Estados Financieros deficitarios, por lo que tienen un futuro incierto en el sistema financiero mexicano. A este grupo pertenecen los multirregionales compuestos por: Mercantil de México, Cremi, del Atlántico, BCH, Crédito Mexicano, Bancrecer, Banpaís y Confía.

En una perspectiva a largo plazo, los Bancos Multirregionales no parecen tener futuro, tomándose en cuenta que la Secretaría de Programación y Presupuesto estudia la posibilidad de acelerar el proceso de liberalización del sector servicios, lo

que podría obligar a que en la década de los noventa las instituciones nacionales tuvieran que competir con las del extranjero.

En ese caso, los grandes Bancos estarían en condiciones de participar en tal competencia, tanto por los avances técnicos logrados como por la tradición que tienen en el mercado nacional. Los bancos más pequeños no estarían obligados a competir, puesto que aprovechan zonas de mercado que les garantizan una clientela regular y un nivel de rentabilidad aceptable. Sin embargo, los -- bancos medianos o multirregionales no tendrían cabida dentro de un esquema de competencia abierta. Por lo que la mayoría de ellos no representan instituciones viables en el mediano plazo.

1.4 El Debilitamiento de la Banca.

El cambio estructural en la distribución del ahorro nacional dentro del sistema financiero, se dió a principios de la década de los ochentas con el desarrollo de los diversos intermediarios no bancarios.

Por otro lado, al surgir la Banca Múltiple a través de diversas fusiones, se generó una estructura de mayor concentración en el sistema bancario.

En la década de los setentas, el efecto de estos cambios no fué trascendental ya que el sector privado a través de los gru-

pos financieros tenfa participación directa sobre la mayoría de las instituciones del sistema financiero mexicano, con lo cual las derramas financieras de la banca se capitalizaban con los otros agentes intermediarios.

Con la crisis económica de los ochentas y la nacionalización de la banca, por un lado se disminuye el ahorro nacional y por el otro, se acrecenta el proceso de deseintermediación financiera de la banca (en términos de su participación relativa con los demás agentes del sistema financiero mexicano), debido a sus desventajas estructurales.

La razón por la cual se debilita la banca, se ubica fundamentalmente en sus condiciones de desventaja con respecto a los demás agentes, ya que ésta no cuenta con los instrumentos de captación suficientemente competitivos y acordes con las preferencias del inversionista (ahorrador). Asimismo, dados los requerimientos de infraestructura y de regulación monetaria, también no es competitivo en su actividad crediticia, lo cual están aprovechando otros instrumentos no bancarios, que al no tener estas condiciones, día a día acrecentan su participación en el mercado financiero.

Ante los limitantes de fondo externo y las necesidades finan

cieras del sector público, se ha recurrido entre otras a una mayor emisión de CETES y la adopción de medidas severas de regulación monetaria, que aunadas a las preferencias del inversionista, han repercutido en una mayor desventaja para la Banca.

Dada la situación desfavorable de coyuntura económica, en la actualidad se han cambiado el número y las preferencias de los inversionistas, por tanto, al decrecer el poder adquisitivo de las mayorías, se da una mayor concentración de recursos en un grupo más reducido, que es el inversionista potencial, este grupo, dadas las condiciones prevalecientes; dando preferencia a aquellas inversiones en las que combinan los siguientes objetivos:

- a) Liquidez;
- b) Mayor rédito, y
- c) Seguridad

El mayor rédito de la liquidez lo haya el inversionista en el mercado bursátil, mientras la seguridad la haya en los bancos extranjeros, lo cual explica las tendencias y los volúmenes de fugas de capital.

Actualmente la banca tiene que competir en la captación con pocos instrumentos, de plazo fijo o sea no líquidos y de menor re

dito, en comparación con otros intermediarios; y a la vez, con base a sus costos fijos y altos niveles de encaje legal, no sólo tiene pocos recursos prestables, además sumamente caros, lo que reduce su captación vía reciprocidades; por tanto, el sistema bancario mexicano es desplazado por un mercado paralelo que además de ser competitivo, satisface las preferencias de los inversionistas.

En términos generales, la escasez de recursos en el sistema bancario genera diversos problemas operativos a las instituciones. Por lo tanto, la caída en la captación real, el incremento en el encaje legal y la congelación de crédito nominal al sector privado, han repercutido en una reducción del rendimiento y productividad de la banca.

CAPITULO 2

2. LA DESINTERMEDIACION FINANCIERA

2.1 La Política Fiscal.

La Política fiscal es un término derivado de la aplicación de la teoría macroeconómica al gran movimiento de recursos originado por el ejercicio de presupuesto público. La función administrativa que se le asigna al Poder Ejecutivo del Gobierno se cumple, sobre todo, en la administración de la economía nacional. Se realiza principalmente a través del gasto público, cuyo financiamiento proviene de los impuestos, derechos y emisión de deuda pública.

Las funciones económicas aceptadas del Estado, son: regulación de la actividad económica, provisión de bienes públicos, redistribución del ingreso y estabilización del ingreso y del empleo. La primera función se cumple principalmente a través de leyes y reglamentos, como las leyes contra monopolios y el control de precios; las restantes se ejercen junto con el presupuesto público. El gasto público proporciona a la sociedad los bienes públicos necesarios para su funcionamiento: carreteras, presas y toda clase de infraestructura. La redistribución del ingreso, se realizaría teóricamente gravando más a los sectores de mayor ingreso, para con ello financiar obras públicas que beneficien más a la población de menores ingresos. En cuanto al objetivo de estabilización de ingreso y empleo, el manejo adecuado de ingresos y gastos públicos son de los varios instrumentos con que se intenta lograr un alto nivel de ingreso y empleo; junto con los instrumentos de la política monetaria y otras medidas de intervención más directa.

El nivel que ha alcanzado el gasto público en el mundo moderno, que debe ser financiado con ingresos equivalentes, es de tal magnitud que es de esperar cause efectos importantes en toda la economía. En México, durante 1982, el gasto total del Sector Público, expresado como porcentaje del PIB, representó el 48.7% incluidos el Sector Gobierno y el Sector Paraestatal, mientras que 12 años antes sólo alcanzaba el 21.2%. *(1)

La teoría aceptada indica que la política fiscal adecuada depende de la situación global de la economía. En tiempos de inflación conviene reprimir el gasto total, ya que éste se traduce en una demanda que supera a la oferta, por lo que sería conveniente disminuir el gasto público o aumentar los impuestos, o una combinación de ambas cosas. En recesión la demanda no alcanza a consumir la oferta y por ello conviene aumentar el gasto total, aumentando el gasto público o disminuyendo los impuestos, o haciendo una combinación de ambas cosas. En una política expansiva, para combatir la recesión, el gasto público financiado -- con bonos (deuda pública) tiene efectos multiplicadores mayores que si el financiamiento se hace con impuestos, porque los bonos se compran usando únicamente el ahorro y los impuestos disminuyen gasto y ahorro. El efecto es todavía mayor si el gasto se financia con dinero nuevo creado por el Banco Central, porque entonces no hay necesidad de disminuir gasto ni ahorro. Un financiamiento así es peligroso y puede fácilmente convertir la recesión en inflación, cosa que ha pasado frecuentemente en México.

Efectos opuestos a los parecidos se logran con la disminución del gasto público. El arte de la política fiscal consiste en seleccionar qué clase de ingresos o gastos públicos se deben aumentar o disminuir.

Este funcionamiento teórico de la política fiscal descansa en los supuestos de que la inflación o la recesión son causados por el exceso o deficiencia del gasto total.

La teoría también establece que los instrumentos de la política fiscal pueden dividirse en dos clases: estabilizadores automáticos y políticas discrecionales. Los primeros se denominan así porque entran en acción sin tener que activarlos. Ejemplo de ellos son el impuesto progresivo sobre el ingreso y los pagos de seguridad social. El impuesto sube conforme aumenta el ingreso y los pagos aumentan cuando éste disminuye. Las políticas discrecionales deben ser puestas en acción por el Gobierno para lograr su efecto. Ejemplo de ello son variaciones en las tasas de impuestos y puesta en marcha de proyectos de obras públicas.

Además de los problemas a que se enfrenta la política fiscal por la falta de conocimiento exacto del multiplicador y por la coexistencia de estancamiento e inflación, existen tam-

bién otras limitaciones: de conocimiento, administración y operación. Las primeras se refieren a la dificultad de diagnosticar correctamente el momento del ciclo económico para así --- plantear una política fiscal expansionista o contraccionista. Las limitaciones administrativas se refieren a las dificultades para modificar rápidamente los impuestos o los gastos, -- mientras las trabas de operación se refieren al escaso conocimiento acerca de los efectos multiplicadores de los gastos.

Para finalizar este aspecto teórico, se mencionarán brevemente las principales divisiones de ingresos y gastos públicos, así como los efectos y principios que los rigen.

2.1.1 Ingresos públicos.

la Ley mexicana cita cuatro fuentes de ingresos públicos (exceptuando a la deuda): impuestos, derechos, productos y aprovechamientos. Los impuestos son, con mucho, los más importantes: en 1980 representaban, por ejemplo, el 95.6%^{*(2)} de los ingresos totales del Gobierno Federal. Una división importante clasifica a los impuestos en directos e indirectos, que coincide en su mayor parte con impuestos al ingreso (directos, como el Impuesto sobre la Renta) y el gasto (indirectos, como el impuesto al Valor Agregado). Los primeros son progresivos (hacen pagar proporcionalmente más a quien tiene mayor ingreso) y los segundos regresivos (quitan una mayor propor-

ción de ingreso a personas de ingresos menores), lo cual tiene importantes consecuencias sociales.

Los impuestos tienen efectos importantes en la formación del ahorro y del capital, a los que pueden obstaculizar y con ello disminuir el PIB; después de determinado nivel de recaudación, una alta proporción de impuestos (por sus tasas) harían disminuir la actividad económica y se terminaría por recaudar menor ingreso público por la falta de base.

2.1.2 Gastos Públicos.

Los gastos públicos se enumeran también en la Ley de Egresos; a través de los años, los presupuestos del Gobierno han utilizado diversas clasificaciones de gastos: corrientes y de capital; por sectores económicos beneficiados (económicos y sociales); según la Secretaría de Estado que se beneficia del gasto; programables y no programables (el principal de éstos es el pago de la deuda pública). Además del efecto multiplicador, por su incidencia en la vida económica también merecen mencionarse los efectos que los impuestos pueden tener en las actitudes de los empresarios; si aumentan demasiado y los desplazan de algunas actividades, inducen desinversión. También pueden citarse algunos principios aplicables al gasto público, que se realice tratando de conseguir sus objetivos con el menor costo

posible; que los servicios públicos que no cumplan con una función de subsidio se coticen a precios de mercado y que se establezca alternativas para la consecución de objetivos.

2.1.3 Las Empresas Públicas.

Una de las expresiones más claras del intervencionismo estatal en la estructura económica es la creación o absorción de empresas de toda índole, especialmente en el campo industrial, por el Estado. Especialmente en los países subdesarrollados ésto parece reflejar una impaciencia por industrializarse y desarrollarse, sin esperar a que aparezca de manera natural las empresas requeridas por el desarrollo.

Al conjunto de empresas y organismos controlados por el Estado se les suele llamar sector Paraestatal. Es difícil dar cuenta exacta de la extensión de este sector; en el Presupuesto Anual se incluyen 30 organismos del sector paraestatal, entre los cuales destacan PEMEX, el sector ferrocarrilero, el de Seguridad Social y Siderúrgica.*⁽³⁾

La existencia y crecimiento del sector Paraestatal en México es fuente de frecuentes fricciones entre el Gobierno y la iniciativa privada. Entre los argumentos positivos existen algunos referidos al nacionalismo económico y a la descentralización económica.

Sin embargo, un factor de peso, que ha orillado recientemente al Gobierno a tratar de deshacerse de varias empresas públicas, es la continua operación deficitaria del conjunto, aunque hay algunas, como PEMEX, que proporcionan una gran cantidad de divisas, impuestos y empleo. Durante los setentas el Sector Paraestatal necesitó, para ejercer su gasto corriente, transferencias del Gobierno Federal del 11 al 15% del monto total de su gasto. El déficit del Sector Paraestatal, como -- proporción del PIB, pasó de 0.3% en 1970 al 2.7% en 1980.

2.1.4 Déficit y deuda públicos.

En todo el mundo es frecuente que el Gobierno gaste más de los ingresos que recibe. La idea conservadora de tener un presupuesto equilibrado dejó de ser comúnmente aceptada después de la teoría keynesiana, bajo cuya influencia nació la idea del presupuesto equilibrado a largo plazo, como déficit en el ciclo de recesión que se compensarían con superávit en el ciclo de recuperación. La idea sirvió de justificante para que el sector público no limitara su gasto por la cuantía de sus ingresos; además, en la vida real, los ciclos económicos no se desenvuelven con la regularidad que indica la teoría. Lo cierto es que el gasto público creció enormemente dondequiera, influido también por los gastos provocados durante la Segunda Guerra Mundial. ¿Cómo se cubriría el faltante?.

La respuesta es: endeudándose. La deuda pública puede ser interna y externa. Es interna si el Gobierno recurre a los mercados de capital como cualquier empresa que busca financiamiento, - emitiendo bonos de deuda pública y tratando de venderlos (CETES). La deuda interna también se crea con recursos de autoridad que no poseen las empresas. Por ejemplo el Gobierno puede recurrir a los ahorros bancarios y canalizarlos a financiar el déficit público, como se ha hecho en México, al usar para ello el encaje legal. Además hay una manera peligrosa de contraer deuda interna; emitiendo dinero nuevo ("poniendo a funcionar la maquinita de hacer billetes"), lo cual técnicamente se describe como "financiamiento del Banco Central al Gobierno", es decir deuda del Gobierno Central - con el Banco Central, o sea del Gobierno consigo mismo.

También se puede recurrir al financiamiento externo, y es así como se crea la deuda externa. Esta se formaliza a través de préstamos directos de Gobierno a Gobierno o de agencias económicas mundiales, o de bancos privados extranjeros con el Gobierno -- que está creando deuda externa, o, finalmente, por venta directa -- de bonos de deuda pública en el extranjero. En el caso de la creación de deuda externa hay que notar que su cuantía no solamente se origina por el déficit de las finanzas públicas (la llamada brecha interna), sino también por el déficit del comercio exterior (exceso e importaciones sobre exportaciones, llamada brecha externa).

Las finanzas públicas de México casi siempre han sido defi-

citarias desde que es nación independiente (en tiempos de Porfirio Díaz hubo superávit). Si se observan las estadísticas oficiales, desde 1950 aparece en el presupuesto de ingresos el renglón "empréstitos y financiamientos" con 196 millones de pesos.^{*4)} para 1984 había subido a 2.103 billones.^{*(5)} El déficit consta de las siguientes partes: a) déficit presupuestal, resultado de ingresos y gastos presupuestales, entre los que están los del sector paraestatal controlado; b) déficit económico, el presupuestal más el déficit de organismos y empresas públicas no controlados; c) déficit financiero, el económico más el que resulta de la intermediación financiera que, en otras palabras, proviene de los préstamos bancarios subsidiados en los fondos especiales.

En 1982 el déficit total así estuvo constituido:

Déficit presupuestal	1.383 billones
Déficit del sector no controlado	.0.148
Déficit por intermediación financiera	<u>0.128</u>
Total (redondeado)	1.660

El monto total representa el 16.3% del PIB (cifra récord; en la década de 1970 no subió del 8%) y se financió con 0.351 billones de crédito externo y 1.308 de crédito interno.^{*(6)}

El déficit del sector paraestatal ha crecido más rápidamente que el del Gobierno Federal. Mientras que éste pasaba en -

1970 de 1.4% del PIB al 3.8% en 1980, el del sector paraestatal pasaba de 0.3% al 2.7%. Expresado en números índices, de 1970 a 1980 el PIB pasó de 100 a 962.6; el déficit del Gobierno Federal de 100 a 2,547.3 y el déficit del sector paraestatal de, 100 a -10,294.2^{*(7)}

Finalmente, para tener una idea de la composición del financiamiento del déficit en 1982, el déficit financiero (100%) -- fue cubierto con 24.4% de financiamiento externo y 75.6% de interno que, a su vez, constaba de 19.3% de encaje legal, 12.5% de CETES, 24.4% de crédito primario y 19.3% de financiamiento de la banca de desarrollo.^{*(8)}

La deuda interna devenga intereses y para cubrirlos eventualmente se tiene que llegar al aumento de impuestos, aunque el nexo no es visible. Desde este punto de vista produce una redistribución de ingresos de los que pagan impuestos y no reciben intereses a los que sí los reciben aunque también paguen impuestos (se considera que los que proporcionan los recursos financieros de la deuda interna disminuyeron sus ahorros, pero no su consumo). En todo caso el dinero no sale del país y, en ese sentido, puede decirse que no produce efectos negativos para la economía nacional.

En cambio la deuda externa origina pagos de capital e in-

tereses que sí salen del país y representan una de las "fugas" - que hacen disminuir la eficacia del efecto del multiplicador. Antes de analizar algunas condiciones para que los préstamos externos sean positivos, echemos un vistazo a la deuda externa de la economía mexicana.

Entre 1970 y 1983 la deuda externa del sector público pasó de 4,262 millones de dólares a 63,874, con incrementos anuales promedio del 23%. Si a esto agregamos la deuda externa del sector privado, el país debía casi 100,000 millones de dólares en 1985, la segunda deuda más grande del mundo después de Brasil. En 1970 la deuda pública externa representaba el 11.9% del PIB; para 1982 había llegado al 61.4%. Aquí también el sector paraestatal se destaca como el mayor causante de la deuda externa; por ejemplo, en 1980 el Gobierno Federal debía 5,622 millones de dólares y el sector paraestatal 28,190. *(9)

A lo largo de la década de 1970 se hicieron esfuerzos para que la mayor parte de la deuda estuviera en el largo plazo. En 1970 el 23.5% de la deuda era a plazo menor de un año y para 1982 había bajado a 15.83%. *(10)

El monto de la deuda externa es impresionante. Si en 1985 debíamos 100,000 millones de dólares, a cada uno de los 77.45 millones de habitantes nos tocaría pagar 1,291 dólares. Hay también --

otro aspecto gravoso de la deuda; los intereses y amortizaciones que causa anualmente, lo que es el llamado servicio de la deuda. Como usualmente se paga en dólares y éstos se consiguen con las exportaciones, una buena idea de lo gravoso de la carga es comparar servicio con exportaciones. En el período 1970-81 se observa un mínimo de 18% en 1974 (servicio como porcentaje de exportaciones) con un máximo de 63% en 1979, para llegar al 40% en 1981^{*(11)}. Hay un criterio convencional que considera que una proporción mayor del 25% de las exportaciones que se dedique al servicio de la deuda externa comienza a ser peligroso, ya que en países subdesarrollados es vital disponer de divisas para importar maquinaria, materias primas industriales y aun alimentos. Como proporción del PIB, el servicio de la deuda pública externa en México era del 4.3% en 1981.

¿Cómo llegó el país a ser uno de los mayores deudores subdesarrollados mundiales? Aquí también parte de la respuesta es la agresiva política fiscal expansiva posterior a 1970. Hasta entonces el endeudamiento externo de México era moderado. La mayor parte de los préstamos se habían conseguido con bajas tasas de interés y en condiciones cómodas. El aumento de los déficits públicos en 1970-76 expandieron sustancialmente la deuda externa. Pero el salto decisivo se dio en el período 1977-82, cuando se conjugaron varias circunstancias que provocaron un aumento brutal de la deuda externa. Los bancos privados internacionales tenían una canti-

dad considerable de petrodólares que prestar y México parecía ser un deudor ideal apoyado, como estaba, en la bonanza petrolera que demandaba cantidades enormes de inversión. A ello se añadió la gran fuga de capitales, previa a la devaluación de 1982, que se taponó con préstamos externos para sostener el tipo de cambio. Solamente de 1980 a 1981 la deuda aumentó en 56.6% al pasar de 33,812 a 52,960 millones de dólares. Y lo peor del caso es que en la década de los setenta el financiamiento "blando" de los organismos internacionales se fue agotando. El país adquirió préstamos fáciles pero "duros", a tasas más altas de interés y plazos más cortos.

2.2. Política Monetaria.

Dentro de un contexto macroeconómico la política monetaria presenta dos objetivos principales. El primero está referido al control de la oferta monetaria; existe un aspecto anticíclico: expandirla en tiempo de recesión y contraerla cuando se eleve la inflación. La política monetaria debe adecuar la oferta monetaria a otros objetivos de política económica; las variables macroeconómicas (gasto, ahorro, inversión, producción) deben concordar entre sí y también con el gasto público, las importaciones, exportaciones y ofertas monetaria.

En épocas de estabilidad de precios, por ejemplo, el cre-

cimiento promedio anual de la oferta monetaria no debe exceder en mucho al crecimiento de la producción.

El segundo objetivo de la política monetaria consiste en la obtención de fondos financieros y su canalización hacia actividades prioritarias. En esto consiste básicamente el funcionamiento del sistema bancario: atracción de ahorros para prestarlos en actividades de producción o de consumo. Esto se logra mediante una tasa de interés adecuada que induzca a los ahorradores a depositar en los bancos y que no sea demasiado gravosa para los solicitantes de crédito que tengan que pagarla. Desgraciadamente, en tiempos de crisis e inflación como los actuales es muy difícil conciliar ambos extremos. Para atraer fondos, la tasa de interés pagada a los ahorradores debe superar a la tasa de inflación; cuando ésta es alta, la tasa de interés que debe cobrarse por los préstamos se acerca a ser prohibitiva. Las tasas de interés en México deben tener en cuenta además de la inflación, el riesgo devaluatorio.

2.2.1 Instrumentos de la Política Monetaria.

En todo el mundo se utilizan diversos medios para hacer crecer o disminuir la oferta monetaria y controlar la tasa de interés. En México el medio más importante ha sido la variación

del encaje legal, cuya administración se hace de manera poco ortodoxa.

