

3
2EJM

30460



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO**

UNIDAD ACADÉMICA DE LOS CICLOS
PROFESIONAL Y DE POSGRADO DEL C.C.H

**FRAGILIDAD FINANCIERA, Y CRECIMIENTO.
ECONOMICO EN MEXICO 1977-1992**

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:

MAESTRA EN CIENCIAS ECONOMICAS

P R E S E N T A :

LIC. TERESA S. LOPEZ GONZALEZ

DIRECTOR DE TESIS:

MTRO. GUSTAVO VARGAS S.

MEXICO, D. F.

INVIERNO 1993

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



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.

FRAGILIDAD FINANCIERA Y CRECIMIENTO ECONOMICO

1977 - 1992

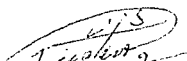
LIC. TERESA S. LOPEZ GONZALEZ

EL TEMA CENTRAL DE ESTE ESTUDIO ES LA FRAGILIDAD FINANCIERA QUE SE GESTO A FINALES DE LA DECADA DE LOS SESENTA COMO CONSECUENCIA DE LOS DESEQUILIBRIOS PRODUCTIVOS Y FINANCIEROS DERIVADOS DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO MASIVO.

LA GRAN DISPONIBILIDAD DE RECURSOS EXTERNOS Y LOS DERIVADOS DEL AUGE PETROLERO, NO IMPULSARON UN MAYOR AHORRO INTERNO, TAMPOCO UN AHORRO Y GENERACION DE DIVISAS QUE DISMINUYERA LA VULNERABILIDAD Y SUBORDINACION DE LA ECONOMIA A LOS RECURSOS EXTERNOS. ASIMISMO, TALES POSIBILIDADES NO SE TRADUJERON EN MAYORES INGRESOS PARA EL SECTOR PUBLICO, QUE LE PERMITIERA REDUCIR LA BRECHA DEFICITARIA, POR EL CONTRARIO, ESTA SE AMPLIO.

ESTA SITUACION RETROALIMENTO UNA DINAMICA INCAPAZ DE CREAR LAS CONDICIONES PRODUCTIVAS Y FINANCIERAS QUE PERMITIERAN UN CRECIMIENTO ENDOGENO Y SOSTENIDO. POR EL CONTRARIO, SE AMPLIO LA BRECHA AHORRO-INVERSION Y LA BRECHA EXTERNA, AUMENTANDO EL ENDEUDAMIENTO CON EL EXTERIOR. ESTO Y LA POLITICA CREDITICIA RESTRICTIVA PERMITIERON AL GOBIERNO MANTENER EL DEFICIT CRECIENTE, LO CUAL REPRODUJO LAS PRESIONES SOBRE EL SECTOR EXTERNO, LOS PRECIOS Y EL SECTOR FINANCIERO.

EL CRECIMIENTO DE LA BOLSA Y LAS GANANCIAS ESPECULATIVAS ACENTUARON LA SALIDA DE RECURSOS FINANCIEROS DEL SISTEMA BANCARIO, ATRAIDOS POR LOS VALORES DE RENTA VARIABLE. SIN EMBARGO, ESTE AUGE DE LA BOLSA LLEVO A AUMENTAR LAS TASAS DE INTERES DE LOS VALORES DE RENTA FIJA DE CORTO PLAZO (CETES, PETROBONOS) PARA COMPETIR CON LOS INSTRUMENTOS BANCARIOS Y PERMITIR EL ENDEUDAMIENTO INTERNO DEL SECTOR PUBLICO, QUE FINANCIARA SU CRECIENTE DEFICIT. AGUDIZANDO, LA FRAGILIDAD FINANCIERA Y LOS PROBLEMAS DE LIQUIDEZ.



ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	Pág. 6
CAPÍTULO I	
Deuda Externa y Fragilidad Financiera. 1977-1982.	9
I.1. Boom Petrolero y Fragilidad Financiera. 1977-1982.	9
I.1.1 La Reactivación Económica y el Auge Bursátil. 1978-1979.	11
I.1.2 La Reestructuración del Sistema Financiero. 1978-1980.	19
I.1.3 Auge del Mercado Accionario 1978-1979.	26
I.2 Crisis del Ciclo Económico y Fragilidad Financiera. 1980-1982.	37
CAPÍTULO II	
El Mercado Bursátil y las Finanzas Públicas. 1983-1988.	48
II.1 La Política Económica y las Finanzas Públicas.	48
II.2 Auge del Mercado de Valores. 1983-1984	60
II.2.1 Rendimiento y Utilidades del Mercado Accionario. 1983-1986.	67
II.3 Auge Financiero vs. Estancamiento Económico. 1983, 1987.	70
II.4 El Auge del Mercado Bursátil. 1986-1987.	75
CAPÍTULO III	
La Política Económica Estabilizadora y la Modernización del Sistema Financiero. 1988-1992.	86
III.1 Reestructuración del Sistema Financiero.	87
III.1.1 Reformas al Sistema Financiero. 1988-1990.	89
III.2 Comportamiento del Mercado Bursátil. 1988-1992.	93
III.2.1 Estructura del Mercado Bursátil.	94
CAPÍTULO IV	
Retorno de América Latina al Mercado Internacional de Capitales 1989-1993.	100
IV.1 Factores determinantes del Auge Bursátil.	101
IV.2 Origen y Destino de los Nuevos Flujos de Capital.	104
IV.3 México. Inversión Extranjera en Cartera.	113
IV.3.1 Perspectivas del Mercado de Valores.	119
Conclusiones.	122
Anexo Estadístico.	125
Apéndice.	141
Bibliografía.	149

Introducción

El tema central de este estudio es la fragilidad financiera que se gestó a finales de la década de los setenta como consecuencia de los desequilibrios productivos y financieros derivados del endeudamiento externo masivo.