A lo largo del presente siglo, después de la fundación del Banco de México en 1925, el encaje legal -medio de control del sistema bancario por el Banco Central- fué extendiéndose a los distintos tipos de instituciones bancarias, quedando las financieras por algún tiempo fuera de ese control. La estructuración del encaje legal para las distintas clases de instituciones financieras se fue complicando, ya que su monto dependía de las diversas clases de depósitos del público y de si el banco estaba en el Distrito Federal o fuera de él. En la segunda mitad de la década de 1970, con la aparición de la banca múltiple se simplificó la estructura de las tasas del encaje. La tasa promedio llegó a ser poco más del 50% a fines de los setenta y principio de los ochenta. Después de la crisis de 1982 se hizo una modificación radical, bajándola al 10% en la Nueva Ley Orgánica del Banco de México del 1° de enero de 1985. Sin embargo, a partir de julio de ese año se impuso un encaje marginal del 90% sobre los nuevos depósitos.

La reserva legal no está congelada en el Banco Central, a fin de comprimir las reservas prestables, el crédito y la oferta monetaria. Parte del encaje vuelve indirectamente al gasto agregado total, a través del déficit público y el crédi-

to dirigido. En efecto, el total del encaje, que se calculaba - según los pasivos bancarios, tenía una parte que era el verdadero fondo regulador de la oferta monetaria; otra parte se usaba para financiar el gasto público, al ser invertida en valores gubernamentales y, una tercera porción se canalizaba hacia los fideicomisos.

Parte del déficit de las finanzas públicas se cubre con parte del encaje legal, por medio de las adquisiciones de bonos gubernamentales por parte de los bancos, aunque el Gobierno también acudía al financiamiento directo del Banco Central.

En los últimos años se han empezado a usar otras medidas complementarias del encaje legal, como los convenios especiales con el sistema bancario, por los que se instituyeron depósitos de regulación monetaria y subastas de fondos de crédito. La finalidad de los depósitos especiales es clara: retira dinero de la circulación sin necesidad de tener que alterar el encaje legal. Así, en 1978 se retiraron 10,000 millones de pesos y 17,000 en 1981. En cuanto a las subastas, éstas vienen siendo préstamos y pueden obtener financiamientos de otros bancos, cuya posición es holgada y tienen fondos excedentes que subastan. En 1979 se subastaron de este forma, por vez primera, 4,000 millones y en los años subsiguientes se han hecho más frecuentes.

Las operaciones de mercado abierto son un segundo medio de control de la oferta monetaria y un instrumento muy usado en países desarrollados. Consisten básicamente en que el Banco Central compra o vende fuertes cantidades de valores gubernamentales en el mercado "abierto" de valores. Las ventas retiran dinero de la circulación y disminuyen las reservas bancarias; las compras tienen un efecto opuesto y por ello expanden la oferta monetaria, mientras que las ventas tienen un efecto contractionista. Para que este medio sea eficaz se necesita que el mercado de valores esté bien desarrollado y que los valores gubernamentales tengan un grado satisfactorio de aceptación por el público inversionista. A partir de noviembre de 1977 aparecieron los valores gubernamentales denominados (Certificados de Tesorería de la Federación), que por sus atractivas tasas de interés han sido aceptados cada vez más en el Mercado de Valores. Diseñados para captar ahorros que financiaran al gasto público, constituyen al mismo tiempo el primer intento de operaciones de mercado abierto. En 1978 había en circulación 26,300 millones de pesos de CETES^{*(12)} y para mediados de 1985 se aproximaban a los 2 billones. Su crecimiento explosivo ilustra uno de los problemas del manejo del instrumento de las compras y ventas de valores en el mercado abierto: la determinación de la tasa de interés, que debe ser alta para atraer ahorros; pero eso aumenta también el pago de intereses por la deuda pública interna --

que así se crea; además, constituye una presión adicional para mantener alto el nivel general y tasas de interés pasivas.

Un tercer instrumento de la política monetaria es la tasa de redescuento. Esta es la tasa de interés que el Banco Central cobra a los otros bancos cuando les otorga préstamos o les "redescuenta" los documentos, ya descontados por los bancos a sus clientes. La tasa de redescuento guía las tasas que usan los bancos para otorgar préstamos o descuentos. Si sube, encarece el crédito y el resultado final es contracción de la oferta monetaria; lo contrario ocurre si baja. Su eficacia depende de la frecuencia con que los bancos acuden a financiarse al Banco Central.

2.2.2 Mecanismos de regulación monetaria

La política monetaria debe ser aplicada por las autoridades monetarias a través de un Banco Central. El Banco de México se fundó en 1925, pero hasta 1932 funcionó, en gran parte, como un banco comercial, porque existía una gran desconfianza entre el público para aceptar los billetes que emitía. Trastornos en la Balanza de Pagos, disminución de reservas y aumento del precio del oro, contrajeron fuertemente la oferta monetaria e hicieron que, al fin, se aceptaran los billetes.

Desde entonces el Banco de México empezó a funcionar como -

Banco Central. Su Ley Orgánica de 1936 así lo confirmó: puso atención en el máximo de billetes que se podían emitir en las operaciones del sistema bancario y en las operaciones con valores del Estado. Los campos de acción más importantes del Banco de México han sido: control de la oferta monetaria y del sistema bancario, estabilización del tipo de cambio, orientación selectiva del crédito y concesión de créditos preferenciales mediante fideicomisos.

Por su parte el sistema bancario, que se desarrolla junto con el Banco de México, tuvo una especialización de funciones -- hasta 1974, cuando se estableció el sistema de banca múltiple, -- año en el que un banco pudo desarrollar las funciones que antes efectuaban instituciones diferentes: operaciones de depósito y ahorro, financieras, hipotecarias, fiduciarias y de capitalización. En la década de los cuarenta predominaron los bancos de depósito y ahorro, mientras que después de 1950 fueron las financieras el tipo de bancos que se desarrolló más rápidamente. Al mismo tiempo -- que el sistema bancario se expandía según el sistema de especialización de funciones, también se establecían las ramas de banca pública, privada y mixta. Finalmente, con el pretexto de que los bancos privados habían contribuido a la fuga de capital, en 1982 el Gobierno decretó la nacionalización de la banca privada, quedando así el sistema actual de banca múltiple estatal.

A lo largo del tiempo los principales problemas que ha enfren-

tado la política monetaria son:

a) Control de la inflación por medio de la restricción de la oferta monetaria y del crédito;

b) Control y estabilización del tipo de cambio, que en México específicamente es el tipo de paridad peso-dólar;

c) Durante la década de los setentas, hasta la fecha y, sobre todo, por las devaluaciones de 1976 y 1982, el sistema financiero ha tendido hacia la dolarización, como medio de atesoramiento y ahorro. Al mismo tiempo, por la incertidumbre en el valor del peso, la banca captaba comparativamente menos ahorro que en épocas anteriores, dando lugar a lo que se ha dado llamar una desintermediación financiera, y

d) El hecho que ha caracterizado y dirigido más a la política monetaria es la existencia del déficit de las finanzas públicas que en gran parte se ha tratado de financiar a través del encaje legal, préstamos directos del Banco Central y del resto del sistema bancario. Particularmente el financiamiento es lo que ha propiciado un aumento continuo de la base monetaria, dado que el déficit es permanente; por otro lado, la política monetaria ha contraído el multiplicador con el fin de tratar de anular esa expansión de la base monetaria, originándose de esta forma un conflicto entre el aumento de la base y la disminución del multiplicador.

2.2.3 Interacción entre las políticas monetaria y fiscal.

Los efectos del déficit de las finanzas públicas constituyen el punto de unión de ambas políticas, debido a que el déficit resulta de la política fiscal (especialmente la del gasto) y sus efectos se reflejan en la política monetaria. En este sentido puede afirmarse la falta de independencia de ésta; en tiempos de crisis, como las que se ha presentado a partir de 1982, otro efecto ha sido la disminución del financiamiento bancario al sector privado, ya que el Gobierno usa la mayor parte de los ahorros bancarios para financiar el déficit. Pareciera que la principal función de la política monetaria fuera la de financiar el déficit público, cuidando de que no se desate una inflación excesiva.

2.2.4 La oferta monetaria

La política monetaria tiene como objetivos el control de la oferta monetaria, la atracción del ahorro al sistema financiero y el financiamiento de las actividades productivas y comerciales.

La razón por lo que se controla la oferta monetaria, se puede explicar mediante la relación entre ésta y la inflación, lo cual lo explican las teorías cuantitativa y la de expansión --

de la oferta monetaria por el sistema bancario. La primera muestra la relación entre el dinero en circulación y su velocidad, por un lado; y la producción total explicada por el nivel de precios y el volumen de transacciones, por el otro. De la relación expuesta se infiere que, sin variar la velocidad y las transacciones, el nivel de precios está directamente relacionado con el aumento de la oferta monetaria. Esta, a su vez, es el resultado del producto de la base monetaria por el multiplicador bancario, elemento que depende, en gran parte, del encaje legal. Por ello en México las medidas de política monetaria dirigidas contra la inflación aumenta la reserva (o encaje) legal, mientras que una táctica expansiva la disminuye. En países más desarrollados se prefiere lograr el mismo efecto aumentando o disminuyendo la oferta monetaria a través de la venta de valores públicos en el mercado; el uso de los Cetes y Petrobonos constituye la instauración de dicha política.

2.2.5. La intermediación financiera

La otra función de la política monetaria es reforzar la intermediación financiera, lo cual consiste en captar los ahorros de la economía para dirigirlos a las actividades económicas prioritarias. En esa intermediación la tasa de interés juega un papel de primera importancia, ya que es el pre-

cio que equilibra la oferta y la demanda de crédito,

Con respecto a la captación y financiamiento, la intermediación financiera se ha debilitado últimamente, a pesar de una política constante de altas tasas de interés. En el sistema bancario la captación de ahorro no ha crecido como era de esperarse, en parte por la desconfianza de cierta parte del público ahorrador hacia la banca nacionalizada; en parte también por la dolarización inducida por la continua devaluación del peso. Pero sobre todo, cierta parte de los ahorros que antes iba a los bancos se ha dirigido ahora al mercado bursátil, en donde el ahorrador encuentra más agilidad y mejores tasas de interés para sus ahorros.

El financiamiento forzosamente ha disminuido al bajar en términos reales la captación. A éllo se ha unido el agravante, para el sector privado, de que la mayor parte del financiamiento otorgado, tanto por la Banca como por la Bolsa de Valores (especialmente a través de Cetes y Petrobonos en el caso de la Bolsa), ha ido a parar a manos del Gobierno, para calmar un poco la insaciable sed de recursos financieros que éste tiene.

Como sucede en tiempos de alta inflación e inestabilidad -

cambiaría, la tasa de interés ha sido objeto de una gran atención tanto por parte del público como del Gobierno. Ha cobrado relevancia el concepto de interés real, que es la tasa nominal menos la inflación; siendo el propósito gubernamental el de ofrecer tasas reales positivas a fin de atraer al sistema bancario y bursátil los ahorros del público que, eventualmente, vuelven a llegar a su poder a través del encaje legal, del financiamiento bancario obligatorio y de la venta de valores públicos. Así por ejemplo, en el informe del Banco de México de 1985 se publican los rendimientos reales, mes por mes, de los diversos instrumentos bancarios de ahorro (la tasa promedio real fue de - 1.36% en enero y para diciembre ofrecía rendimientos positivos de 5.08%) y de cada uno de los principales valores negociados en Bolsa (el rendimiento promedio real fue también de -1.25% en enero y de 6.06% en diciembre).

En resumen, la intermediación financiera actual se encuentra más débil que en la época del desarrollo estabilizador, por la falta de confianza y por la excesiva absorción por parte del Gobierno; ambas cosas como resultado de la gran crisis de las finanzas públicas, ^{*}(13)

2.2.6 La captación bancaria.

La captación de la banca múltiple aún muestra una tenden-

cia decreciente, que podría acentuarse si las tasas de interés siguen a la baja y la inflación no es contenida.

La captación bancaria registrada entre febrero de 1986 y el mismo mes de 1987 descendió un 3% en términos reales, mientras que en el caso particular de la banca de desarrollo, esta situación fue más notoria, pues la disminución fue de 15%.

La estructura de la captación por fuentes muestra importantes cambios y matiza los resultados globales. La estructura aún se caracteriza por un alto peso de la banca múltiple o comercial aunque con una tendencia a largo plazo a la baja. Para febrero de 1984, el saldo de captación de la banca comercial representaba 82% del total, mismo que disminuyó a 64.5% a febrero de 1987.

Por su parte, la banca de desarrollo continúa con una participación marginal y cada vez menor, de tal forma que durante febrero de 1987 aportó 6.8% de los recursos captados al público (en febrero de 1986 su peso era de 12.1%).

El cambio más significativo ha sido el peso creciente de los Cetes en la captación de recursos por parte del público, de tal forma que se han convertido en los instrumentos de ahorro con -

mayor crecimiento. En febrero de 1984, los Cetes representaron 6.3% de la captación total, mientras que para el mismo mes de 1987 su peso se había elevado a 23.7% debido a un crecimiento de 443.7% en su colocación entre el público inversionista.

El peso de los Cetes en la captación se ha acentuado de tal forma que, si se excluyeran la recepción de recursos por parte de la banca múltiple y de desarrollo registraría un descenso del 3.1% en términos reales, entre febrero de 1986 y el mismo mes de 1987.

Por otro lado, los pasivos del sistema bancario continúan concentrados en instrumentos no líquidos, los cuales representaron en noviembre de 1986 el 70.2% del salto total (68.3% durante noviembre de 1985).

En la banca comercial -el intermediario bancario más importante-, el saldo de sus obligaciones en noviembre de 1986 era de 15.7 billones de pesos (a precios nominales), de ellos - el 80.6% estaban concentrados.

2.3 El Proceso Inflacionario .

En el presente, en México y en otros muchos países las -

políticas económicas más importantes están dirigidas a controlar y tratar de disminuir la inflación, que se ha perfilado como el problema económico más importante y más difícil de vencer desde mediados de la década de los setenta.

De una manera descriptiva, se define a la inflación como un alza sostenida de precios durante un tiempo considerado. Un alza ocasional que no se prolonga no se considera inflación estrictamente hablando tampoco lo es un nivel alto de precios, si éstos se mantienen en ese nivel y no están continuamente subiendo.

Entre los efectos económicos que ocasiona el proceso inflacionario se encuentran, la distorsión producida en los proyectos de inversión, así como en el gasto y en la producción, la inflación también conduce a la devaluación, al encarecer las exportaciones a los extranjeros, mientras que las importaciones se abaratan a nivel interno. Con ello se aumenta el déficit de la Balanza de Pagos y la sobrevaluación de la Moneda Nacional.

Se da también el fenómeno de la desintermediación financiera, por la menor captación relativa del ahorro por parte de los bancos. Si a ello se añade, como sucede en México, una gran captación de fondos bancarios por el Gobierno, debido al déficit de las finanzas públicas, entonces el sistema bancario empieza a

desvirtuarse su función financiera, que debe ser la de captar ahorro y proporcionar financiamiento a las empresas,

La inflación también constituye un impuesto adicional; los salarios nominales suben y hacen pasar a los asalariados a categorías más altas de ingresos, por lo cual deben pagar un mayor porcentaje de su ingreso en impuestos.

Entre los efectos sociales se puede citar un empeoramiento en la distribución del ingreso. Los precios de venta (a menos que estén controlados) se pueden mover más rápidamente que los salarios. Por ello las empresas pueden ajustar con más prontitud sus ingresos, cosas que no pueden hacer los asalariados sino a intervalos de tiempo más espaciados.

Por otro lado, se va creando un gran escepticismo y falta de confianza de la población frente a las medidas tomadas por el Gobierno para combatir la inflación. En la mayoría de las veces, las medidas tienden a ser tibias por su impacto social; con ello no deja de haber restricciones, pero la inflación no se contiene. La sociedad paga así un precio por las medidas antiinflacionarias y la inflación sigue, no obstante, produciendo daños y no se detiene.

Desde mediados de la década de los cincuenta hasta 1973

la economía mexicana había conocido una larga época de crecimiento sostenido y de estabilidad de precios, después de haber superado un período anterior de inestabilidad y de frecuentes devaluaciones, cuyos orígenes en 1935 se explicaron por el déficit de finanzas públicas y por la inestabilidad monetaria y de comercio exterior. A partir de 1973 la inflación en México ha avanzado sin detenerse, hasta llegar a los niveles hiperinflacionarios de tres dígitos en 1982 y 1986. La urgencia de parar la inflación con medidas más drásticas han propiciado la instauración de un plan de choque (ver anexo).

NOTAS AL CAPITULO 2.

- 1) NAFINSA La Economía Mexicana en cifras, 1984.
- 2) Ibidem
- 3) S.P.P., Informe sobre los Ingresos Gubernamentales.
- 4) NAFINSA, La Economía Mexicana en cifras, 1981.
- 5) Banco de México.
- 6) Plan Nacional de Desarrollo.
- 7) S.P.P., 10 años de indicadores.
- 8) NAFINSA, El Mercado de Valores.
- 9) Ibidem.
- 10) S.P.P., Información sobre el Gasto Público.
- 11) Ibidem.
- 12) Ejecutivos de Finanzas, junio 1985, Agenda Económica.
- 13) Información Estadística de Banco de México y Bolsa de Valores. 1986.

CAPITULO 3

3. EL MERCADO DE VALORES

3.1 Introducción

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

La Institución, no obstante ser una Sociedad Anónima, no persigue la obtención de utilidades, sino el ofrecimiento de servicios consistentes en facilitar la realización de operaciones de compra-venta de valores emitidos por empresas públicas y privadas con el propósito de obtener recursos para -- sus actividades.

El origen de la Bolsa en México se remonta al año de -- 1894, época en la que se reunían algunos inversionistas nacionales y extranjeros para negociar principalmente títulos mineros. Conforme la importancia de las operaciones aumentó, la -- Bolsa estableció sus propias oficinas en el centro de la ciudad. ^{*(1)} En sus primeros años de operación, se negociaban valores de muy pocas empresas, entre las que se encontraban, el Banco Nacional de México, el Banco de Londres y México, la --

compañía Industrial de Orizaba y las Fábricas de Papel San Rafael, entre otras.^{*(2)}

En 1933 la Bolsa se reestructuró y obtuvo la autorización gubernamental para operar como Institución Auxiliar de Crédito y aún cuando ésta no respondía muy adecuadamente a sus necesidades de funcionamiento, le dió solidez e institucionalidad y empezó a despertar una mayor confianza ante el público. Los participantes de la Bolsa lograron que el Mercado Bursátil tuviera su propio marco jurídico, logrando que en el año de 1975 fuese promulgada la Ley del Mercado de Valores, que marcó la pauta definitiva para iniciar el desarrollo del Mercado de Valores. La Bolsa dejó de ser considerada una institución Auxiliar de Crédito y de estar regulada como tal, para desenvolverse en forma autónoma y acorde a sus actividades propias. Asimismo, la Ley fomentó -- la figura jurídica de los Agentes de Valores, definiéndolos como los organismos exclusivos de intermediación del mercado bursátil,

Un organismo creado específicamente por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para vigilar las operaciones bursátiles y el cumplimiento de las leyes y disposiciones en torno al mercado de valores es la Comisión Nacional de Valores (CNV), a través de la cual tienen que ser sometidas todas las solicitudes de emisión de Valores en el Mercado Bursátil y todas las solici-

tudes de licencia para actuar como intermediarios y operadores dentro del mismo mercado.

La Bolsa es propiedad de los agentes de valores, fundamentalmente de las Casas de Bolsa. Su función es actuar como un gran embudo al cual se canalizan las operaciones bursátiles que realizan los intermediarios, además de proveer de una infraestructura física y de información.

Los intermediarios bursátiles son quienes establecen la comunicación entre los emisores de títulos y los inversionistas. En el pasado las personas físicas podían ser agentes de bolsa; ahora quedan algunos agentes que son personas físicas pero en su mayoría son personas morales (Casas de Bolsa), las encargadas de la intermediación.

En la mayoría de los casos, las casas de Bolsa sólo realizan operaciones a cuenta de terceros, a diferencia de los bancos, que las hacen por cuenta propia.

Los participantes más importantes del mercado son los emisores de títulos y los inversionistas. Los primeros son las empresas o el gobierno que, requeridos de recursos, ponen a la

venta títulos de naturaleza muy diversa, Los segundos son los que disponiendo de un ahorro, están en capacidad de adquirir los instrumentos emitidos por las empresas o el sector público,

Los antes mencionados son los participantes más importantes del mercado, pues sin ellos no tendría sentido alguno la existencia de la Bolsa de Valores, de los intermediarios y de las autoridades reguladoras. En contraste, sí sería posible que existieran los emisores e inversionistas, aun sin los otros participantes. De hecho, todos los mercados de valores empezaron con la simple reunión en lugares especiales, de emisores y potenciales inversionistas.

La conclusión anterior es de suma importancia porque establece uno de los principios que tendrían que guiar el funcionamiento de un mercado de valores sano: los intermediarios, proveedores de servicios y reguladores deben existir en función de inversionistas y emisores y no al contrario.

Uno de los factores que impide en México que este principio opere con toda claridad es la concentración del mercado; concentración de la intermediación, de la emisión y en ocasiones de la autoridad. Uno de los desafíos que presenta en el largo plazo el Mercado de Valores mexicano, es diluir esa concentración para permitir que las prácticas sean más sanas y existan menores distorsiones.

3.2 Los Instrumentos Bursátiles,

Los valores son, genéricamente, papeles que acreditan un derecho de propiedad en el capital social de una empresa o un crédito a cargo también de una empresa. los valores y por tanto los derechos que otorgan son susceptibles de transferirse..

Existen diversos tipos de valores, y no todos son sujetos de compra-venta en Bolsa; en ésta sólo operan aquellos que han sido autorizados previamente por la Comisión Nacional de Valores y por la Bolsa Mexicana de Valores,

Existen muchas formas de clasificarlos. Conforme a su redimimiento, hay valores de Renta Fija y de Renta Variable. Las primeras conceden a sus poseedores el derecho a recibir un interés periódico constante o flotante; los segundos ofrecen a sus poseedores una retribución condicionada a los resultados de las empresas que los emite. Existen también valores con características -- combinadas entre los de Renta Fija y los de Renta Variable.

Valores de Renta Fija. Representan un crédito colectivo a cargo de la empresa emisora; comprende a los siguientes;

- Obligaciones Hipotecarias.- Son títulos emitidos por Sociedades Anónimas garantizadas por una hipoteca sobre los bienes de la empresa.
- Obligaciones Quirografarias.- Son títulos-valor emitidos por Sociedades Anónimas (no crediticias) garantizados por el total de activos de la empresa emisora. El interés que devengan es constante durante toda la vigencia de la emisión o ajustable y pagadera en forma semestral contra la entrega de cupones que se encuentran adheridos al título.

La redención (devolución del importe de la inversión básica) se realiza de acuerdo a un calendario elaborado desde el inicio de la emisión o por sorteos en los que se determina qué títulos se redimen.

- Obligaciones convertibles - Son títulos valor que ofrecen la posibilidad de ser convertidos en acciones de la misma sociedad, a un valor de descuento que representa un incentivo.

Valores de Renta Variable. Son títulos valor que representan una proporción en la propiedad del capital social de una empresa por lo que sus poseedores son socios en la proporción que represente su acción del total de acciones emitidas.

Existen dos tipos de acciones;

- a) Comunes.- Tienen derecho a voz y voto en las Asambleas de accionistas y a percibir dividendos.
- b) Preferentes-garantizan un dividendo anual mínimo y no dan derecho a voto.

Estas acciones preferentes pueden además revestir otras -modalidades entre las que se encuentran:

- . Con dividendo acumulativo.
- . No acumulativas.
- . Participantes.
- . Convertibles.

Petrobonos. Son certificados de participación ordinaria -- con reembolso garantizado, que producen un rendimiento fijo, - emitidos por Nacional Financiera como fiduciario de los derechos derivados del contrato de compra-venta de Petróleo que se celebra entre Pemex y el Gobierno Federal. La plusvalía que - pagan resulta del diferencial entre el precio del petróleo a la fecha de la emisión (evaluado por NAFINSA) y su precio de - mercado, tomado en la fecha en que vence la vigencia, la cual

se deduce el importe de los rendimientos efectivamente pagados.

Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES). Son valores emitidos al portador por el Gobierno Federal, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, actuando el Banco de México como agente exclusivo para su colocación y redención. Las emisiones de Cetes son generalmente realizadas con un plazo de vigencia de 3 meses. Su rendimiento es el resultante del diferencial entre su precio de compra (bajo par) y su valor de redención (nominal) o su precio de venta. No producen intereses. Las Casas de Bolsa están autorizadas para efectuar operaciones con Cetes fuera de Bolsa.

Papel Comercial. Son pagarés emitidos a corto plazo (15,30, 45,60,75 ó 91 días). Su rendimiento está determinado por el diferencial entre su valor de compra (bajo par) y el de amortización o venta.

Bonos de Indemnización Bancaria (BIBs): Su período de vigencia es de 10 años a partir del 31 de agosto de 1982. Pagan intereses trimestrales y están sujetos a 7 amortizaciones dentro de su vigencia, estando la primera programada para el 31 de agosto de 1985 y la última para el mismo día y mes de 1992.

Aceptaciones Bancarias. Son letras de cambio emitidas por empresas pequeñas y medianas y avaladas por instituciones bancarias en base a créditos que la banca concede a las empresas emisoras. Su rendimiento es también resultante de un diferencial o tasa de descuento. La negociación con aceptaciones se realiza fuera de la Bolsa, aunque en ella se registran los hechos.

Oro y Plata Amonedados. Centenarios y onzas troy se operan a través de la Bolsa entre Casas de Bolsa, por cuenta de sus clientes.

Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento. Son títulos bancarios expedidos por las mismas instituciones de crédito, autorizadas por Banco de México a plazos de 1,3,6, 9 y 12 meses y cuyo capital e intereses son pagados íntegramente a su vencimiento por la institución emisora.

3.3. El Mercado de Dinero.

El Mercado de Dinero, basado en el " money market" de los Estados Unidos, se puede definir como un mercado de Instrumentos de Renta Fija de realización inmediata. En este mercado se realizan operaciones con instrumentos creados; para tener una vigencia menor de a un año.

En 1987 las operaciones totales que se realizaron en el mercado de valores ascienden a 307.2 billones de pesos. Esto significó que el mercado operó valores equivalentes a 167% del producto, cifra sin precedente en la historia del país.

De este total, 90.0% (279.0 billones de pesos) correspondió al mercado de dinero, el cual manejó recursos equivalentes al 152% del Producto Nacional.

Los Cetes son los principales instrumentos del mercado de dinero y de toda la Bolsa. A través de éstos, el Gobierno Federal obtiene recursos del público, de los intermediarios financieros y del Banco de México.

3.3.1 Inversiones de Renta Fija.

Las inversiones de renta fija tienen dos características .

que las distinguen de otras categorías de inversión. Proporcionan un rendimiento predeterminado a un plazo predeterminado.

Estas características se derivan del hecho de que una inversión de renta fija es un préstamo que el inversionista hace al emisor del instrumento. El inversionista presta un monto principal durante un plazo convenido, y requiere un rendimiento adecuado durante este plazo más, al final (en forma parcial durante la vida del préstamo), la devolución del monto principal (o valor nominal, en su caso).

En inversiones de renta fija el rendimiento se determina según el nivel general de las tasas de interés en el sistema financiero. Por lo tanto, el pronóstico de este nivel se vuelve de suma importancia para la toma de decisiones de inversión de este instrumento.

En México hay actualmente tres categorías de inversión de renta fija. Entre las inversiones bursátiles de corto plazo hay Cetes, aceptaciones bancarias, papel comercial bursátil y papel comercial extrabursátil - instrumentos que conjuntamente se han dado en llamar el "mercado de dinero". Entre las inversiones bursátiles de largo plazo hay bonos de indemnización bancaria --- (BIBs) y obligaciones corporativas. Entre las inversiones banca

rias hay depósitos retirables en días preestablecidos, CDs y pagarés.

Los aspectos principales de la inversión (préstamos) en los cuales se fija el inversionista (prestamista) son los siguientes:

1) Emisor (prestatario)

Hay sólo dos clases de emisores en instrumentos de renta fija; el gobierno y las empresas privadas. El gobierno pide prestado directamente (en el caso de los Cetes y BIBs) o a través del sistema bancario (por medio de depósitos bancarios, pagarés bancarios o aceptaciones bancarias). Una empresa privada pide prestado por medio de obligaciones corporativas (largo plazo), o papel comercial bursátil o extrabursátil (corto plazo).

2) Garantía.

En el caso en que el gobierno es el emisor no hay garantía específica de la inversión; en el caso de una empresa privada puede haber garantía (obligaciones hipotecarias) o no (papel comercial, obligaciones quirografarias);

3) Monto.

Gobierno: no hay límite para emisiones ni de Cetes ni de depósitos bancarios. Las aceptaciones bancarias tienen límites relacionados con el monto de capital y reservas del banco emisor. En el caso de empresas privadas hay un límite para emisiones en papel comercial (MN 1,500 millones) y obligaciones (MN^{*}(3)4,000 millones);

4) Valor Nominal.

Se subdivide el monto total de la emisión en instrumentos de menor denominación, para facilitar su negociabilidad en bolsa;

5) Tasa de Rendimiento.

La tasa de rendimiento se puede expresar de dos maneras. En el mercado de dinero se expresa como una tasa de descuento, de la cual se deriva una tasa de rendimiento para el período correspondiente. En los instrumentos bancarios y bursátiles de largo plazo se expresa como una tasa de interés;

6) Pagos.

Los pagos de los rendimientos se pueden hacer al vencimiento (el caso del mercado de dinero) o periódicamente, mensual, -

trimestral, semestral o anualmente (los demás);

7) Plazo

El plazo de un instrumento (tiempo entre su emisión o compra y su vencimiento) puede variar de un día (el caso del mercado de dinero) a 20 años (obligaciones corporativas).

8) Amortización.

La amortización se puede llevar a cabo al vencimiento del instrumento (en el mercado de dinero o depósitos bancarios) o en parcialidades, repartida entre varios períodos (BIBs y obligaciones corporativas).

Instrumentos Bursátiles-Corto Plazo.

3.3.1.1 Cetes.

El Cete (Certificado de la Tesorería) se emitió por primera vez en enero de 1978. Fue el primer instrumento diseñado conscientemente para el medio bursátil, como base del desarrollo de un "mercado de dinero".

Durante los últimos años los Cetes han tenido un crecimiento dinámico tanto en términos de emisión como en términos

de operación. El monto operado ha aumentado en MN379,623 millones en 1980 a un nivel de 19.1 billones en 1985, o sea un aumento de 50 veces. Este crecimiento es producto de la preferencia del inversionista para inversiones líquidas y de corto plazo, y la elección por parte del gobierno federal de financiarse cada vez más a través del sistema bursátil.

Siendo que la popularidad del Cete se debe pues a su alta liquidez, su absoluta seguridad (por la garantía explícita del gobierno federal) y la posibilidad que ofrece de llevar a cabo operaciones de reporto (operación de compra-venta de un instrumento del mercado de dinero).

3.3.1.2. Aceptaciones Bancarias.

Las aceptaciones bancarias fueron autorizadas por primera vez en 1980. Pero no fue hasta 1984 cuando se empezaron a registrar operaciones de aceptaciones en la Bolsa, equiparándolas así a las de otros instrumentos del mercado de dinero.

Siendo que para 1984 el total de operaciones fué de MN289 mil millones, o sea, 2% de las operaciones totales; para 1985 hubo un aumento importante en el volumen de emisión y operación de aceptaciones, llegando hasta un 8% de las operaciones totales de la Bolsa por la dificultad que tenían los bancos para captar

fondos vía depósitos del público,

La esencia de la aceptación bancaria es que es un préstamo hecho por el banco a una empresa (documentado por una letra de cambio aceptada por el banco). Esta letra (o aceptación) luego se comercia (o descuenta) en el mercado de dinero a través de una o varias casas de Bolsa, Teniendo plazo de vencimiento entre 7 y 182 días.

3.3.1.3 Papel Comercial.

Papel Comercial Bursátil.

Se emitió por primera vez en 1980. En 1982, llegó a un nivel de operación de casi diez veces más que el mercado accionario - (MN426 mil millones vs MN44 mil millones). Es un pagaré emitido por empresas cuyas acciones están cotizadas en Bolsa, los plazos de emisión normalmente tienen un máximo de 91 días.

El papel comercial tiene una diferencia importante con el Cete y la aceptación bancaria; una vez por año se tiene que preparar un prospecto de emisión, con datos operativos y financieros del emisor. Este requisito se da porque, en contraste con los otros dos instrumentos, los cuales tienen la garantía explícita de (Cetes) o implícita (caso de los bancos) del Gobierno

Federal, el papel comercial no tiene garantía alguna, por su naturaleza como pagaré de una empresa privada.

Instrumentos Bursátiles - Largo Plazo

3.3.1.4 Bonos de indemnización Bancaria.

Los bonos de indemnización bancaria (BIBs) son los instrumentos que se emitieron en 1983 para indemnizar a los accionistas de los bancos que se nacionalizaron el primero de septiembre de 1982.

El mecanismo de su emisión consistió en que se calculó, para cada banco, un precio de indemnización por acción con base en el valor contable de cada banco en el día de la nacionalización. A este precio se sumaron los intereses acumulados (calculados a la tasa de depósitos bancarios de tres meses) hasta la fecha del pago de indemnización a través de los BIBs. Esta fecha varió, según el tiempo que se tardó el gobierno en hacer el cálculo para cada banco. Así se tiene que el valor de indemnización de un grupo de bancos (incluyendo Banamex y Bancomer) se fijó en agosto de 1983, mientras que el valor de los últimos -- (incluyendo Comermex) sólo se determinó en julio de 1985. Por lo tanto, los BIBs que se emitieron representaron la suma del valor de indemnización de cada uno de los 59 bancos nacionalizados más intereses acumulados. Se estima que se emitió un total

Federal, el papel comercial no tiene garantía alguna, por su naturaleza como pagaré de una empresa privada.

Instrumentos Bursátiles - Largo Plazo

3.3.1.4 Bonos de indemnización Bancaria.

Los bonos de indemnización bancaria (BIBs) son los instrumentos que se emitieron en 1983 para indemnizar a los accionistas de los bancos que se nacionalizaron el primero de septiembre de 1982.

El mecanismo de su emisión consistió en que se calculó, para cada banco, un precio de indemnización por acción con base en el valor contable de cada banco en el día de la nacionalización. A este precio se sumaron los intereses acumulados (calculados a la tasa de depósitos bancarios de tres meses) hasta la fecha del pago de indemnización a través de los BIBs. Esta fecha varió, según el tiempo que se tardó el gobierno en hacer el cálculo para cada banco. Así se tiene que el valor de indemnización de un grupo de bancos (incluyendo Banamex y Bancomer) se fijó en agosto de 1983, mientras que el valor de los últimos -- (incluyendo Comermex) sólo se determinó en julio de 1985. Por lo tanto, los BIBs que se emitieron representaron la suma del valor de indemnización de cada uno de los 59 bancos nacionalizados más intereses acumulados. Se estima que se emitió un total

de aproximadamente M\$200 mil millones.

De este total se estima que aproximadamente la mitad se utilizó en la recompra (por parte de los exaccionistas de los bancos) de los activos no crediticios de la banca nacionalizada, los cuales se empezaron a poner a la venta en marzo de 1984. El mecanismo de la recompra incluyó la posibilidad de pagar el precio de estos activos no crediticios con los mismos BIBs.

Los BIBs se empezaron a cotizar en Bolsa sólo hasta octubre de 1983. Sin embargo, para fines de cálculo de interés -- su fecha de emisión se estableció como el primero de septiembre de 1982, con un plazo de diez años. Las amortizaciones del instrumento se llevarán a cabo en forma anual desde el primero de septiembre de 1986, con cantidades iguales (representando 14% del valor nominal de cada título) durante los seis años, - incluyendo el primero de septiembre de 1991, terminando con una última cantidad del 16% del valor nominal de cada título, al vencimiento de la emisión, el primero de septiembre de 1992.

3.3.1.5 Obligaciones corporativas.

Las obligaciones corporativas son instrumentos de crédito a largo plazo emitidos por las empresas y cotizados en Bolsa.

Antes de 1977 la empresa que emitió la mayoría de las obligaciones fué Teléfonos de México que emitía en forma periódica obligaciones hipotecarias (garantizadas con bienes inmuebles de la misma empresa).

En 1977 se autorizó una nueva modalidad de obligación: la obligación quirografaria, denominada así porque no tiene garantía alguna salvo la firma de los signatarios autorizados de la empresa.

Entre 1977 y 1979 hubo una afluencia de emisiones de este tipo (veinticuatro en total). Parecían buena inversión para los inversionistas, porque las tasas de interés estaban bajando. Para los emisores ofrecían la posibilidad de financiarse a largo plazo a un costo competitivo con el banco y sin dar garantía alguna.

Otra innovación de este instrumento fue la de ligar la tasa de interés que se pagaba a la tasa de depósito bancario, ofreciéndose un margen arriba de esta tasa. Pero hubo una protección contra cambios inesperados en las tasas de interés, tanto para el emisor como para los inversionistas. Cada emisión tenía un margen superior (para proteger al emisor) e inferior (para proteger al inversionista) de las tasas de interés que podían pagar. Por ejemplo, una obligación que se emitió ---

en 1978, con una tasa de interés bruta de 20.880% tenía un límite inferior del 17% y superior de 25.32%.

Cuando las tasas de interés empezaron a subir arriba de estos límites, en 1980, estos instrumentos se volvieron poco interesantes tanto para las emisoras como para los inversionistas.

No fue sino hasta 1981 cuando Teléfonos de México emitió una obligación con una tasa de interés bancaria, que las obligaciones volvieron a ser interesantes para el inversionista.

Esta práctica se hizo más común desde 1983, cuando también otras empresas empezaron a emitir obligaciones quirografarias con tasas de interés calculadas según una fórmula que implica una prima arriba de la tasa de los CDs bancarios o de los Cetes.

3.3.2 Inversiones de Protección.

Las "inversiones de protección" son las que nos protegen contra la depreciación del peso en relación con otras monedas, y que, por lo tanto, sobre todo en épocas de incertidumbre cambiaria, pueden ofrecer rendimientos más atractivos que otros instrumentos de inversión. En México actualmente sólo existe una inversión que cumple estrictamente con este propósito, el

petrobono. Sin embargo, hay otras dos inversiones, los metales (centenario y onza troy de plata) y las empresas mineras (Empresas Frisco, S. A.- FRISCO; Grupo Industrial Minero México, S. A. de C.V.- GMEXICO; Corporación Industrial Sanluis, S.A. de C.V., SANLUIS e Industrias Peñoles, S.A. de C.V.-PEÑOLES), que pueden proporcionar dos tipos de protección.

En primer lugar, por estar ligadas, a los precios internacionales del oro y de la plata, que se cotizan en dólares, proporcionan protección contra la depreciación del peso en relación con otras monedas. En segundo lugar, desde la década de los años setenta se ha visto que los metales también pueden -- ofrecer una protección contra la depreciación del dólar en relación con otras monedas.

3.3.2.1 Petrobonos.

Las once emisiones.

El primer petrobono hizo su aparición en 1977, el primer año del sexenio de José López Portillo. El petrobono se había anunciado en el discurso de inauguración del Presidente, en el mismo contexto que la acuñación de la moneda de 100 pesos de plata, como una medida para restaurar la confianza de los mexicanos después de la crisis financiera-devaluatoria del último año del sexenio anterior de L. Echeverría. Las monedas de plata nos harían recordar el lugar tradicional de México como primer productor

mundial de plata. A su vez, los petrobonos nos harían conscientes del papel cada vez mayor que México desempeñaba en los mercados mundiales del petróleo. Además, al canalizar la compraventa de los petrobonos a la Bolsa, el Presidente López Portillo estaba dando un mayor impulso a este mercado, después de haber promulgado, como Secretario de Hacienda de la administración anterior, la primera Ley del Mercado de Valores en 1975.

Las características del primer petrobono fueron esencialmente similares a las de las emisiones vigentes: una cantidad fija de barriles de petróleo como respaldo de cada bono, un plazo de tres años, un rendimiento mínimo garantizado (equivalente a intereses) pagable trimestralmente y un valor de amortización del petróleo mexicano (calidad Istmo) en la fecha de amortización, convertido al tipo de cambio peso-dólar vigente en la fecha de amortización.

Con tasas de interés competitivas en México arriba del 10% (el rendimiento mínimo garantizado que daba el primer petrobono), con precios de petróleo estables en un nivel de US\$13.35 por barril y con una paridad peso/dólar fija, hubo poco interés en el petrobono en sus primeros dos años de vida (salió otra emisión de petrobonos en 1978).

Después de la revolución de Irán en febrero de 1979 que culminó en el exilio del Sha en abril del mismo año, empezó a

a haber escasez en el mercado mundial del petróleo. Los precios internacionales subieron en forma brusca y, con ellos, los precios de los petrobonos en México. Al salir la tercera emisión de petrobonos, en agosto de 1979, el precio de exportación del petróleo mexicano ya estaba en un nivel de US\$22.60 por barril, reflejando una "utilidad" en términos de petróleo para los compradores del petrobono 77 de 69% sobre el precio de US\$13.35 al cual habían comprado sus petrobonos originales.

La trayectoria del precio del petróleo y lo atractivo del petrobono como inversión se pueden medir por los precios del petróleo vigentes en el momento de las emisiones posteriores de petrobonos: en noviembre de 1979 (emisión 79-2) el precio era de US\$24.00, en abril de 1980 el precio era de US\$32 y para abril de 1981 el precio era de US\$38.50.

Pero éste fue el nivel máximo del precio del petróleo mexicano, ya que en junio de 1981 se anunció una baja en el precio de exportación del petróleo mexicano a niveles de US\$35. Poco después, para compensar a los tenedores de los petrobonos recién salidos de la pérdida del 10% del valor del instrumento en pocos meses, se anunció un aumento en la cantidad de barriles de respaldo de la emisión 81 por el mismo 10% que se había perdido en el precio.

Con un precio de petróleo a la baja, y después de la primera devaluación del peso en febrero de 1982, la emisión de petrobonos que salió en junio de 1982 mostró un cambio importante respecto a las emisiones anteriores. El precio del petróleo sobre el cual se calcularía el valor de amortización del instrumento a su vencimiento tendría un nivel mínimo garantizado que se fijó en el nivel vigente cuando se emitió el petrobono 82 de US\$32.50.

Este cambio reflejó la realidad de la nueva situación del mercado mundial del petróleo: de precios a la baja. También cambió el enfoque del petrobono como inversión. De ser una inversión que permitía al inversionista aprovechar las alzas en el precio del petróleo, se convirtió en una inversión que permitía al inversionista protegerse contra cambios en la paridad del peso, sin importar el nivel de precios del petróleo.

La introducción de un sistema de control de cambios en septiembre de 1982 con un sistema de tipos de cambio múltiples tuvo una implicación importante en los petrobonos, porque se decidió aplicar el tipo de cambio controlado al valor de la amortización del instrumento, régimen que existe hasta la fecha.

Las cuatro emisiones posteriores confirmaron esta realidad.

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

La emisión 83 salió en abril de 1983 con un precio mínimo garantizado de US\$29 el barril (el nivel vigente del precio -- del petróleo mexicano). Además, se decidió denominar el rendimiento mínimo garantizado de esta emisión no en una cantidad fija de pesos, como había sido el sistema anterior, sino en barriles de petróleo, con un precio mínimo garantizado de - petróleo, convertido al tipo de cambio controlado vigente. El mecanismo de precio de petróleo fijo, con tipo de cambio variable, tanto para intereses como para principal, convirtió - al petrobono en un instrumento totalmente denominado en dólares. Sin llamarlo así, era, y es, un "mexdólar" renacido. La única diferencia es que, si el precio del petróleo sube arriba del precio mínimo garantizado para cada emisión (una eventualidad poco probable en esta época), el inversionista puede verse beneficiado por esta alza, además de protegido por la depreciación del tipo de cambio controlado, contra el dólar.

La emisión 84 salió en diciembre de 1984, con características similares a las de la emisión 83 y con el mismo precio - mínimo garantizado de US\$29. Poco después, en febrero de 1985, el precio del petróleo mexicano (calidad Istmo) se redujo a - un nivel de US\$27,75, sin que esto tuviera efecto en los precios mínimos garantizados de los petrobonos vigentes.

En abril de 1985 salió la décima emisión de petrobonos, -

con una cantidad de barriles que reflejó un precio mínimo de US\$26.75 por barril. Finalmente, en agosto de 1985 salió la undécima emisión con una cantidad de barriles que reflejó un precio mínimo de US\$26.75 por barril, y con una innovación -- que reflejó la inflación en México. En esta última emisión el valor nominal de cada título se fijó en MN10,000 en vez de -- los MN1,000 de las diez emisiones anteriores.

3.4. El Mercado de Capitales

El Mercado de Capitales se definió como el mercado de instrumentos de inversión (incluyendo Renta Fija, Renta Variable e Instrumentos de Protección) a largo plazo o mayores de un año.

El Mercado de Capitales, constituido por acciones y Petrobonos, principalmente, operó durante 1987 sólo el 9.41%^{*(4)} del total de las operaciones de la Bolsa. Esta cifra, que es alta, respecto a los niveles históricos, indica que el Mercado Mexicano es predominantemente de dinero.

3.4.1 Las Acciones.

Las acciones de empresas o Sociedades de Inversión son los instrumentos más conocidos del mercado de capitales. Cuando alguien compra una acción se constituye en socio de la empresa y asume los riesgos y expectativas del resto de los socios. Las acciones son valores de renta variable y sus resultados dependen de los resultados que obtengan las empresas y de su cotización en el mercado.

Actualmente cotizan en Bolsa 260 empresas industriales, comerciales y de servicios, agrupadas en siete sectores que son:

- I Sector Industria Extractiva
- II Sector Industria de la Transformación.
- III Sector Industria de la Construcción.
- IV Comercio.
- V Comunicaciones y Transportes.
- VI Servicios ^{*}(5)
- VII Varios (Holdings).

3.4.1.1 El Mercado Accionario.

El Mercado Accionario es el espacio institucional en el que se realizan las operaciones de compra-venta de acciones de las empresas inscritas en la Bolsa. En éste existen dos grandes divisiones que serán consideradas: el mercado primario y el mercado secundario.

El mercado primario se reduce a la colocación inicial; una empresa puede emitir acciones y no inscribirlas en la Bolsa de Valores. De hecho, la mayor parte de las sociedades mercantiles que existen en el país, poseen acciones que no están en la Bolsa.

Por otra parte, una empresa puede inscribir en la Bolsa acciones que ya tienen propietarios a través de colocaciones secundarias. Sólo ocurre una colocación primaria cuando una -

empresa pone a la venta por primera vez en el mercado acciones nuevas que serán puestas en oferta pública.

Hasta antes de 1987 el Mercado de Valores de México -- prácticamente no realizaba procesos de colocación primaria o secundaria. En el transcurso de 1987, sobre todo antes del crack de octubre, cambió la tendencia y las colocaciones primarias que se realizaron fueron muy cuantiosas. Entre el CAP's, acciones de Casas de Bolsa, de Sociedades de Inversión y de Empresas Industriales y Comerciales, fueron colocadas en el mercado acciones por 2 billones 68 mil 770 millones de pesos, lo que representó una cifra récord en toda la historia del -- mercado accionario.

Para que una empresa pueda convertirse en "pública" y cotizar sus acciones en la bolsa, es necesario que se sujete a un estudio financiero por parte de la bolsa, a través del cual se examina la solidez de su estructura y de sus finanzas.

El Mercado Secundario es en el que se realiza la mayoría de las transacciones del mercado accionario. Lo constituyen todas las operaciones de compra-venta que se efectúan después de haberse realizado la colocación primaria.

El Mercado Secundario es el que más importancia tiene -

para los inversionistas, en tanto que el Mercado Primario es el más relevante para las empresas.

A una empresa no le afecta de manera directa lo que ocurra con el precio de su acción, ya que la totalidad de financiamiento que recibió fué en la colocación primaria. En cambio, al inversionista le interesa de manera fundamental la evolución del precio de la acción en el mercado, aunque la mayor parte de los recursos que se manejan en el mercado ya no regrese a las empresas.

A una empresa le interesa indirectamente lo que suceda en el Mercado Secundario, pues dependiendo del valor que tengan las acciones podrá obtener mayores recursos en eventuales colocaciones futuras.

Pese al crecimiento del Mercado Primario, éste aún sigue representando sólo una pequeña porción del mercado total. En 1987 se efectuaron operaciones en el mercado accionario por un monto de 23 billones de pesos.

Lo anterior quiere decir que por cada peso que se negoció en el mercado accionario, sólo 9 centavos correspondieron a recursos que fueron captados por las empresas. El resto se debió a operaciones de compra-venta de títulos emitidos con ante

rioridad.

Las obligaciones son otro instrumento del mercado de capitales pues las empresas emisoras lo hacen a plazos mayores a un año. Al comprar una obligación, el inversionista concede un crédito a la empresa emisora. Por lo regular su rendimiento se fija como un promedio de las tasas de interés más altas en el mercado, más cierta sobretasa, pero también fluctúa en función de la oferta y demanda de los títulos, si éstos son negociados en el Mercado Secundario. ^{*(6)}

Los Petrobonos son otro instrumento del mercado de capitales, a través de los cuales, los inversionistas participan en un fideicomiso de Nacional Financiera, basado en un determinado número de barriles de petróleo. En algunas emisiones ofrecen un precio garantizado; en todas ofrecen una tasa de interés trimestral definida. ^{*(7)}

En el mercado de capitales existe otra serie de instrumentos que aún tienen una participación marginal en el conjunto de las operaciones: B1B's ^{*(8)} Bonos de Renovación Urbana -- y Bonos Bancarios de Desarrollo, entre los más importantes. ^{*(9)}

3.5 El Auge Bursátil.

Durante los últimos diez años, México ha vivido la época de mayor turbulencia económica de su historia postrevolucionaria. La devaluación de 1976, el boom petrolero de 1979-1981, la espiral de la deuda externa entre 1979 y 1982, las tres devaluaciones de 1982, la introducción del control de cambios -- y la nacionalización de la banca en el mismo año, el crac petrolero de 1983, las sucesivas renegociaciones de la deuda externa en 1983, 1984, 1985 y recientemente con la carta de intención firmada con el Fondo Monetario Internacional, así como el colapso del precio del petróleo en los mercados internacionales; todos estos eventos y procesos han tenido repercusiones y consecuencias para la vida económica y financiera del país que aún se tratan de entender y absorber.

Como consecuencia de esta turbulencia, ha habido un cambio drástico en los sistemas y costumbres de inversión en México. Específicamente, el mercado de valores ha mostrado un crecimiento sin precedente en la historia de nuestro país, y con pocos paralelos en la historia de otras naciones. En -- 1975, el porcentaje de ahorro canalizado a través del mercado de valores fue insignificante; actualmente, representa más -- del 14% del ahorro total del país.

En 1975, había aproximadamente 50,000 inversionistas en

el mercado de valores; en la actualidad se estima una cifra de 150,000. En 1975 prácticamente no existían Casas de Bolsa; ahora hay 27. En un plazo aún más corto, entre 1980 y 1984, las operaciones canalizadas a través del mercado de valores se elevaron 32 veces.

- El cambio en las inversiones,

Las inversiones en 1975 y 1985.

Una manera de describir el cambio que ha sufrido el mundo de las inversiones durante los últimos diez años consistiría en analizar el modo en que han cambiado los mismos instrumentos de inversión en México en este lapso.

Hace diez años no existían en México petrobonos, Cetes, Papel Comercial, Aceptaciones Bancarias, ni Sociedades de Inversión fija.

Se invertía, principalmente, en instrumentos bancarios: bonos hipotecarios, bonos financieros, cédulas hipotecarias, depósitos en dólares (o "Mexdólares" como se dió en llamarlos después de prohibirse en agosto de 1982).

Las Diferencias.

Analizando las inversiones de ahora, en comparación con

las de 1975, nos percatamos de diferencias importantes;

- Hay más opciones de inversión.

En 1975 se realizaba casi exclusivamente a través de los Bancos. Había instrumentos tanto en pesos como en dólares que satisfacían casi todas las necesidades del inversionista. Actualmente, además de casi la misma gama de inversiones bancarias en México (menos, por cierto, los dólares), existe una gama más amplia de inversiones que se pueden realizar por medio de la Bolsa Mexicana de Valores,

- Hay más opciones de inversión a corto plazo.

En contraste con 1975, la mayoría de las nuevas opciones de inversión a través de la Bolsa son de corto plazo. De hecho, las inversiones de corto plazo en 1975 (los bonos financieros hipotecarios y las cédulas hipotecarias) eran de largo plazo, pero los Bancos las negociaban como si fueran a corto plazo, - con los riesgos correspondientes.

- Las inversiones son más líquidas.

Con la mayoría de los nuevos instrumentos las inversiones a corto plazo son altamente líquidas, en el sentido de - que se pueden convertir en efectivo en un lapso máximo de 24 horas. Aunque hace diez años los bancos hacían un mercado

de los bonos financieros, e hipotecarios para darles liquidez, la liquidez no era característica propia del instrumento. Actualmente, por estar cotizados en Bolsa, los nuevos instrumentos de corto plazo tienen una liquidez estructuralmente garantizada.

- Las inversiones son más internacionales.

Como consecuencia de la devaluación de 1976, las numerosas devaluaciones de 1982 y la depreciación continua de la moneda - en años posteriores, en la actualidad los inversionistas mexicanos están más conscientes de los mercados internacionales de inversión que en 1975.

Esto se nota, en primer término, en el cambio de depósitos en dólares en México a depósitos en dólares en los Estados Unidos, y, en segundo, en la diversificación de estos depósitos -- tanto a otros países (Suiza, las Islas del Caribe) como a otras monedas (el mercado accionario de Nueva York, los mercados de mercaderes en Chicago, bienes raíces).

Causas del Cambio

La Inflación.

Una vez identificadas las diferencias principales entre - los instrumentos de inversión actuales y los de hace diez años

(ahora son más, de menor plazo, más líquidos y más internacionales), no es difícil encontrar la causa principal.

Es la inflación. De una tasa de inflación promedio del 3% en la década de los sesentas, la tasa inflacionaria llegó a - 27.2% en el año devaluatorio del 1976. El nivel inflacionario más bajo del sexenio posterior fue el de 1978, cuando llegó a 16%. Sin embargo, en el año anterior al crac económico, - 1981, había llegado a 28.7%. En 1982 fué de 98.8%, en 1983 de 80.8%, en 1984 del 59.2 y en 1985 del 63%.

En épocas inflacionarias, no conviene invertir ni a largo plazo ni en inversiones no líquidas. Si se invierte a largo plazo existe el riesgo de un alza immoderada en las tasas de interés (a raíz de un alza inesperada en la tasa de inflación), lo que implica o un costo de oportunidad importante o una pérdida absoluta de capital. Asimismo, aún a corto plazo, si no se tiene liquidez se pierde la posibilidad de hacer los cambios rápidos de estrategia de inversión que se vuelven necesarios en un ambiente de inflación.

Finalmente, una alta tasa de inflación en México, con una baja tasa de inflación en Estados Unidos principalmente, trae consigo el riesgo inherente de devaluación de la moneda.

En el proceso inflacionario el peso cada día va perdiendo competitividad con los mercados extranjeros, a menos que haya una devaluación.

NOTAS AL CAPITULO 3

- 1) Calle de Plateros, hoy Av. Francisco I. Madero.
- 2) Compañías Minera y de Explotación Petrolera.
- 3) Moneda Nacional.
- 4) De acuerdo a los datos de la Comisión Nacional de Valores.
- 5) Incluye CAP's de S.N.C., Sociedades de Inversión; Casas de Bolsa, Aseguradoras; Arrendadoras; Almacenadoras y Afianzadoras.
- 6) Las obligaciones son títulos que representan un crédito colectivo a cargo del emisor (o Empresa Industrial, Comercial y de Servicios) de tal modo que son concebidos como un pasivo y a largo plazo generalmente de 5 a 20 años, con el objetivo de financiar expansiones o bien en algunos casos para consolidar sus pasivos, mejorando su situación financiera y su flujo de efectivo.
- 7) El precio de garantía es al cual se pagarán los petrobonos a su amortización, es decir, cuando una emisión con precio de garantía amortice y en ese momento el precio internacional del crudo se encuentra por debajo de la garantía, ésta última se respeta a favor del inversionista; por el contrario, si el precio en el mercado internacional supera al precio garantía, la valuación de la emisión se realiza a precio de mercado.

- 8) Los BIB's son certificados negociables, emitidos por el Gobierno Federal a través de la S.H. y C.P.
- 9) Las tasas de rendimiento de estos instrumentos, se calculan usando como referencia a las tasas bancarias o a las de otros instrumentos de Renta Fija.

CAPITULO 4

4.- PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.

4.1 Contexto Financiero.

El colapso generalizado de los Mercados Financieros en 1987 cambió drásticamente las perspectivas de la economía para 1988. El desplome bursátil de octubre dividió 1987 en dos períodos claramente marcados, El de recuperación gradual y sostenida de los primeros tres trimestres, y el último, de deterioros en cadena que desembocó en la transformación del " Programa de Aliento y Crecimiento" (PAC) en el " Pacto de Solidaridad Económica (Pacto o PSE), a mediados de diciembre pasado.

A partir del lunes 6 de octubre, día en que la Bolsa Mexicana de Valores alcanzó su nivel máximo, el precio de las acciones inició su descenso. Dos semanas más tarde, el 19 de octubre, la tendencia a la baja se convirtió en colapso aunado al desplome bursátil internacional. De ahí en adelante se encadenaron los deterioros que llevaron al anuncio del Pacto dos meses después (15 de diciembre). El desplome cambiario en el mercado libre (18 de noviembre), el alza nacional de precios (reetiquetación del 19-22 de noviembre) y el cierre de la brecha cambiaria el 14 de diciembre, con la devaluación del tipo de cambio controlado fueron los eslabones intermedios. El Pacto hizo suyas las inevitables alzas de los precios y tarifas del sector público y de los salarios,

4.1.1 Agregados Monetarios.

En noviembre de 1987, la oferta monetaria, cheques y moneda (M1), continuó creciendo a un ritmo casi paralelo con el de la inflación, registrando sólo un 2,5% de caída real. Esta caída menor se debió al fuerte incremento de demanda de cheques, no obstante la alta inflación, y a la creación de las cuentas maestras, ya que la tasa anual de billetes y monedas decreció en un punto porcentual. Este decrecimiento se debió a la caída de las reservas netas del Banco de México, aún cuando hubo un fuerte aumento del crédito al sector público.

Asimismo, esperamos una caída de la oferta monetaria real de alrededor de 8 por ciento en diciembre de 1987 en comparación con el mismo mes de 1986. Esto también se explica por la pronunciada caída de las reservas netas del Banco de México.

Al analizar el comportamiento de los agregados monetarios, en sus versiones más amplias, se destaca la concentración del ahorro en los instrumentos líquidos (menos de 1 mes). Al mes de noviembre, comparado con el mismo mes de 1986, el aumento anual de estos instrumentos fue de 233% (37% de crecimiento real), mientras que el incremento de los instrumentos de ahorro no líquidos fue de 67% para el mismo período (31%

de caída real). Lógicamente, esta estructura de captación se tradujo en un aumento real de M3 del 21 por ciento comparada con una caída del 21 para M4. Esta estructura de captación - es típica de países con alta inflación.

Por su parte, otros activos financieros (CETES y papel comercial) crecieron 194.3% en noviembre, comparado con noviembre de 1986, resultando en un crecimiento anual real de 21%. Esto implicó un aumento real de M5 (versión más amplia de los agregados monetarios) de 2.3% para el mismo período.

Si tomamos en consideración lo anterior, hasta noviembre el ahorro financiero real (M5 - billetes y monedas), creció - 2.8%, lo cual implica una desaceleración en comparación con - la tasa de crecimiento del 10% real, registrada a mediados -- del año.

LAS TASAS DE INTERES

A diferencia de 1986, todas las tasas de interés, incluyendo las de los CETES, bajaron en el período enero-octubre - de 1987; ésto a pesar de la aceleración de las tasas de inflación. La tasa de CETES a 3 meses, por ejemplo, se redujo 10 - puntos porcentuales en este período debido principalmente a - la política antinflacionaria incorporada en el PAC y fue po--

sible gracias al menor deslizamiento del peso controlado.

El colapso de la bolsa en octubre y el deterioro de los mercados financieros en general se tradujo en tasas de interés más altas en el último himestre de 1987, especialmente en diciembre; aún así, no fue suficiente para compensar la alta tasa de inflación en este período.

El aumento subsecuente de las tasas nominales de interés en enero, pese a que aún no produjo tasas reales positivas, tuvo como fin evitar problemas de captación y estabilizar el tipo de cambio. En cuanto a este último, parece que las autoridades preferirán ajustar las demandas temporales de dólares vía cantidad, usando reservas, en lugar de vía precio, permitiendo una devaluación brusca, aunque ciertamente esto dependerá del monto de la demanda de dólares que se manifieste en febrero, y de marzo en adelante, cuando la demanda excesiva de dólares pudiera empujar el precio del dólar por encima del incremento mensual cambiario que permita la indización.

El incremento de las tasas de interés activas fue también una clara señal de que las autoridades están preparadas para bajar la inflación sacrificando la actividad económica,

4.1.2 Política crediticia

La restricción crediticia anunciada por las autoridades

en diciembre 30 (90% del saldo promedio diario de diciembre), de cumplirse por la banca múltiple, será la más severa en la historia reciente de México. En términos reales es tan drástica que sólo parece sostenible al corto plazo mientras se absorbe la liquidez excesiva. Con un estimado de inflación de -15.5% en enero y de 9-10% en febrero, la caída real acumulada será de 28-30%. Lo anterior se compara con la contracción del crédito a empresas y particulares del 20% en el período recesivo más reciente, 1986.

Sin embargo, la reducción de crédito no se ha considerado suficiente a pesar de que fue el elemento más importante - que ayudó a estabilizar el peso respecto al dólar en enero. Un ejemplo nos lo da el exceso de demanda observado en el mercado de CETES en las últimas dos semanas de enero, especialmente en los títulos a 1 mes. De no absorberse esta liquidez, podría convertirse en presiones sobre la paridad libre.

La liquidez que aún prevalece resulta del gran incremento real del crédito en 1987 (80%, el cual se dió especialmente a partir de agosto, y del incumplimiento por parte de algunos de los bancos de la disposición de retirar crédito en la cartera libre en enero,

A raíz de lo anterior, y con el fin de apoyar el Pacto

(estabilidad cambiaria para controlar la inflación), las autoridades monetarias restringieron aún más el crédito en febrero. Además de exigir a la banca múltiple que en enero reduzca la cartera de crédito al 90% del saldo promedio de diciembre, ésta deberá disminuirlo aún más en febrero. Esta vez la reducción será al 85% del saldo promedio diario del mes de diciembre. Bajo este nuevo regimen la reducción del crédito será 40% real en los primeros dos meses del año, suponiendo las mismas tasas de inflación. De continuar con esta política, al cabo de 4 meses tendríamos aproximadamente el nivel real de crédito de diciembre de 1986.

Las implicaciones de esta restricción crediticia, aunada a la fiscal, serán muy severas para la actividad económica, debido principalmente a la contracción de la inversión. Por otro lado, esta política apoyará la estabilidad de la paridad cambiaria y la repatriación de capitales.

4.1.3 Finanzas públicas.

El sector público registró un déficit financiero deven-- gado del orden de los 32,5 billones de pesos al cierre de 1987. lo que representó el 154 por ciento del presupuesto original - (21,045 bnp) y el 121% respecto a las metas del FMI (27,000 - bn pesos) para el año. Este déficit financiero resultó princi-

palmente de los altos pagos de intereses, alrededor de 38,959 bn pesos. El mayor aumento se dedicó a servir la deuda interna, lo que equivale aproximadamente a un tercio de la deuda pública externa total. Este gran aumento se debió tanto al alza del CPP (9 puntos porcentuales), como al fuerte endeudamiento interno (143% de incremento), cuadro 4.1

Cuadro 4.1

Financiamiento del déficit del sector público
(miles de millones de pesos)

	1986	1987	
		Acumulado a junio	Acumulado a diciembre
Deficit financiero total	13.079	11.025	32.522
Crédito externo	1.128	3.267	3.488
Crédito interno	11.951	7.758	29.034
Banco de México	3.484	-5.102	2.056
banca de fomento	0.915	0.614	1.828
banca múltiple	5.559	7.801	14.876
valores gubernamentales	1.993	4.441	10.274

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

La estructura de financiamiento del déficit público cambió considerablemente a fines de 1987 en relación con la registra-

da en el segundo y tercer trimestre del año. Después de la entrada de los recursos externos en abril, durante el mes de junio el gobierno utilizó más recursos externos y menos los internos, al mismo tiempo que amortizó deuda con el Banco de México. Las autoridades compensaron este cambio utilizando a la banca múltiple y aumentando la colocación de valores gubernamentales. La idea de este cambio de estructura fue por un lado esterilizar divisas (usándolas para reducir su deuda con el Banco de México) y por el otro, retirar liquidez (vendiendo títulos) para evitar presiones inflacionarias. En diciembre de 1987, a raíz del encadenamiento

Cuadro 4.2.
Sector Público.
(miles de millones de pesos)

	Acumulado de enero a septiembre	
	Valor nominal	Real (%)
Ingresos presupuestales brutos	46,269.0	4.3,
petroleros	12,430.6	14.2
no petroleros	33,838.4	1.1
Gastos presupuestales brutos	61,986.6	4.3
corrientes	55,974.1	7.2
pago de intereses	20,837.2	23.6
otros	35,136.7	-0.5
de capital	6,012.5	-16.6
Déficit financiero	14,607.2	-17.0

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

de los problemas financieros, la estructura de financiamiento resultó diferente. Los recursos externos utilizados fueron - prácticamente los mismos en términos nominales, y por consi- guiente el déficit fue financiado con recursos internos. El - punto importante fue el financiamiento del Banco de México al sector público, que pasó de un desendeudamiento de 5.1 bn pe- sos de enero a junio, a un endeudamiento de 2.0 bn pesos de - enero a diciembre, resultado del menor financiamiento logrado a través de valores gubernamentales, a raíz de la descolación de CETES, especialmente en el mes de diciembre.

Cabe mencionar que la colación de estos títulos se concen- tró en empresas y particulares, a fines de 1987 la proporción del total en manos de empresas y particulares fue de 51 por - ciento mientras el Banco de México participó con un 43%. Sólo como punto de referencia, esta misma distribución en diciembre de 1986 fue de 26 y 62% respectivamente.

Por otra parte, el superávit primario fue de 9.56 billo- nes de pesos, inferior a la cifra de 11.45 billones de pesos registrada en noviembre, lo que resultó del fuerte gasto -- (excluyendo intereses) en el período. Esta cifra, sin embargo, fue superior a los 6.8 billones de pesos acordados con el FMI para el año.

El cuadro 4.2 muestra las cifras acumuladas de enero a-

septiembre del sector público. Las cifras al mes de septiembre (mes que registró un déficit financiero acumulado de 14.6 billones de pesos) nos señala que tanto los ingresos como gastos registraron un crecimiento anual nominal del orden de 133.3%, o sea un aumento de 4.3% en términos reales, deflactando con el índice promedio de precios al consumidor. Por tipo de ingreso, los petroleros fueron los que apoyaron más este aumento, resultado de la recuperación del precio del petróleo (155.5% nominal), ya que los no petroleros sólo aumentaron 126.2%, lo que en términos reales representó aumentos del 14.2 y 1.1% respectivamente, para el mismo período.

El incremento de los ingresos no petroleros se explica por la recuperación de la actividad económica y por la aplicación de la reforma fiscal en 1987, que ayudó en parte a evitar la erosión de los ingresos por inflación. Por su parte los gastos totales aumentaron debido principalmente a los gastos corrientes (140%), a raíz del pago de intereses (176%) ya que los gastos de inversión aumentaron muy por abajo de la inflación (87%). Por otro lado, la estructura intereses-inversión del gasto de gobierno es ya preocupante, y por consiguiente difícilmente se sostendrá en el mediano plazo. Las autoridades tendrán que solucionar este problema de tal manera que les permita incrementar los gastos de inversión (especialmente en PEMEX y CFE) y redu-

FINANZAS PÚBLICAS
(% del PIB) N/

CONCEPTO	1982	1983	1984	1985	1986 p/	1987 p/
Uso total de recursos (de caja)	16.9	8.6	8.5	9.6	16.0	15.8
Intermediación financiera	1.3	.5	1.4	1.6	1.1	1.0
Deficit económico	15.6	8.1	7.1	8.0	14.9	14.8
Balance primario	-7.3	3.7	6.6	4.0	2.2	5.1
Balance operacional	n.d.	-5	-1.3	.0	-1.5	1.4
Ingresos presupuestales	27.0	31.7	29.9	30.3	29.3	29.0
Petroleros	11.1	16.1	15.1	13.3	11.4	11.8
No petroleros	16.7	15.6	14.8	17.0	17.9	17.2
Gastos presupuestales	41.8	39.0	37.7	37.4	42.3	43.0
Gasto no programable	15.8	16.8	16.8	15.7	20.1	22.6
Intereses	11.8	12.6	12.4	11.7	16.9	19.6
Otros	4.0	4.2	4.4	4.0	3.2	3.0
Gasto programable	26.0	22.2	20.9	21.7	22.2	20.4
Gasto de operación	17.9	16.4	15.7	17.2	17.8	15.6
Gasto de inversión	8.1	5.8	5.2	4.5	4.4	4.8

N/ Cifras calculadas con base en el PIB revisado 1980=100.

FUENTE: INFORME HACENDARIO MENSUAL, ENERO-FEBRERO DE 1988.

cir los pagos de interés. Las autoridades muy probablemente incrementaron los gastos de inversión considerablemente a fines de diciembre sin antes haber resuelto el problema de los altos pagos de intereses. La baja en el superávit primario nos da tal señal, al igual que el fuerte aumento del déficit.

4.2. La Bolsa Durante 1987.

A pesar de la turbulencia financiera que prevaleció durante los primeros cuatro años del gobierno de Miguel de la Madrid, la Bolsa de Valores aumentó considerablemente durante el periodo superando a todas las alternativas de inversión. A partir de agosto de 1982 el índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores se había multiplicado de 600 a casi 60 mil puntos, es decir, ésta aumentó 100 veces. Este incremento fue considerablemente mayor al del dólar o la inflación y los réditos bancarios jamás pudieron otorgar rendimientos similares. Es por esto que la Bolsa inició 1987 con aires de optimismo, a pesar de la brusca caída sufrida por los precios del petróleo en diciembre del año anterior. El índice empezó el año con una cotización de alrededor de los 47 mil puntos, a la cual no volvería a cotizarse hasta nuestros días. Solamente en el mes de enero la Bolsa aumentó 30%, ya que al final del mes el índice se ubicó por arriba de los 60 mil puntos.

De la misma manera que el mercado accionario se comportó en enero, lo hizo en todos los meses subsecuentes. En febrero, el incremento del índice fue de cerca del 30%, mientras que durante marzo los aumentos se aceleraron alcanzando una tasa del 36%. En abril el índice registró cambios, elevándose en prome-

dio un 341, siendo que en mayo el ascenso se frenó a sólo 231, con lo que la Bolsa presentó un ligero reacomodo. Pero en junio y julio el ritmo de crecimiento del índice se vio nuevamente acelerado y alcanzó aumentos del 27 y 351, respectivamente.

En el mes de agosto comenzó a evidenciarse signos de agotamiento. En aquel mes el índice de la Bolsa se incrementó a un ritmo ligeramente menor, un mes después, en septiembre, la Bolsa aumentó únicamente 151, lo cual representaba la mitad de la tasa de crecimiento promedio que el índice había mostrado durante el año. Además, se hacía evidente que la Bolsa cada vez necesitaba de más ayuda para sostenerse, fuera por parte de Nacional Financiera o de rumores acerca del posible candidato a la Presidencia de la República por parte del Partido Revolucionario Institucional. Este tardó en elegirse, lo cual creó una gran ola de especulación en el mercado accionario.

En los primeros cinco días de octubre, la Bolsa se incrementó casi en 10% y el sexto día, ante una avalancha de inversionistas que compraban títulos a cualquier precio, las autoridades intervinieron deteniendo las operaciones por más de una hora. Esto fué tomado por los inversionistas más expertos como un buen pretexto para encararse con las autoridades reguladoras y de paso salirse del mercado, iniciándose así el peor -- "crack" bursátil de la historia de la Bolsa de Valores de Méxi-

co.

Simultáneamente, los mercados bursátiles del resto del mundo se tambalearon, lo cual fue aprovechado por las autoridades y Casas de Bolsa para justificar los efectos que causó su prepotencia; es decir, para culpar a los Mercados Financieros del mundo de lo que en México ocurría. Cuando el "crack" se suscitó en México, éste se materializó con intercambios mínimos de acciones, mientras otras Bolsas de Valores rompieron récord en materia de acciones negociadas. Claramente el crack de México fué originado por falta de confianza y no por incertidumbre como ocurrió con las Bolsas de Nueva York, Londres, Tokio, Milán y el resto del mundo. Este hecho se acrecienta, ya que mientras en otros países aún se negocian volúmenes importantes de acciones, en México éstos son más raquíticos que nunca, lo cual sugiere que el crack trajo consigo pérdidas de confianza, además de incertidumbre.

Durante los meses de noviembre y diciembre la Bolsa continúa con su tendencia de descalabro, y para enero de 1988, ésta se encontraba nuevamente por debajo de los 90 mil puntos.

A partir de entonces la Bolsa ha experimentado alzas y bajas, pero la única tendencia claramente definida es la de falta de interés por parte del público, que además se percató

de los sucios manejos que en la Bolsa se realizan.

La perspectiva de una recesión mundial perjudica el crecimiento de la economía mexicana y provoca una revisión de las expectativas de los participantes en el mercado bursátil. Sin embargo, ello no es suficiente para causar el descalabro observado en el índice de la Bolsa, registrándose una adecuación -- del valor del mercado respecto al del resto de la economía.

En septiembre, las tenencias accionarias representaban casi el 40% del producto interno bruto, magnitud desproporcionada e inclusive similar a la de mercados bursátiles de países altamente industrializados, en la que participan numerosas empresas para las que aquellos representan una fuente importante de financiamiento.

El auge de la Bolsa fue tan espectacular que no podía ser identificado con la recuperación de la economía, puesto que no existía razón alguna para explicar un crecimiento real de 277.7% durante el período enero-septiembre de 1987.

El aumento de las reservas internacionales del Banco de México, como resultado del proceso de repatriación de capitales, del crecimiento de las exportaciones no petroleras, del -

alza en el precio del petróleo y del nuevo endeudamiento del Gobierno Federal, se traduce en un repunte de la demanda de activos financieros en pesos: crecen el ahorro real canalizado a la banca y la tenencia de Cetes en poder de empresas y particulares. La compra de acciones no es la excepción: el índice de la Bolsa sube con el saldo favorable de divisas y se alimenta después con recursos de otros mercados financieros.

El avance del ahorro no obedece a la recuperación del ingreso real disponible en el País, sino al impulso de las mencionadas reservas, al favorable rendimiento y al menor riesgo de la tenencia de activos en pesos.

4.2.1 Desarrollo del Mercado de Valores en 1987.

El valor de las operaciones realizadas con títulos de Renta Fija y de Renta Variable en la Bolsa Mexicana de Valores durante 1987 fué de 307.8 billones de pesos (alrededor de cuatro veces el importe negociado en 1986). El saldo real de los mencionados títulos aumentó 41.5% durante el año, siendo los títulos de Renta Variable los de mayor crecimiento, pues su saldo real se incrementó 98.6%, mientras que el de los títulos de Renta Fija creció 14.6%. Como en años anteriores, en 1987 el saldo de las inversiones en títulos de Renta Fija representó la proporción mayor del total. Sin embargo, en esta ocasión, la parti

participación de Renta Variable aumentó en forma significativa, pues mientras que en 1985 el saldo a fin de año de los citados títulos constituyó 31.7% del total, dicha proporción se elevó a 32% en 1986 y a 44.9% al cierre de 1987.

En el mercado de dinero, los Cetes continúan siendo el instrumento más importante. En volumen negociado, las operaciones con Cetes durante 1987 representaron 78% de las operaciones totales de la Bolsa Mexicana de Valores, proporción mayor a las observadas en 1985 (77.1%) y en 1986 (54.3%). Por otra parte, el saldo real de los Cetes en circulación aumentó 35% en 1987, tasa inferior al 70.9% observado en 1986.

Las aceptaciones bancarias perdieron participación tanto en el total negociado en la Bolsa como en el saldo total en circulación, pues ésta última se redujo de 15.6 a 7.7%. Las operaciones con los demás instrumentos de Renta Fija fueron poco importantes y salvo el caso de los títulos de crédito creados en 1987, el saldo real de los demás se redujo durante el año.

En 1987 entraron a la circulación tres nuevos valores de Renta Fija: en septiembre los Ceplatas y en octubre, los Bonos y los Certificados de Participación Ordinarios, nominativos y no amortizables, que incorporan el derecho a la titularidad de una parte alícuota de la masa de plata constituida en fideico-

miso por el Banco de México en Banca Cremi, así como el de recibir en adjudicación cien onzas de plata por certificado al extinguirse el fideicomiso. Los Bondes son títulos nominativos y negociables, emitidos por el Gobierno Federal y administrados por el Banco de México, como es el caso de los Cetes y los Pagarés. Estos valores se subastan en el mercado directamente o a través de Instituciones de Crédito y Casas de Bolsa. Los plateros son valores a plazo de tres años y devengan un rendimiento anual garantizado más una plusvalía al vencimiento.

El mercado de valores de Renta Variable presentó un dinamismo sin precedente durante los primeros nueve meses del año, debido a factores especulativos, pero explicable también en parte por el saneamiento financiero de las empresas cotizadas en Bolsa y por la mejoría de la economía en ese período. Durante 1987, se ofrecieron públicamente acciones de Casas de Bolsa y Sociedades de Inversión por un monto de 1.7 billones de pesos, así como certificados de aportación patrimonial (CAP) y obligaciones subordinadas convertibles a CAP por parte de las instituciones bancarias nacionalizadas. La oferta pública de títulos bancarios ascendió en conjunto, a 371 mil millones de pesos.

MERCADO DE VALORES
(miles de millones de pesos)

CONCEPTO	SALDOS 1/			OPERACION BURSÁTIL		
	1985	1986	1987	1985	1986	1987
TOTAL	4873.4	17175.2	63008.1	25435.6	75676.6	307029.7
Valores de renta variable	1547.5	5496.9	20302.7	1130.9	3700.9	23024.0
a corto plazo						
Valores de renta fija	2093.6	10098.0	30593.1	23377.8	68002.1	279003.0
DETES	2207.1	8038.8	28120.8	19602.5	41094.3	240187.7
Aceptaciones bancarias	502.5	2676.3	4854.4	3281.2	24938.1	25872.0
Papel comercial bursátil	24.0	67.9	159.6	494.1	2713.4	10002.1
Pagare emp. bursátil	---	18.8	---	---	105.4	8.1
PRGAFES	---	97.0	120.0	---	30.9	2082.9
BONDES	---	---	338.3	---	---	50.2
Valores de largo plazo	432.3	779.5	1112.3	926.9	3093.6	5721.9
METROBONOS	209.2	412.0	548.3	604.5	2432.4	4389.5
BIB	143.2	123.4	103.3	84.7	119.1	94.5
Obligaciones	66.4	202.6	423.7	157.6	535.1	1218.2
Bonos de renovación urbana	25.0	25.0	---	6.8	13.4	---
Bonos banca de desarrollo	13.5	16.5	9.5	.2	.2	.9
Certificados de participación inmobiliaria	---	---	2.4	---	---	---

1/ al final del año.

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

CONCLUSIONES

C O N C L U S I O N E S

Durante los últimos años se han dado diversos cambios estructurales del sistema financiero mexicano, los que aunados a condiciones desfavorables de coyuntura, generan un proceso de desintermediación financiera de la banca, por lo que está sufriendo una desprofundización financiera cada vez acentuada.

El sistema bancario está en desventaja con respecto a los demás intermediarios financieros, como consecuencia de los instrumentos a los que está limitado para operar y como efecto de las regulaciones que en forma más extensa se le imponen.

Con respecto a la desventaja de instrumentos, en la actualidad para la banca, sus principales instrumentos de captación son los certificados de depósito y los pagarés. Sin embargo, estos instrumentos no tienen ni el rédito, ni la liquidez que ofrecen los instrumentos que se operan en el mercado bursátil, tales como los de Renta Fija entre los cuales destacan los Cetes, los Petrobonos, las Aceptaciones Bancarias, el Papel Comercial, las Obligaciones Corporativas, los Bonos de Indemnización Bancaria y el papel extrabursátil.

En términos de rendimiento, durante la mayor parte de -

1985, existió un diferencial favorable al mercado bursátil, ya que las tasas pasivas de los instrumentos bancarios permanecieron varios puntos porcentuales por abajo de las tasas de rendimiento del mercado extrabancario.

Por otro lado, el mercado bursátil opera no sólo con menores requerimientos de infraestructura, sino además opera con mayor libertad, ya que no tiene la regulación que se aplica a la banca por parte del Banco de México y las autoridades hacendarias.

Obviamente lo administrativo y considerando tan sólo el aspecto financiero, la banca por un lado tiene topes en sus tasas pasivas y debido a los requerimientos de encaje legal, crédito selectivo y mayores gastos operativos, sus tasas activas son más elevadas. Por lo que al inversionista le conviene en todos sentidos recurrir a una Casa de Bolsa para invertir sus ahorros e inclusive para financiarse, a través de papel extrabursátil, en condiciones más blandas.

Lo anterior explica no sólo la desventaja del sistema bancario, sino ante todo, su improductividad relativa respecto a otros intermediarios. Cabe reiterar en este sentido, que la insuficiente remuneración del encaje y de los cajones selectivos del crédito, repercuten en las tasas activas con un desmesurado costo para el crédito libre, lo que fomentó la generación de merca-

dos paralelos al bancarios en búsqueda de otros medios de financiamiento.

En la actualidad, este proceso es preocupante, ya que el logro de los objetivos de política económica se apoyan significativamente sobre las instituciones bancarias, por ser éstas de suma importancia y de propiedad en su mayoría del Gobierno. Sin embargo, son los demás intermediarios los que se fortalecen y que están bajo el usufructo del Sector Privado.

En este sentido y con base en la naturaleza de los problemas, surge la necesidad de decidir entre la opción de desregular a la banca para que ésta sea más competitiva, o la opción de regular a los otros intermediarios no bancarios, con el objeto de alcanzar un nivel de mayor equidad entre las instituciones.

Recomendaciones

Cabe recordar que el verdadero sentido de la nacionalización bancaria es el de hacer de las instituciones crediticias - palanca de desarrollo, vínculo esencial entre los programas del Estado y las acciones de los particulares, coadyuvar, en suma, - a buscar el difícil equilibrio entre las metas y la posibilidad real de generar los recursos para lograrlas.

En ese sentido, se busca que el sistema bancario sea me-

canismo de transformación profunda; sus múltiples implicaciones se están incorporando, gradual y firmemente, a planes y programas. La asignación sectorial y regional del crédito puede ser ahora más balanceada, se da máxima importancia a las condiciones generales del país. Al hacerlo, se facilita la orientación de la actividad social y privada, hacia los propósitos y objetivos nacionales. De esa manera se inserta como elemento esencial el denominado Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo.

Sin embargo, la situación actual demuestra un deterioro de la banca; esta situación dificulta severamente el logro de las metas de aumento de ahorro interno, establecidas en el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (PRONAFIDE). Que plantea para 1988 alcanzar un coeficiente de intermediación de aproximadamente un 30% del PIB.

Consecuentemente, en la situación actual que guarda el sistema financiero mexicano y ante los retos que plantean las acciones del cambio estructural, se considera imperativo que el sistema bancario mexicano recupere su dinamismo y se adecúe estructuralmente. De tal manera que tenga la capacidad de respuesta que todo el país espera de su principal agente financiero. Para que por un lado, se fortalezca el sistema financiero y por otro lado, pueda brindar un mayor apoyo en el logro de los obje-

tivos nacionales, estando siempre a la vanguardia del proceso de transformación.

Lo anterior genera la necesidad de adoptar cambios integrales de fondo en el sistema financiero mexicano, tendientes al fomento del ahorro interno, a través del fortalecimiento y adecuación de la banca como su principal intermediario financiero, mediante la complementación y la competencia (en condiciones de igualdad) de sus diversos agentes financieros.

En este sentido se plantean las siguientes recomendaciones:

- Una menor regulación administrativa, la cual es ejercida actualmente por diversas autoridades, sin que ello signifique la eliminación de controles de vigilancia estrictamente requeridos -- para asegurar la solvencia y eficiencia de la banca;
- Eliminar todo aquello que no atente contra los mecanismos básicos de control, tanto monetario como administrativo, logrando que la banca sea eficiente y productiva.

Lo anterior supone un diálogo aun mayor y más intenso - entre las diversas autoridades gubernamentales y bancarias.

La banca debe recuperar, sin contradecir los objetivos

de política económica, su capacidad natural de poder prestar recursos en niveles adecuados.

Es necesario que se busque y logre a la brevedad posible un adecuado ordenamiento de las tasas de interés que ofrecen los diversos agentes financieros, a efecto de que no se presenten -- disparidades que por naturaleza son ajenas a un mercado sano.

Por tanto, es necesaria la congruencia que deben guardar los siguientes factores en relación al dinero:

- a) Tasa.
- b) Monto.
- c) Plazo.
- d) Riesgo.

En este sentido se requiere que las tasas pasivas de interés que ofrece la banca sean competitivas con los demás agentes financieros y que consecuentemente exista una adecuada correlación con los distintos rendimientos del encaje legal y otros instrumentos de regulación monetaria.

Si en la actualidad la banca se ha visto forzada a incurrir en ciertas prácticas bancarias no ortodoxas, sólo ha sido pa

rara adecuarse a la dinámica de los mercados financieros y no perder más de lo que ya se ha perdido.

El concepto de "Supermercados Financieros" da movilidad a los agentes financieros; la banca ni puede ni debe sustraerse a tal cambio, so pena de volverse anacrónica.

Por tanto, en el contexto de nuevos instrumentos de captación para la banca (PAGAFES), cabe cuestionarse lo siguiente:

¿La banca debe realizar sólo lo permitido?; o bien ¿Debe apartarse sólo de aquello que expresamente se lo prohíbe?

Por otro lado, la capacidad legal que es fijada por las reglas del artículo 38 en las cuales se determinan los topes a las inversiones con cargo al capital pagado y reservas de capital son un instrumento que permite a las instituciones de crédito observar criterios estrictos de sanidad de sus estructuras financieras.

Sin embargo, conviene acercar más el concepto de "capital pagado y reservas" al del "capital contable" a efecto de que los bancos puedan tener más flexibilidad para su constante modernización, misma que le es exigida sin tregua alguna por sus pro-

INFORMACION FINANCIERA

CONCEPTO	1982	1983	1984	1985	1986 p/	1987 p/
SECTOR FINANCIERO						
Tipo de cambio (depreciación promedio)						
Libre	133.3	162.0	23.2	67.5	105.6	119.9
Controlado	n.d.	109.2	39.6	53.2	137.9	134.2
OPP nominal dic. 82	46.1	36.4	47.5	65.7	95.3	104.3
Captación financiera (Saldos exp)	3074.6	5194.0	8943.1	13000.1	26687.1	69491.6
Incremento real %	-10.0	-7.1	6.9	-9.7	~8	.5
Captación bancaria (Saldos exp)	2880.4	4007.4	7596.8	11669.5	23370.0	55463.0
Incremento real %	-14.6	-8.9	6.7	-10.6	-3.3	-8.0
Crédito al sec. privado y social (Banco Múltiple) (Saldos en exp)	1268.7	1621.4	3374.8	5167.0	8742.0	23857.0
Incremento real %	-37.2	-20.6	16.4	-6.5	-17.7	5.3
DEUDA EXTERNA (Saldo en MMD)						
Total 1/	80708.0	90330.0	96585.0	97320.0	101480.0	105300.0
Sector público	59730.0	62536.2	69377.9	72080.1	75380.9	86200.0
Sector privado	19107.0	19107.0	18500.0	17473.0	16500.0	14500.0
Endeudamiento externo neto del Sector público 2/	7408.6	4682.4	2612.8	762.9	1336.7	2361.4

n.d. No disponible.

1/ Incluye Remesa Nacionalizada y FMI.

2/ Flujos.

FUENTE: INFORME HACENDARIO MENSUAL, ENERO-FEBRERO DE 1988.

prios usuarios.

Inclusive, las limitaciones deberían combinarse en topes y calidad de los activos a adquirirse por ejemplo sólo aquellos que efectivamente contribuyan a la sistematización y automatización de la banca.

Difícilmente podría un país desarrollarse si no dispone de una estructura financiera adecuada a sus necesidades; si no cuenta con un sistema moderno, ágil, que responda con eficiencia a las exigencias de la sociedad a la que sirve.

ANEXO 1

Política económica: del PAC al Pacto

Las principales medidas de política económica aplicadas en el último bimestre de 1987 y en enero de 1988 son:

- * Devaluación del peso en el mercado libre el día 18 de noviembre, aumentándose el tipo libre de 1704 pesos por dólar a 2262.50 (24.7%)
- * Devaluación del peso controlado el día 14 de diciembre, - aumentándose el tipo controlado de 1805.20 pesos a 2204 - (18.1%).
- * Anuncio de medidas regulatorias para la operación de la - Bolsa de Valores el día 15 de diciembre.
- * Incremento de las tasas de interés, especialmente los CE-- TES a 28 días, de alrededor de 42 puntos porcentuales en promedio del 1º de noviembre a fines de enero de 1988.
- * Anuncio del Pacto de Solidaridad Económica, el día 15 de diciembre:

1.- Medidas tradicionales (de corte ortodoxo)

a. Ajuste fiscal.

a.1 Aumentos sustanciales a los precios y tarifas del sector público a partir de diciembre, por ejemplo:

derivados del petróleo	85%
teléfonos	85%
tarifas eléctricas	84%
azúcar	81%
hoteles	75%
aerolíneas	20%
fertilizantes	79%

Los precios de estos bienes y servicios permanecerán fijos hasta el mes de febrero y a partir del primero de -- marzo se indizarán a la inflación esperada de la canasta básica, que incluye sólo 77 productos.

- a.2 Reducción del gasto programable de 22% del PIB en 1987 a 20% en 1988.
- a.3 Reducción de las empresas paraestatales.
- a.4 Eliminación de CEPROFIS excepto los del sector agropecuario. Se eliminará el estímulo a la depreciación acelerada del 100% planeado para las nuevas inversiones en 1988.
- a.5 Medidas estrictas contra la evasión fiscal.

b. Contracción crediticia:

- b.1 Políticas crediticias restrictivas en la banca comercial y de desarrollo, excepto para los sectores agropecuario.

y de pequeña y mediana industria.

c. Apertura comercial:

c.1 Se profundizará el proceso de sustitución de permisos previos por aranceles.

c.2 El arancel máximo a la importación se reducirá del 40% al 20%. Además desaparecerá la sobretasa del 5% del Impuesto General de Importación.

II.- Medida antinercial (de corte heterodoxo)

a. La única medida antinercial que el Pacto incorpora es el esquema de indización hacia adelante, siguiendo la evolución de los aumentos de precios de la canasta básica, que incluye 77 productos.

III. Medida de protección al sector laboral.

a. Incremento de emergencia de 15% del salario mínimo y contractual a partir del 15 de diciembre y aumento de 20% a los salarios mínimos a partir del 1º de enero de 1988. Al concluir el primer bimestre del año, los salarios mínimos aumentarán mensualmente de acuerdo con la evolución de precios de la canasta básica.

IV. Medida de protección al sector campesino.

a. Mantenimiento de los precios de garantía de los productos básicos a sus niveles reales de 1987.

* Anuncio oficial de la política crediticia el 30 de diciembre. En apoyo al Pacto de Solidaridad, las autoridades monetarias adoptaron una política financiera muy restrictiva. A partir de enero de 1988, el saldo promedio diario mensual de los financiamientos que otorga la banca múltiple (cartera libre), no deberá de exceder el noventa por ciento del saldo promedio diario mensual alcanzado en diciembre de 1987. Quedan libres de este acuerdo los financiamientos para cubrir la inversión obligatoria: créditos a ejidatarios, empresas agroindustriales, créditos a vivienda de tipo social, y otros similares.

* El gobierno mexicano en conjunto con el banco norteamericano J.P. Morgan, propuso a la banca internacional un mecanismo de canjeo de deuda por bonos respaldados por la tesorería de Estados Unidos.

La inestabilidad de los mercados financieros a fines de 1987 se tradujo en una fuerte demanda de dólares, parte de la cual fue utilizada para pre-pago de deuda y parte fue demanda especulativa.

Esta fuerte demanda de dólares condujo a las autoridades a devaluar el peso en el mercado libre aumentándose el tipo de cambio en 24.7%. La devaluación de la moneda provocó reetiquetación de precios, aumento de tarifas del sector público y por con

siguiente demandas salariales. Con este incremento del nivel de precios se apreció sustancialmente al peso en el mercado controlado. Al aumentar la presión de demanda en este mercado y ampliarse el diferencial existente entre los dos mercados cambiarios, resultó inevitable una corrección del tipo controlado.

Como resultado de lo anterior, la inflación registró una tasa récord de 14.8% en diciembre, lo cual llevó a cerrar el año con una tasa anual del 159.2% de punta a punta.

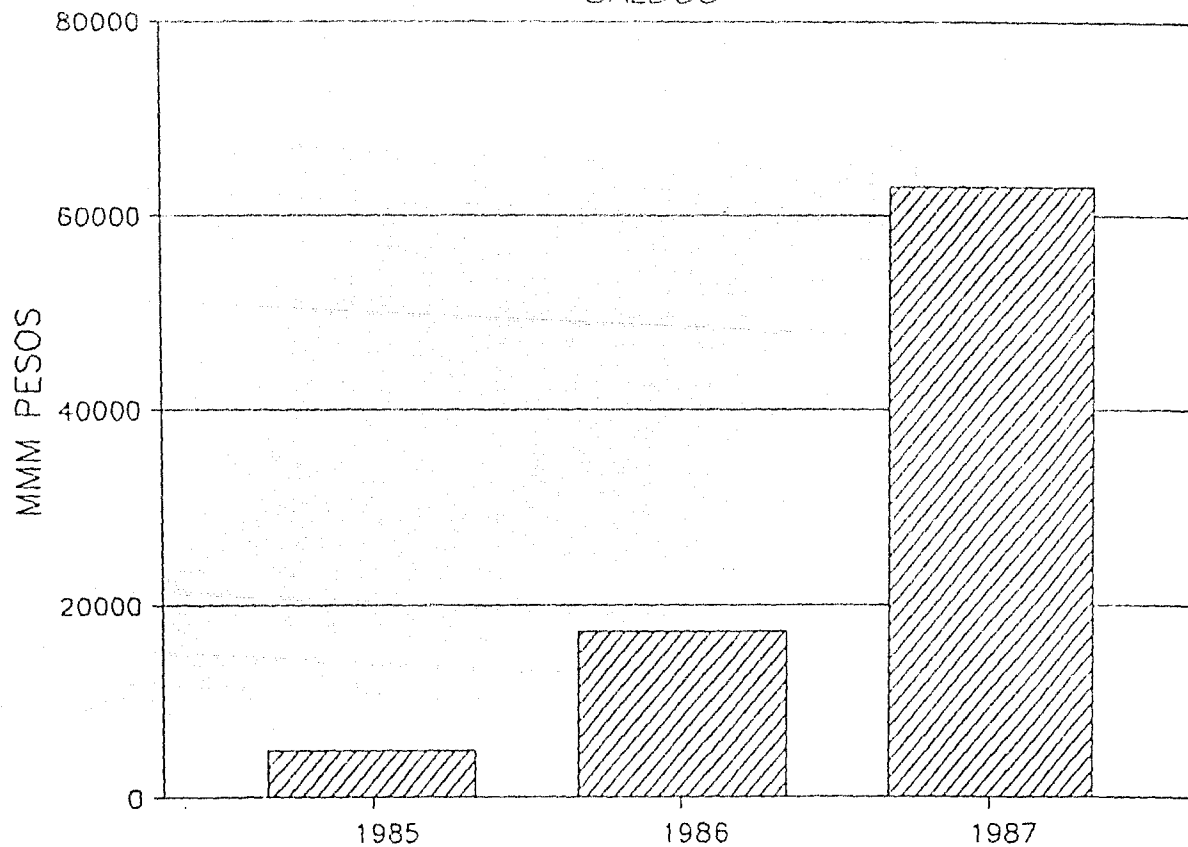
Ante esta crisis financiera, las autoridades reaccionaron con la introducción del Pacto (descrito anteriormente), el cual aspira básicamente a bajar la inflación a 1 o 2% mensual para fines de 1988 y a elevar el superávit primario a un 8.3% del PIB de un estimado previo de 5.4%.

Sin embargo, el Pacto puede resultar insuficiente para lograr tales objetivos, ya que la fuerte restricción crediticia y la incertidumbre pueden mantener elevadas las tasas de interés. De ser así, la baja buscada de los 22 billones de pesos en el presupuesto fiscal que el Pacto contempla depende de una caída sustancial en la inflación y de las tasas de interés. Recuérdese que las tasas de interés de los CETES a 28 días subieron de 95% en octubre a 159% a mediados de enero.

APENDICE ESTADISTICO

MERCADO DE VALORES

SALDOS



CUADRO 1

ANEXO FINANCIERO
- Flujos de efectivo
(Valores en millones de pesos)

	CAPTACION FINANCIERA			VALORES GOBIERNAMENTALES				VALORES PRIVADOS				
	TOTAL	Total Multilateral	Fondo desarrollo	Total CEDES	Ferrocarril	FAOAF	Total	Asociación Financiera	Banco Comercial	Obligaciones		
1963												
Enero	354.10	321.9	229.7	94.8	31.5	0.1	31.4	-	-1.2	-9.5	0.7	7.6
Febrero	333.7	293.4	247.9	35.5	-82.6	-109.6	22.0	-	132.9	128.0	1.0	3.9
March	785.1	618.9	571.2	47.7	-2.3	-5.2	2.9	-	169.5	151.0	-2.4	20.9
Abril	1024.3	548.9	432.0	116.9	96.9	92.2	6.7	-	376.5	362.0	10.4	4.1
Mayo	735.7	555.3	554.9	31.0	-47.8	-5.3	-42.5	-	237.7	225.0	6.3	4.9
Junio	681.1	606.6	556.4	50.2	28.7	-16.6	45.3	-	45.8	21.0	0.7	24.1
Julio	1493.6	764.2	651.3	112.9	121.7	104.9	16.8	-	194.7	194.0	13.2	-2.5
Agosto	1154.3	693.9	556.8	134.0	433.5	246.3	118.6	38.6	58.0	29.0	-4.9	33.9
Septiembre	1481.0	877.0	753.6	113.4	606.6	579.1	1.1	21.4	8.4	-31.0	26.6	12.8
Octubre	1576.5	935.8	779.8	52.9	444.9	455.2	-11.6	1.3	298.8	284.0	-1.8	16.6
Noviembre	1894.5	1152.4	1061.0	121.4	516.3	512.0	-1.4	5.7	195.8	194.0	-2.1	3.9
Diciembre	2622.1	2134.3	1970.0	164.3	-70.1	-70.8	1.6	-1.1	557.9	558.0	-4.1	4.0
1964												
Enero	1746.5	892.0	737.8	154.2	1059.2	1054.9	7.0	-2.7	-204.7	-206.7	-1.6	3.6
Febrero	2002.5	1433.6	1253.4	180.5	614.1	614.1	1.7	0.3	132.5	78.5	-11.4	65.4
March	3146.7	3836.4	2577.0	253.4	204.8	249.1	40.0	-54.3	114.5	108.6	17.9	-12.0
Abril	2521.0	1931.7	1539.2	182.5	546.3	540.0	1.2	-0.9	-11.0	-19.8	-4.6	12.4
Mayo	2694.6	2256.1	2034.6	221.5	914.7	948.8	1.5	54.4	-556.2	-573.3	17.2	-2.1
Junio	2658.5	1765.0	1750.4	11.6	1053.9	1037.2	5.9	50.8	807.6	724.3	13.5	64.6
Julio	3343.9	1551.1	1249.0	151.1	1244.0	1207.2	-8.5	45.3	793.7	635.2	25.3	-6.8
Agosto	3538.2	2190.6	1852.1	238.5	2569.3	2539.9	5.6	23.8	-851.7	-881.7	10.0	20.0
Septiembre	3555.9	1525.6	1308.6	217.0	892.0	957.2	9.5	25.3	1139.3	1111.3	11.8	16.2

6. A partir de enero de 1967, las cifras provienen de indicadores oportunos y están sujetos a revisión.

FUENTE: Banco de México.

CUADRO 7

- Flujos Acumulados -
(Miles de millones de pesos)

	CAPTACION BANCARIA			VALORES GUBERNAMENTALES			VALORES PRIVADOS					
	TOTAL	Total Banco Multibanco	Banco Desarrollo	Total	CETES	Petróleo PAGAF	Total Aceptacio Bancaria	Facil Comercial	Obligaciones			
1986												
Enero	354.1	303.8	229.0	94.8	31.5	0.1	31.4	-	-1.2	-9.5	0.7	7.6
Febrero	627.6	607.2	478.9	130.3	-51.1	-109.5	58.4	-	131.7	118.5	1.7	11.5
Marzo	1473.9	1205.1	1048.1	179.0	-53.4	-114.7	61.3	-	301.2	269.5	-0.7	32.4
Abril	2490.2	1775.0	1460.1	294.9	45.5	-22.5	68.0	-	677.7	621.5	9.7	36.5
Mayo	3273.9	2360.9	2034.9	325.9	-2.3	-27.8	25.5	-	915.4	957.5	16.5	41.4
Junio	3551.0	2967.4	2591.3	376.1	26.4	-44.4	70.6	-	961.2	878.5	17.2	65.5
Julio	5035.5	3731.6	3242.6	489.0	148.1	60.5	37.6	-	1155.9	1062.5	30.4	63.0
Agosto	6199.9	4424.4	3801.4	623.0	551.6	306.8	206.2	36.6	1213.9	1091.5	25.5	76.9
Septiembre	7675.9	5901.4	4955.0	946.4	1152.2	984.9	297.3	60.0	1222.3	1060.5	52.1	109.7
Octubre	9252.4	6134.2	5344.9	789.3	1597.1	1340.1	195.7	61.3	1521.1	1344.5	50.3	126.3
Noviembre	11136.9	7316.5	6405.9	910.7	2113.4	1952.1	194.3	67.0	1706.9	1526.5	48.2	130.2
Diciembre	13759.0	9450.9	8375.9	1075.0	2043.3	1781.3	196.1	65.9	2264.8	2026.5	44.1	134.2
1987												
Enero	1746.5	892.0	737.8	154.2	1059.2	1054.9	7.0	-2.7	-204.7	-206.7	-1.6	3.6
Febrero	3945.0	2325.9	1991.2	334.7	1693.3	1689.0	8.7	-2.4	-72.2	-128.2	-13.0	69.0
Marzo	7699.7	5155.3	4563.2	592.1	1700.1	1933.1	48.7	-96.7	42.3	-15.6	4.9	57.0
Abril	6619.7	7148.0	6377.4	770.6	2446.4	2478.1	49.9	-67.6	31.3	-38.4	0.3	69.4
Mayo	12224.3	9404.1	8411.9	992.2	3345.1	3326.7	51.4	-33.2	-524.9	-611.7	17.5	67.3
Junio	15922.6	11146.1	10142.3	1003.8	4439.0	4364.1	57.3	17.6	277.7	112.6	31.0	134.1
Julio	19226.6	12562.2	11422.3	1139.9	5593.0	5571.3	48.8	62.9	981.4	797.8	56.3	127.3
Agosto	23134.6	14752.8	13354.4	1398.4	8252.3	8111.2	54.4	66.7	129.7	-83.9	66.3	147.3
Septiembre	26991.7	16783.4	14653.0	1515.4	9144.3	9063.4	63.9	112.0	1569.0	1027.4	78.1	163.5

*/ A partir de enero de 1987 las cifras provienen de indicadores oportunos y estan sujetos a revision

FUENTE: Banco de Mexico.

CUADRO 3

AMRAC FINANCIERO

- Saldos -

Miles de millones de pesos

	CAPTACION BANCARIA				VALORES GUBERNAMENTALES			VALORES PRIVADOS				
	TOTAL	Total	Banco	Banco	Total	PETROBRAS	PAGAR	Total	Acostosa	Capital	Coligaciones	
		Multibanco	Multibanco	Reservado				Honor		Comercial		
1985												

Diciembre	12522.3	11117.5	9735.2	1381.3	1155.8	999.1	206.7	-	688.0	562.5	23.5	
1986												

Enero	15276.4	11441.3	9965.2	1476.1	1230.3	993.2	237.1	-	604.9	573.0	24.2	
Febrero	13610.1	11724.2	10213.1	1511.1	1147.7	886.6	257.1	-	737.7	701.0	25.2	
Marzo	14394.2	12335.6	10794.3	1559.3	1145.4	963.4	262.0	-	907.2	952.0	22.8	
Abril	15420.5	12851.5	11212.3	1674.2	1244.3	975.6	268.7	-	1263.7	1214.0	23.2	
Mayo	16194.2	13473.3	11771.1	1707.2	1156.5	970.3	226.2	-	1521.4	1440.0	40.0	
Junio	16877.2	14054.9	12327.5	1727.4	1225.2	933.7	291.5	-	1537.2	1461.0	41.7	
Julio	17957.9	14849.1	12973.3	1876.3	1346.9	1059.6	289.3	-	1761.9	1645.0	53.9	
Agosto	19112.2	15541.9	13537.6	2004.3	1750.4	1304.9	466.9	38.6	1919.9	1674.0	49.0	
Septiembre	20555.2	16413.7	14311.2	2107.7	2351.0	1853.6	498.0	60.0	1826.3	1643.0	75.6	
Octubre	22174.2	17251.7	15091.1	2170.6	2755.9	2338.2	396.4	61.3	2127.1	1527.0	73.8	
Noviembre	24055.2	18174.1	16142.1	2092.0	3312.2	2950.2	395.0	67.0	2312.9	2111.0	71.7	
Diciembre	26691.3	20566.4	18112.1	2456.3	3242.1	2779.4	394.9	65.9	2920.8	2669.0	67.6	
1987												

Enero	28427.8	21460.4	19649.9	2610.5	4311.3	3934.3	405.9	63.2	2656.1	2462.3	65.0	
Febrero	31230.2	22894.2	20103.3	2791.0	4937.4	4468.4	465.5	67.5	2796.6	2540.8	54.6	
Marzo	37730.6	25724.7	22696.3	3044.4	5142.2	4717.5	445.5	26.8	2913.1	2649.4	72.5	
Abril	36391.0	27718.4	24489.5	3228.9	5692.5	5257.5	446.7	21.2	2902.1	2430.6	67.9	
Mayo	39945.6	29972.5	26524.0	3448.5	6337.7	6166.3	445.2	32.7	3345.9	2957.3	95.1	
Junio	41544.1	31734.5	28274.4	3460.1	7481.1	7143.5	454.1	63.5	3148.5	2761.6	98.6	
Julio	45797.9	33135.6	29514.4	3619.2	9205.1	8350.7	445.6	128.8	3652.2	3464.3	123.9	
Agosto	49216.1	35271.2	31466.5	3854.7	11494.4	10890.6	451.2	152.6	3000.5	2851.1	133.9	
Septiembre	55373.0	36846.8	33775.1	4071.7	12365.4	11747.8	460.7	173.9	4139.9	3596.4	145.7	

Cl A partir de enero de 1987 las cifras provienen de indicadores oportunos y estan sujetos a revision
FUENTE: Banco de Mexico.

CUADRO 4
 CANTACION BANCARIA Y
 FIDUCIAS ACOMULADAS*
 (en miles de millones de pesos)

	BANCA MULTIPLES					BANCA DE DESARROLLO					
	TOTAL	MONEDA NACIONAL				EXTRANJERA	TOTAL	MONEDA NACIONAL			
		TOTAL	SUMA	MONETARIA	NO MONETARIA			SUMA	MONETARIA	NO MONETARIA	EXTRANJERA
1986											

Diciembre	7002.9	3116.1	2699.7	537.4	2362.3	216.4	592.8	440.3	20.4	419.9	151.5
1987											

Enero	1495.7	1313.7	1164.9	-8.5	1173.4	149.8	182.0	125.9	-24.0	149.8	56.4
Abril	2406.6	2012.7	1752.0	-116.5	1916.0	220.7	353.9	318.5	-26.1	346.6	75.4
Mayo	3216.4	2777.5	2372.6	-109.3	2492.9	404.9	440.9	354.7	-25.3	359.6	96.2
Junio	3546.6	3229.9	2848.1	84.2	2763.9	441.8	556.1	442.7	-22.6	465.3	113.4
Julio	4774.2	4133.2	3536.4	41.0	3485.4	572.9	691.0	552.3	-22.0	574.3	139.7
Agosto	5516.6	4626.0	3912.9	0.5	3912.4	712.1	891.0	714.6	-16.7	733.3	176.4
Septiembre	6332.6	5469.6	4691.9	162.3	4519.6	807.7	872.4	671.1	-16.4	657.5	201.3
Octubre	7475.6	6496.5	5640.7	163.9	5476.9	956.8	980.3	756.8	-8.5	759.2	229.5
Noviembre	8345.2	7749.5	6551.1	377.8	6479.3	693.4	1095.7	836.9	4.8	832.1	253.9
Diciembre	11537.5	10195.5	9118.6	656.7	9229.2	1072.5	1342.0	1004.5	9.3	995.2	337.5
1987 II											

Enero	697.3	561.0	529.6	-33.9	566.5	31.4	124.3	121.2	142.3	-21.1	3.1
Febrero	2197.8	1958.8	1929.9	-219.9	2147.8	59.9	209.0	202.3	-8.0	210.3	6.7
Marzo	5131.8	4694.4	4533.0	103.1	4469.4	136.9	442.4	432.0	-13.5	445.5	16.4
Abril	7109.7	6642.8	6464.7	146.6	6326.1	158.1	466.9	453.2	-13.7	466.9	13.7
Mayo	8720.1	8106.6	8029.7	251.8	7777.9	98.9	653.5	635.9	-0.2	635.1	17.6
Junio	11268.4	10533.3	10471.6	742.7	9729.0	121.5	675.1	653.4	9.9	643.5	21.7
Julio	15347.6	13512.4	12362.8	600.5	11769.9	149.6	837.2	812.1	1.9	810.2	25.1
Agosto	14659.5	13598.6	12364.5	1134.3	12330.2	214.3	1379.7	1051.0	26.1	1024.9	28.7
Septiembre	17295.3	16014.4	15730.1	1319.5	14410.6	264.3	1286.4	1248.2	19.2	1229.0	32.7
Octubre	18523.2	16371.7	15986.3	1462.6	16025.7	283.4	1561.6	1525.4	26.5	1496.9	36.2
Noviembre	21725.9	20276.0	19648.9	2609.4	17239.5	427.1	1497.9	1456.3	37.5	1416.8	41.6

*/ Incluye creaciones bancarias

**/ Los cifras para 1987 provienen de indicadores oportunos y están sujetos a revision

FUENTE: Banco de Mexico

CUADRO 5
 CANTIDAD EN MONEDAS
 -FLUJOS MENSUALES-
 (Miles de millones de pesos)

	BANCA MULTIPLE						BANCA DE DESARROLLO				
	TOTAL	TOTAL	MONEDA NACIONAL		MONEDA EXTRANJERA		TOTAL	MONEDA NACIONAL		MONEDA EXTRANJERA	
			SUMA MONETARIA	NO MONETARIA				SUMA MONETARIA	NO MONETARIA		
1960											
Diciembre	704.9	556.6	534.7	259.4	275.3	21.9	148.3	73.3	25.0	45.3	75.0
1961											
Enero	769.9	741.2	703.4	215.0	488.4	37.8	28.7	11.3	3.8	7.4	17.5
Abril	910.9	699.0	627.1	-110.0	737.1	71.9	211.9	192.9	-4.1	197.0	19.0
Mayo	911.5	744.8	530.6	-5.8	530.4	194.2	47.0	35.2	2.3	31.4	15.8
Junio	627.4	510.4	475.5	204.5	271.0	34.9	115.0	89.0	2.7	85.3	27.2
Julio	743.2	813.3	692.3	-43.2	725.5	131.0	134.9	109.6	0.6	109.0	25.3
Agosto	721.8	521.8	320.5	-40.5	423.0	139.3	200.0	162.3	3.3	159.0	37.7
Septiembre	945.0	554.6	765.0	161.3	607.2	95.6	-18.6	-43.5	2.3	-45.3	24.9
Octubre	1117.6	1005.9	558.8	1.6	957.2	51.1	107.9	79.7	7.9	71.8	28.2
Noviembre	1355.4	1259.0	1255.4	213.9	1061.5	34.6	115.4	95.1	13.3	72.8	29.3
Diciembre	2492.3	2446.0	2261.9	512.9	1749.0	184.1	245.3	167.6	4.5	163.1	78.7
1962											
Enero	695.3	561.0	529.6	-336.9	665.5	31.4	124.3	121.2	142.3	-21.1	3.1
Febrero	1512.5	1427.8	1399.3	116.0	1281.3	28.5	84.7	81.1	-150.3	231.4	3.6
Marzo	2939.0	2705.6	2634.6	322.6	2312.6	71.0	233.4	229.7	-5.5	235.2	3.7
Abril	1572.9	1940.4	1921.2	45.5	1875.7	27.2	24.5	21.2	-0.2	21.4	3.2
Mayo	1672.4	1489.3	1545.0	103.2	1441.8	-59.2	106.6	102.7	13.5	109.2	3.9
Junio	2485.3	2484.7	2442.1	490.9	1951.1	22.6	21.6	17.5	19.1	7.4	4.1
Julio	2021.3	1919.2	1921.1	-140.7	2061.8	28.1	162.1	159.7	-9.0	165.7	3.4
Agosto	1598.9	1666.4	1001.7	532.3	469.4	64.7	242.5	238.9	24.2	214.7	3.6
Septiembre	2635.9	2435.7	2355.7	185.3	2150.4	70.0	201.2	197.3	6.9	204.1	4.0
Octubre	2400.0	2357.3	2258.2	143.1	2115.1	99.1	42.7	39.2	9.3	29.9	3.5
Noviembre	1840.6	1904.3	1938.6	1146.3	713.6	43.7	-53.7	-69.1	9.0	-79.1	5.4

* Incluye aceptaciones bancarias

** Los cifras para 1962 provienen de indicadores oportunos y están sujetos a revisión

FUENTE: Banco de México

CUADRO B
CANTACION BANCARIAS
- PAJOS -
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	BANCA MULTIPLE					BANCA DE DEPOSITOS					
	TOTAL	TOTAL	MONEDA NACIONAL		MONEDA EXTRANJERA	TOTAL	MONEDA NACIONAL		MONEDA EXTRANJERA		
			SUMA	MONETARIA	NO MONETARIA		SUMA	MONETARIA	NO MONETARIA		
1981											
Diciembre	11677.9	10103.6	9774.7	1443.4	9131.3	378.7	1546.3	1314.3	93.0	1231.3	232.0
1982											
Enero	17195.5	11467.3	10939.5	1634.9	9264.7	527.7	1726.3	1439.9	59.0	1389.9	269.4
Abril	14101.5	12166.7	11546.7	1524.5	10041.8	577.4	1940.2	1612.8	54.9	1577.9	307.4
Mayo	14919.3	12931.1	12147.3	1523.1	10624.2	783.8	1957.2	1669.0	57.7	1411.3	318.2
Junio	15545.9	13443.5	12620.8	1729.4	10895.2	820.7	2102.4	1757.0	60.4	1696.6	345.4
Julio	14494.1	14255.9	13395.1	1844.4	11521.7	951.7	2237.3	1855.6	61.0	1995.6	376.7
Agosto	17215.9	14778.6	13987.6	1643.9	12943.7	1091.0	2437.3	2028.9	64.3	1964.4	405.4
Septiembre	19041.9	15483.2	14455.6	1925.7	13650.9	1195.6	2416.7	1995.4	65.6	1919.9	433.3
Octubre	19179.7	16553.1	15415.4	1835.3	13769.1	1237.7	2566.6	2065.1	74.5	1990.6	461.5
Noviembre	20245.1	17903.1	16830.9	2021.2	14609.6	1272.3	2642.0	2151.2	87.8	2063.4	490.3
Diciembre	23375.4	20349.1	19652.7	2534.1	16358.6	1456.4	2888.3	2318.8	92.3	2226.5	569.5
1983											
Enero	23922.7	20910.1	19423.3	2197.2	17205.1	1467.8	3612.6	2446.0	254.5	2295.4	572.6
Febrero	25425.2	22337.9	20821.6	2315.7	18508.4	1516.3	3097.3	2521.1	84.3	2426.8	576.2
Marzo	23374.2	20543.5	23455.2	2637.2	20219.0	1597.3	3333.7	2750.8	78.8	2672.0	579.9
Abril	30547.1	24991.9	25377.4	2425.7	22194.7	1614.5	3355.2	2772.0	78.6	2693.4	583.2
Mayo	32019.5	26477.7	24922.4	2595.9	24136.5	1555.3	3541.8	2954.7	92.1	2902.6	597.1
Junio	34595.8	28942.4	28364.5	3576.8	24377.6	1577.9	3663.4	2972.2	102.7	2870.0	591.2
Julio	36597.1	32811.3	31255.5	2134.1	26119.4	1696.0	3725.5	3130.9	94.2	3034.7	594.6
Agosto	37996.6	33927.9	32157.2	2668.4	26508.8	1670.7	3660.0	3369.8	118.4	3251.4	598.2
Septiembre	40531.9	35133.6	34622.9	3855.7	30769.2	1740.7	4165.2	3567.0	111.5	3455.5	602.2
Octubre	42933.9	36720.9	34891.1	3966.8	32994.3	1839.8	4211.9	3636.2	120.8	3485.4	605.7
Noviembre	44737.5	38205.2	37374.7	5143.6	35795.1	1893.5	4148.2	3537.1	129.8	3407.3	611.1

** Incluye prestaciones bancarias

*** Las cifras para 1981 promedios de indicaciones oportunas y están sujetas a revisión

FUENTE: Banco de España

FINANCIAMIENTO DEL SISTEMA BANCARIO A. SECTOR PRIVADO
 - Miles de millones de pesos -

	SAJOS			FLUJOS MENSUALES			FLUJOS ACUMULADOS		
	TOTAL	BANCA MULTIPLE	BANCA DE DESARROLLO	TOTAL	BANCA MULTIPLE	BANCA DE DESARROLLO	TOTAL	BANCA MULTIPLE	BANCA DE DESARROLLO
	<hr/>								
1985									
DICIEMBRE	5626.0	5064.0	1542.0	173.4	81.0	92.4	2461.9	1761.9	705.0
1986									
ENERO	5940.3	5393.2	1577.6	153.0	162.0	-9.5	334.9	279.2	55.6
FEBRIL	7111.0	5422.6	1648.2	150.2	89.6	50.6	485.1	378.8	106.2
MARZO	7350.3	5657.5	1697.3	239.8	190.7	49.1	724.9	569.5	155.4
ABRIL	7449.7	5952.5	1747.6	289.5	235.0	50.5	1014.4	808.5	205.9
MAYO	7755.4	6036.6	1719.9	115.1	144.1	-29.0	1129.4	952.6	176.8
AGOSTO	7880.1	6199.1	1781.0	224.7	162.5	62.2	1354.1	1115.1	239.0
SEPTIEMBRE	9179.6	6377.1	1802.5	149.5	129.0	21.5	1503.6	1243.1	260.5
OCTUBRE	8465.6	6054.4	1911.2	326.0	227.3	198.7	1829.6	1476.4	369.2
NOVIEMBRE	5732.4	6739.2	1997.2	264.9	179.8	84.0	2106.4	1651.2	455.2
DICIEMBRE	6240.9	7150.2	2090.7	506.5	415.0	93.5	2614.9	2066.2	548.7
1987									
ENERO	9149.8	7027.9	2122.0	-91.1	-122.4	31.3	-91.1	-122.4	31.3
FEBRERO	9446.2	7258.7	2217.9	256.8	290.9	95.9	295.7	78.5	127.2
MARZO	9935.9	7592.7	2253.2	399.3	354.0	35.3	595.0	432.5	162.5
ABRIL	10397.6	8069.2	2369.1	561.7	505.6	56.1	1156.7	938.1	218.6
MAYO	11232.7	8745.3	2497.3	835.1	657.0	178.1	1991.8	1595.1	396.7
JUNIO	12244.9	9643.2	2601.6	1612.2	897.9	114.3	3604.0	2493.0	511.0
JULIO	13112.2	10560.9	2781.2	957.3	857.7	97.6	3961.3	3350.7	610.6
AGOSTO	14227.0	11413.3	2813.7	1224.8	912.4	112.4	4986.1	4263.1	723.0
SEPTIEMBRE	15700.4	12367.3	2933.0	973.4	954.0	19.4	5959.5	5017.1	742.4
OCTUBRE	17013.0	13226.4	3084.3	1812.4	1561.3	251.3	7772.1	6776.4	995.7
NOVIEMBRE	17997.3	14691.4	3105.6	974.3	952.9	21.5	8746.4	7731.2	1015.2
DICIEMBRE	19515.6	16180.7	3334.6	1526.3	1299.3	229.0	10274.7	9030.5	1244.2

CUADRO B
TASAS DE INTERÉS
A fin de período

	CFP 1	CESES			FACAFES		
		A un mes	A tres meses	A seis meses	A un mes	A tres meses	A seis meses
		pesos	meses	meses	meses	meses	meses
1985							
Diciembre 1984	65.65	66.40	70.70	70.70	67.40	71.90	75.30
1986							
Junio	73.97	75.35	85.25	85.90	77.35	85.50	87.20
Julio	81.34	78.35	87.25	88.90	80.35	87.50	89.20
Agosto	84.40	80.35	89.25	89.65	84.25	87.50	89.20
Septiembre	87.70	88.10	95.25	95.65	92.00	94.30	95.65
Octubre	91.46	90.20	95.25	95.65	93.25	94.30	95.65
Noviembre	94.18	90.20	95.25	95.65	93.25	94.30	95.65
Diciembre 1986	95.33	90.20	95.25	95.65	93.25	94.30	95.65
1987							
Enero	95.39	90.20	95.25	95.65	93.25	94.30	95.65
Febrero	96.20	90.20	95.25	95.65	93.25	94.30	95.65
Marzo	96.25	90.20	93.70	93.35	93.25	94.30	95.65
Abril	95.75	90.20	91.35	90.40	91.80	94.30	95.65
Mayo	94.79	90.20	90.35	90.20	91.35	94.30	95.65
Junio	93.74	90.20	90.85	90.20	90.85	94.30	95.65
Julio	92.91	89.75	89.40	89.30	90.05	94.30	95.65
Agosto	92.15	88.30	87.90	87.35	88.70	94.20	95.65
Septiembre	91.02	87.35	87.25	87.00	88.55	94.20	95.65
Octubre	90.30	87.75	87.35	87.25	88.55	94.20	95.65
Noviembre	92.37	110.00	110.00	110.00	110.85	117.30	119.75
Diciembre 1987	104.29	122.00	111.50	108.50	122.85	120.80	119.25
1988							
Enero	122.54	123.50	109.50	104.50	149.35	118.30	119.25

1. Fuente: estadística procesada de carteras de
Cuentas de Ahorro.

CUADRO 9
DIFERENCIAL CUBIERTO Y EN
% ANUALIZADO

	A 1 Mes		A 3 meses		A 6 Meses	
	A) Flujo Anualizado	B) %	A) Flujo Anualizado	B) %	A) Flujo Anualizado	B) %
1986						
Abril	-1.6	-7.0	4.2	17.0	9.4	17.5
Mayo	-1.5	-11.6	3.6	14.1	24.8	55.0
Junio	-10.1	-20.1	-8.1	-29.7	7.1	3.4
Julio	3.8	56.8	-1.4	-18.9	-11.1	-3.2
Agosto	-1.5	-15.6	-5.6	-20.6	-1.7	-3.4
Septiembre	-2.7	-24.4	1.7	7.1	-7.4	-14.2
Octubre	-0.7	-9.1	3.0	11.5	-7.7	-14.9
Noviembre	0.8	19.6	-0.9	-3.5	-6.0	-11.6
Diciembre	1.5	15.7	3.0	12.7	5.4	11.0
Procedir	0.1	13.8	2.3	13.6	0.4	1.6
1987						
Enero	0.3	3.7	3.4	14.3	1.2	2.4
Febrero	0.2	2.4	3.3	13.9	2.6	5.3
Marzo	0.2	2.4	2.1	8.7	5.4	11.0
Abril	0.8	10.0	3.2	13.4	6.7	13.8
Mayo	0.3	3.7	2.2	9.1	5.7	11.8
Junio	0.7	8.4	2.0	9.1	4.3	8.6
Julio	1.3	16.8	2.6	10.8	4.8	9.8
Agosto	1.8	23.9	4.1	17.4	6.0	12.4
Septiembre	1.5	15.6	4.9	21.1	6.8	14.1
Octubre	1.9	25.2	1.1	22.0	7.5	15.6
Noviembre	-10.2	-72.5	-7.1	-28.2	-4.0	-7.8
Diciembre	-4.2	-41.0	-17.9	-42.4	-9.0	-17.2

1 El diferencial cubierto sugiere la ventaja (+) o desventaja (-) de realizar una inversión financiera de corto plazo en México respecto a inversiones en activos similares de EUA. Tanto en el caso de México como de EUA se han tomado como activos financieros representativos los Certificados de depósito a plazos de 1, 3 y 6 meses, considerando tasas de interés con máxima reinversión y el efecto resultante del deslizamiento del tipo de cambio libre.

1 / El diferencial cubierto ha sido calculado considerando cifras observadas, motivo por el cual este refleja los resultados de decisiones previas de inversión financiera.

CUADRO 10
RESUMEN DE VALORES 1
Unidad: millones de pesos

Periodo	TOTAL	Mercado de Capitales			Mercado de Dinero				Mercado 27 de metales	Indice 3 Bursatil	
		Total	Fento variable	Fento fijo	Total	Cetes	Acentos Bancarios	Panel Comerc.			Útros
1985											
Diciembre	2411.7	346.7	265.5	80.2	2665.0	1439.7	511.6	113.6	0.1	11177.2	
1986											
Junio	4834.0	405.5	158.3	247.2	4428.5	2111.5	2123.7	190.8	2.5	15797.1	
Julio	8763.2	361.7	162.5	199.2	7488.5	4426.0	2961.9	301.7	5.9	18544.4	
Agosto	6032.7	546.4	142.7	403.7	7465.3	4779.6	2495.9	183.7	17.2	22754.8	
Septiembre	6486.7	442.9	157.1	285.8	6043.8	3146.6	2632.3	236.7	28.2	26228.8	
Octubre	8946.9	582.4	389.3	293.1	7464.5	4294.2	2952.4	297.1	20.8	35251.0	
Noviembre	7546.6	587.1	348.4	240.7	7259.5	4714.7	2307.0	298.5	25.3	41699.3	
Diciembre	10249.3	799.7	483.0	311.7	9469.6	6586.6	2439.5	411.4	33.7	47101.0	
1987											
Enero	11746.6	509.9	315.0	194.9	11236.7	6312.5	2465.7	456.2	8.3	66281.2	
Febrero	11445.1	892.6	540.5	352.1	10546.5	7084.9	2182.6	393.1	115.9	76624.4	
Marzo	14792.5	1347.0	1010.8	336.2	13445.5	10469.3	2536.0	446.9	56.3	99523.9	
Abril	17396.6	1760.5	1470.0	290.5	15636.1	12676.9	2355.6	594.1	29.5	126252.7	
Mayo	19627.4	2162.9	1744.5	418.4	17464.5	15454.1	2191.1	679.3	161.0	145307.6	
Junio	23448.2	2191.8	1765.1	426.7	21256.4	18254.2	1951.1	830.0	112.1	161466.9	
Julio	39926.1	2246.1	1822.4	353.7	37674.0	33565.3	3914.0	984.7	72.0	226799.1	
Agosto	33519.6	2776.4	2359.4	416.9	34743.2	32391.4	1116.5	1134.9	190.4	267355.2	
Septiembre	40620.2	4911.1	4311.3	599.8	35692.3	31495.1	2248.7	1178.3	139.2	342554.9	
Octubre	32459.1	4195.4	3449.0	526.4	28263.7	24297.8	2580.7	1123.8	126.7	266018.0	
Noviembre	29535.5	3172.7	2519.3	653.4	25362.8	21651.7	1811.5	1198.9	742.8	113423.2	
Diciembre	35543.3	2575.8	1412.6	1163.2	32968.2	27786.7	2691.7	1299.9	1329.9	105679.0	
1988											
Enero	54352.1	1752.1	1084.7	667.4	52599.6	49016.7	1535.1	1917.5	866.3	54.4	139426.4

1/ Informe Operato

2/ Incluye centenario y pago tray plato.

3/ A fin de mes

4/ BENT (Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.)

CUADRO 11
 COLOCACION DE PETROGRANOS 1/

	Emission E4	Var. Abs.	Emission E5	Var. Abs.	Emission E5-1	Var. Abs.	Emission E6	Var. Abs.	Emission E7	Var. Abs.	Emission E7-2	Var. Abs.
1985												

Diciembre	156.30	3.93	155.85	-0.55	113.60	3.23	-	-	-	-	-	-
1986												

Julio	316.64	28.29	289.39	22.54	198.60	14.74	110.65	3.52	-	-	-	-
Agosto	339.59	22.54	287.69	19.30	214.78	16.18	120.04	9.38	-	-	-	-
Septiembre	375.21	15.63	297.94	10.27	221.52	6.74	134.83	14.79	-	-	-	-
Octubre	346.87	-6.24	285.41	-10.55	212.21	-9.31	131.79	-3.04	-	-	-	-
Noviembre	332.34	33.37	309.28	23.87	224.61	11.90	154.70	2.91	-	-	-	-
Diciembre	405.83	23.49	316.61	7.33	224.49	0.48	132.74	-1.86	-	-	-	-
1987												

Enero	437.30	31.47	330.54	13.95	240.71	16.22	142.12	9.39	-	-	-	-
Febrero	491.91	54.60	401.16	70.60	290.86	50.15	170.91	28.79	100.00	0.00	-	-
Marzo	540.93	48.92	452.59	55.42	337.34	46.46	200.10	27.19	195.20	3.20	-	-
Abril	568.62	40.09	497.77	41.19	368.26	30.72	223.05	22.95	111.30	0.10	-	-
Mayo	637.52	48.60	554.46	56.99	417.59	49.53	275.93	52.33	126.13	14.32	-	-
Junio	679.99	42.47	591.82	37.42	450.87	33.28	325.43	50.00	140.42	14.29	101.87	1.87
Julio	709.50	29.51	611.57	19.69	462.70	11.83	354.23	28.80	153.38	12.96	169.94	6.87
Agosto	741.61	32.11	634.78	22.81	470.82	8.12	349.97	-4.76	157.31	5.93	194.52	-4.32
Septiembre	779.87	39.26	624.91	30.53	495.37	24.55	345.39	-4.58	155.96	-3.45	165.14	6.34
Octubre	830.18	50.31	724.76	61.85	507.22	61.65	379.94	34.57	144.04	10.20	113.46	8.70
Noviembre	931.32	61.14	794.56	57.90	596.40	39.18	390.16	18.20	132.94	16.79	124.65	11.20
Diciembre	996.44	105.12	892.55	102.99	681.86	65.46	387.75	-10.44	195.42	12.50	138.59	13.92
1988												

Enero	--	--	936.10	42.55	654.06	-7.80	373.72	-14.65	174.91	-20.51	145.17	6.53

1 Promedios mensuales de cotizaciones diarias.
 Fuente: Elaborado en base a datos de la Bolsa Mexicana de Valores.

CUADRO 12
 ANÁLISIS CONTABLE
 (Presupuesto)

	LÍNEA			CONTROLADO DE MANTENIMIENTO			DIFERENCIAL 3/ LÍNEA/CONTROLADO (%)
	Fin del Periodo I	Fin del Periodo I	Subtotal (1)	Fin del Periodo I	Fin del Periodo I	Subtotal (1)	
1986							
Septiembre	770.50	744.05	-34.1	751.85	724.39	-32.0	2.5
Octubre	824.50	798.74	-35.1	804.10	769.07	-33.4	2.3
Noviembre	874.50	848.21	-34.8	852.50	814.80	-33.9	1.4
Diciembre	914.50	893.29	-33.3	923.00	893.74	-33.3	-0.9
Depto Acum. a Dic. (2)	104.4			148.5			
1987							
Enero	986.00	952.59	-33.0	978.35	948.71	-32.7	0.2
Febrero	1,048.00	1,018.08	-33.0	1,048.70	1,014.60	-32.8	0.1
Marzo	1,121.25	1,095.98	-33.5	1,120.40	1,094.33	-33.3	0.0
Abril	1,175.50	1,154.66	-32.2	1,182.65	1,151.77	-31.0	0.2
Mayo	1,256.00	1,232.75	-31.9	1,264.75	1,226.95	-31.8	0.0
Junio	1,348.75	1,309.67	-31.5	1,347.35	1,298.61	-31.5	0.0
Julio	1,414.25	1,392.37	-29.9	1,412.65	1,379.30	-29.8	0.0
Agosto	1,497.50	1,452.19	-26.2	1,485.60	1,448.71	-26.7	0.0
Septiembre	1,566.00	1,528.23	-27.8	1,563.60	1,523.74	-27.5	0.0
Octubre	1,635.75	1,600.57	-25.6	1,634.10	1,599.01	-25.5	0.0
Noviembre	2,072.50	1,978.91	-32.8	1,973.85	1,691.68	-24.4	29.6
Diciembre	2,025.00	2,145.68	31.3	2,198.50	2,023.42	-27.1	1.2
Depto Acum. a Dic. (2)	143.3			159.2			
1988							
Enero	2,235.00	2,028.42	-23.8	2,267.50	2,201.92	-22.9	1.2
Depto Acum. a Ene. (2)	6.4			6.4			

1 Trámite correspondiente.
 2 Diferencial a fin de mes.
 o Trámites e reportes del mes anterior.

CUADRO 13

COEFICIENTE DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA DE CANTÓN, 1981-1985.
(Unidad de millones de pesos)

	CANTÓN				
	DEP. BANC. (1)	ENTRABANC. (2)	FIR 1 ¹ (3)	A FIR 2 ² (4)	E FIR 3 ³ (5)
1981					
ENTRABANC	4039,3	562,9	17429,0	26,0	3,2
1982					
ENTRABANC	4715,4	563,1	19429,2	25,6	3,6
REPARADO	4913,0	703,0	19770,2	25,7	3,7
MARZO	5016,7	725,7	20431,4	25,5	3,6
ABRIL	5499,4	730,7	21432,2	25,7	3,4
MAYO	5654,4	833,2	22433,0	25,0	3,0
JUNIO	5870,4	865,3	23433,8	25,1	2,9
JULIO	5937,7	744,9	24434,6	25,2	3,0
AGOSTO	6460,3	712,6	25435,4	25,5	2,9
SEPTIEMBRE	6635,1	739,0	26436,2	25,1	3,0
OCTUBRE	6717,0	857,7	27437,0	25,0	3,1
NOVIEMBRE	7043,0	755,3	28437,8	25,5	3,4
DICIEMBRE	7765,0	810,5	29438,6	25,3	3,0
1983					
ENTRABANC	7763,2	1756,3	30770,2	25,7	3,4
REPARADO	8115,0	1785,0	32531,6	25,0	3,4
MARZO	8314,7	1109,2	34032,8	24,4	3,3
ABRIL	8617,6	1181,5	35534,0	24,2	3,2
MAYO	8779,1	1133,2	37035,0	23,8	3,1
JUNIO	8947,6	1353,9	38536,4	23,2	3,5
JULIO	9111,3	1477,2	40037,3	22,7	3,7
AGOSTO	9340,6	1526,3	41638,2	22,5	3,6
SEPTIEMBRE	9573,5	1743,6	43239,6	22,4	4,0
OCTUBRE					
NOVIEMBRE					
DICIEMBRE					

1. Producto Interno Bruto a precios de mercado.
2. Coeficiente de Intermediación del Sistema Bancario.
3. Coeficiente de Intermediación del Mercado Entrabancario.
FUENTE: ASOCIACIÓN ECUATORIANA DE BANCOS.

CUADRO 14

MÉXICO: INFLACION MENSUAL, 1979-1987.

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
ENERO	3.5	4.9	3.2	5	10.9	6.4	7.4	6.8	8.1
FEBRERO	1.4	2.3	2.5	3.9	5.4	5.3	4.2	4.4	7.2
MARZO	1.3	2.1	2.1	3.7	4.8	4.3	3.9	4.6	6.6
ABRIL	0.9	1.7	2.3	5.4	6.3	4.3	3.1	5.2	6.7
MAYO	1.3	1.6	1.5	5.6	4.3	3.3	2.4	5.6	7.5
JUNIO	1.1	2	1.4	4.8	3.8	3.6	2.5	6.4	7.2
JULIO	1.2	2.8	1.8	5.2	4.9	3.3	3.5	5	8.1
AGOSTO	1.5	2.1	2.1	11.2	3.9	2.8	4.4	8	6.2
SEPTIEMBRE	1.2	1.1	1.9	5.3	3.1	3	4	6	6.6
OCTUBRE	1.7	1.5	2.2	5.2	3.3	3.5	3.8	5.7	8.3
NOVIEMBRE	1.3	1.7	1.9	5.1	5.9	3.4	4.6	6.8	7.9
DICIEMBRE	1.8	2.6	2.7	10.7	4.3	4.2	6.8	7.9	14.2

FUENTE: BANCO DE MÉXICO, VARIOS NÚMEROS.

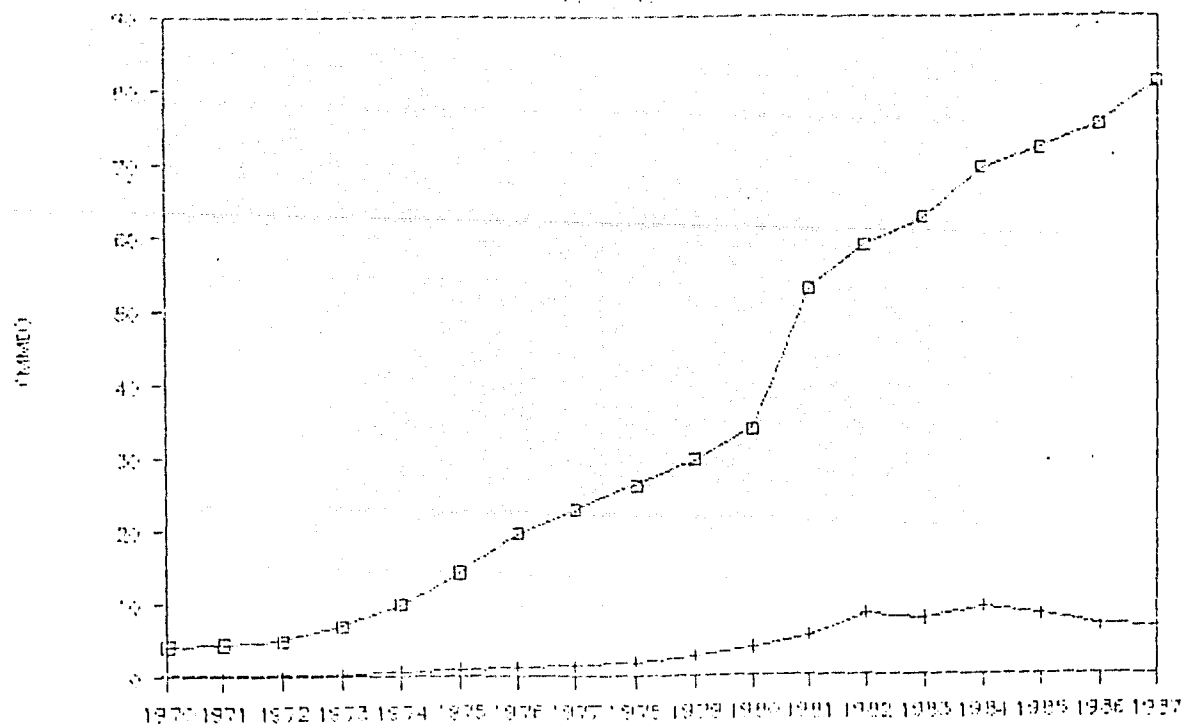
INGRESO DE RECURSOS DE INVERSIÓN EN LA ECONOMÍA NACIONAL DE LOS PERÚ (1973-1991)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
ENERGIA	455.01	1070.81	1336.51	1475.34	206.07	791.51	1375.31	1755.08	1420.02	1030.51	1420.02	1030.51	1420.02	1030.51	1420.02	1030.51	1420.02	1030.51	1420.02
TRANSPORTE	114.45	1050.61	1071.51	188.41	781.64	147.47	400.15	100.00	147.47	100.00	147.47	100.00	147.47	100.00	147.47	100.00	147.47	100.00	147.47
INDUSTRIA	503.77	1030.02	1030.02	1343.19	170.13	535.82	1300.47	4050.00	1371.01	980.00	1371.01	980.00	1371.01	980.00	1371.01	980.00	1371.01	980.00	1371.01
MINERIA	671.48	1700.77	1058.17	1325.01	415.72	415.00	2905.00	4915.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00	1500.00
AGRIC.	451.91	1110.71	1313.47	1329.32	425.51	1071.84	1290.73	455.59	1451.31	1437.53	1437.53	1437.53	1437.53	1437.53	1437.53	1437.53	1437.53	1437.53	1437.53
OTROS	27.60	1070.01	1703.02	1145.00	141.07	1421.02	1711.00	461.71	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02	1411.02
TOTAL	175.32	1310.09	1027.00	1028.31	518.00	1589.18	3511.00	5255.07	1336.45	2353.00	2353.00	2353.00	2353.00	2353.00	2353.00	2353.00	2353.00	2353.00	2353.00
AGRICULT.	74.72	1431.44	1334.01	1451.51	141.00	1471.41	1335.00	1741.89	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82	1384.82
INDUSTRIA	48.18	1415.51	1011.02	971.38	49.46	2011.35	4364.00	1250.00	2011.35	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00	1950.00
TRANSPORTE	73.60	1210.43	1075.00	842.46	600.00	2022.11	2622.00	3120.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00	2622.00
MINERIA	257.41	1320.14	1343.01	924.91	751.91	2037.00	4290.00	10932.00	4187.31	14550.15	14550.15	14550.15	14550.15	14550.15	14550.15	14550.15	14550.15	14550.15	14550.15
OTROS	650.00	1150.65	1400.24	647.87	470.11	1451.82	4080.43	11107.17	4700.43	13670.60	13670.60	13670.60	13670.60	13670.60	13670.60	13670.60	13670.60	13670.60	13670.60

UNIDAD: MILIARDO DE DÓLARES CORRIENTES DE LOS PERÚ (1973=100)

EVOLUCION DEUDA PUBLICA Y SERVICIO

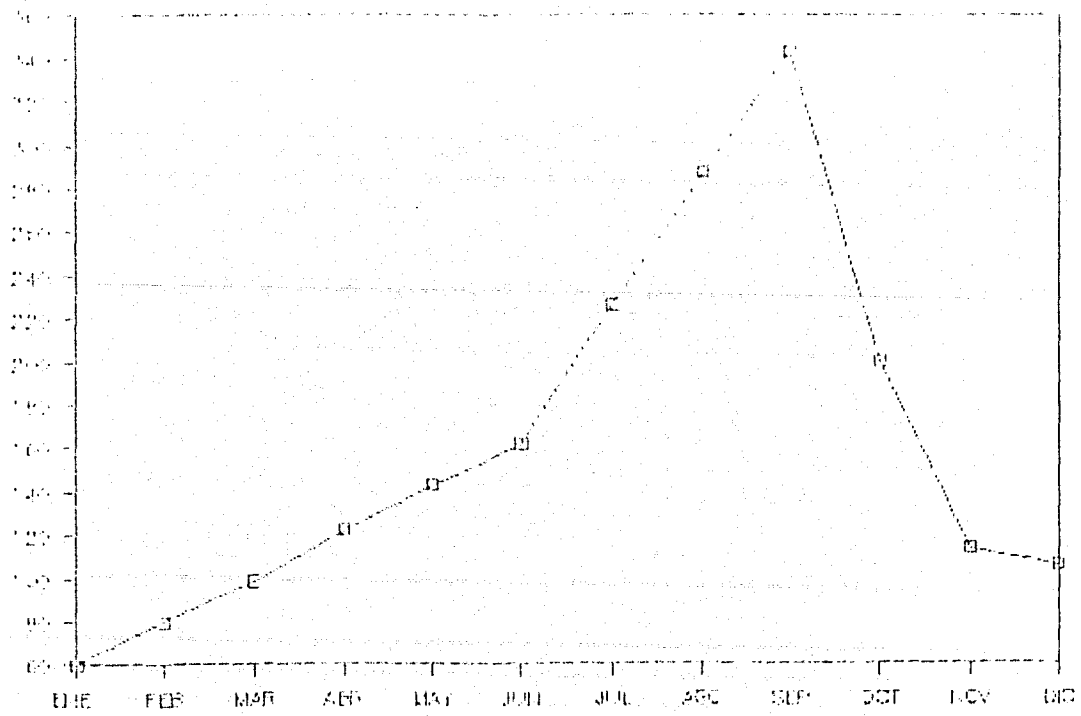
1970-1997



□ OPDA

+ Servicio

TABLE DE REVENUS CONTRACTURES 1944



APENDICE ECONOMETRICO

	V1	V2	V3	V4	V5	V6
1	2879	451	948	831	1620	330
2	3004	444	943	886	1692	318
3	3022	470	944	846	1774	387
4	3174	451	946	902	1851	377
5	3279	441	965	888	1939	437
6	3446	460	996	958	2029	469
7	3546	483	1019	946	2142	525
8	3761	479	1058	976	2300	506
9	3862	487	1097	1000	2399	585
10	4049	499	1124	1042	2480	628
11	4257	546	1214	1124	2565	638
12	4562	678	1450	1241	2670	605
13	4741	619	1344	1389	2727	652
14	5006	623	1360	1593	2795	637
15	5223	666	1419	1970	2805	745
16	5493	669	1487	2327	2462	713
17	5689	687	1519	2542	2425	790
18	5896	746	1569	2629	2555	798
19	6189	730	1587	2861	2587	790
20	6503	755	1598	3112	2667	742
21	6636	769	1625	3219	2679	828
22	6907	785	1753	3271	2796	948
23	7198	900	1912	3573	2726	979
24	7647	1119	2321	3693	2691	1082
25	7930	1011	2167	4167	2713	1080
26	7990	1024	2218	4309	2629	1213
27	8154	1123	2255	4738	2411	1357
28	8438	1070	2262	5215	2153	1362
29	8670	1147	2329	5418	2194	1497
30	8754	1212	2450	4975	2676	1668
31	8976	1194	2490	4673	3172	2100
32	9122	1244	2540	4365	3661	2294
33	9574	1224	2721	4272	4006	2291
34	9907	1279	2759	4495	4441	2125

V1

Regression Output:

Constant	2090.847
Std Err of Y Est	213.4547
R Squared	0.891046
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

λ Coefficient(s)	222.0672
Std Err of Coef.	3.731350

V2

Regression Output:

Constant	288.1871
Std Err of Y Est	71.75575
R Squared	0.939836
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

λ Coefficient(s)	18.04476
Std Err of Coef.	1.254344

V3

Regression Output:

Constant	636.3636
Std Err of Y Est	126.8437
R Squared	0.955745
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

λ Coefficient(s)	58.19014
Std Err of Coef.	2.217324

V4

Regression Output:

Constant	2.526203
Std Err of Y Est	467.9810
R Squared	0.915421
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

X Coefficient(s)	152.1452
Std Err of Coef.	8.160562

V5

Regression Output:

Constant	1790.085
Std Err of Y Est	399.3110
R Squared	0.557481
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

X Coefficient(s)	44.31779
Std Err of Coef.	6.980257

V6

Regression Output:

Constant	41.44919
Std Err of Y Est	237.1852
R Squared	0.832275
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

X Coefficient(s)	52.24660
Std Err of Coef.	4.146177

V1-V2

Regression Output:

Constant	16.88315
Std Err of Y Est	55.41448
R Squared	0.964118
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

X Coefficient(s)	0.127336
Std Err of Coef.	0.004342

V1-V3

Regression Output:

Constant	75.08805
Std Err of Y Est	91.05201
R Squared	0.977196
No. of Observations	34
Degrees of Freedom	32

X Coefficient(s)	0.264227
Std Err of Coef.	0.007135

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

- ALEJO. F.J., La política fiscal en el desarrollo económico de México, Fondo de Cultura Económica, Secc. Lecturas, 1974.
- BANCO NACIONAL DE MEXICO. Exámen de la situación económica de México, varios números.
- BANCO DE MEXICO. Informe Anual. 1980-1987.
- BANCO DE MEXICO. Indicadores económicos. Varios números.
- BOLSA MEXICANA DE VALORES. Anuario Financiero y Bursátil.-- 1980-1986.
- BOLSA MEXICANA DE VALORES. Estructura y funciones. 1984.
- BRAVO. A., La política impositiva. Ed. Tecnos., 1977.
- BRANSON. W. H., Teoría y política macroeconómica, FCE, 1983.
- BROTHERS, D. S. y SOLIS, L., Evolución Financiera de México CEMLA, 1977.
- CAVAZOS, A., La Economía Mexicana, Evolución y Perspectivas Ejecutivos de Finanzas, enero 1986.
- DAVILA, A., La Crisis Financiera en México, Ediciones de Cultura Popular, 1986.
- FERNANDEZ. H., 50 Años de Banca Central. FCE, Serie Lecturas, 1981.
- GIL DIAZ. F., Algunos Aspectos Relevantes Sobre el Marco de la Política Fiscal en México. Premiá Ed., 1982.

GOMEZ OLIVER.A., Política Monetaria y Fiscal de México FCE,
1981.

GREEN.R., La Deuda Externa del Gobierno Mexicano El Colegio
de México, 1980.

GUJARATI. D., Econometría Básica. Ed. McGraw-Hill, 1985.

HEYMAN. T., Inversión contra Inflación. Ed. Milenio, 1985.

INVESTIGACION ECONOMICA, U.N.A.M., varios números.

MADDALA.G.S., Econometría Ed. McGraw-Hill, 1985.

MARMOLEJO. M., Inversiones Instituto Mexicano de Ejecutivos
de Finanzas, A.C., 1987.

MARQUEZ.J., Las Políticas Monetaria, Cambiaria y Crediticia
Ed. Tecnos, 1977.

NACIONAL FINANCIERA. La Economía Mexicana en Cifras 1986.

NACIONAL FINANCIERA. El Mercado de Valores Varios números.

POINDEXTER. J.C., Macroeconomía Ed. Interamericana, 1984.

QUIJANO, J.M México: Estado y Banca Privada CIDE, 1982.

QUIJANO, J.M., La Banca: pasado y presente [-problemas financieros mexicanos] CIDE, 1983.

SOLIS., L., La Realidad Económica Mexicana Ed. siglo XXI.
1980.

SECRETARIA DE PROGRAMACION Y PRESUPUESTO. Principales variables
macroeconómicas 1986.

- 10 Años de Indicadores Económicos y Sociales en México, 1982
- Información sobre los Ingresos Gubernamentales, 1982.

VILLARREAL. R., La Contrarrevolución Monetaria. Ed. Océano.
1984.