El postulado de que los créditos externos hacia los países atrasados permiten a éstos desarrollar sus estructuras productivas tradicionales, alcanzar el desarrollo tecnológico e incrementar la productividad y, a su vez, generar recursos para pagar los préstamos externos, no se cumplió tal cual en la economía mexicana. Se logró modernizar las ramas con mayores perspectivas de crecimiento, pero sin que ello dinamizara el resto de la economía.

La dinámica propiciada por los recursos proveniente del exterior no generó los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones financieras derivadas de los préstamos y disminuir la necesidad de recurrir a ellos, por el contrario, se cayó en un círculo de sobreendeudamiento externo creciente.

La gran disponibilidad de recursos externos y los derivados del auge petrolero, no impulsaron un mayor ahorro interno, tampoco un ahorro y generación de divisas que disminuyeran la vulnerabilidad y subordinación de la economía a los recursos externos. Asimismo, tales posibilidades no se tradujeron en mayores ingresos para el sector público, que le permitiera reducir la brecha deficitaria, por el contrario, ésta se amplió.

Esta situación retroalimentó una dinámica incapaz de crear las condiciones productivas y financieras que permitieran un crecimiento endógeno y sostenido. Por el contrario se amplió la brecha ahorro-inversión y la brecha externa, aumentando el endeudamiento con el exterior. Esto y la política crediticia restrictiva permitieron al gobierno mantener el déficit creciente, lo cual reprodujo las presiones sobre el sector externo, los precios y el sector financiero.

Así, la situación en la que cayó la economía a principios de los ochenta, propició la incertidumbre y la especulación, debido a la recesión y a las fuertes presiones sobre el sector externo derivadas de la pesada carga del servicio de la deuda externa acumulada.

En efecto, durante el período 1984-1987, cuando los cambios en la política devaluatoria eran superiores a la tasa de interés interna y la tasa efectiva en dólares de los depósitos nacionales era menor a la tasa de interés externa, los recursos tendieron a fluir hacia actividades especulativas, particularmente a través de la Bolsa de Valores, que es impulsada por el gobierno con la finalidad de crear expectativas de rentabilidad interna, evitar fuga de capitales, e incentivar la entrada de éstos, que permitieran disminuir la presión sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos.

El crecimiento de la Bolsa y las ganancias especulativas acentuaron la salida de recursos financieros del sistema bancario, atraídos por los valores de renta variable. Sin embargo, este auge de la Bolsa llevó a aumentar las tasas de interés de los valores de renta fija de corto plazo (Cetes, Petrobonos) para competir con los instrumentos bancarios y permitir el endeudamiento interno del sector público, que financiara su creciente déficit.

Al canalizarse los excedentes económicos hacia la esfera financiera y especulativa, y no a la productiva se acentuaron los desequilibrios macroeconómicos. Ello reflejaba la fragilidad de las ganancias especulativas que se realizaban en la Bolsa, generando incertidumbre sobre sus rendimientos futuros. De tal manera que para 1987, no existían bases sólidas para la prolongación de las ganancias especulativas crecientes, por lo que una vez que se rebasaron los índices de precios y cotizaciones límites, ocurrió una fuga de capitales que generó el **cra**c de la Bolsa de Valores.

La fragilidad financiera del país se agudizó, así como los problemas de liquidez, situación que ejerció presión sobre las empresas y las finanzas públicas; lo que obligó a modificar la política económica y a reestructurar el sistema financiero.

En el Capítulo I, en el marco del boom petrolero (1977-1982), se analiza la insuficiencia del ahorro interno para financiar los requerimientos del crecimiento económico acelerado,

que condujo a depender del endeudamiento externo creciente. Para ello se tomó como eje de análisis, los cambios observados en el sector bancario y bursátil, después del primer intento de reforma a este sector.

El análisis del Capítulo II, se refiere al comportamiento de la deuda interna del sector público a través de valores, bajo las nuevas condiciones que planteaba la crisis de la deuda externa. El análisis se centra en el proceso especulativo y contradictorio que la deuda pública interna provocó en el mercado bursátil. Asimismo, se hace énfasis en la reforma económica y en la reestructuración económica-jurídica del sistema financiero, para entender el creciente predominio del financiamiento del mercado de valores al sector público.

En el Capítulo III, en el contexto de la política económica de crecimiento con estabilidad, se analizan las reformas al sistema financiero que se emprendieron en 1988, con el propósito de readecuarlo a las exigencias planteadas por el proceso de apertura y globalización económica.

Se hace énfasis en las transformaciones derivadas tanto de las condiciones externas, como de las provocadas por el proceso de globalización y apertura de los mercados financieros internacionales, tales como la reprivatización de la banca; la formación de los grupos financieros y consolidación de la banca universal; la apertura al capital extranjero para participar en la propiedad de las instituciones financieras; hasta la desaparición de los controles tradicionales al crédito como fue el encaje legal.

En el último Capítulo, se analiza la reciente apertura de los mercados internacionales de capitales para América Latina. Por tratarse de un fenómeno reciente, pero que ha adquirido importancia para México, consideramos necesario dicho análisis, ya que ello nos permitirá comprender su magnitud y características en el caso de nuestro país.

Con la incorporación de este capítulo consideramos que se cubre de manera positiva lo que de otra forma hubiera representado una limitación de este trabajo.

Capítulo I

DEUDA EXTERNA Y FRAGILIDAD FINANCIERA EN MÉXICO. 1977 - 1982

El año de 1976, clausuró el primer intento de reforma a los graves desequilibrios emanados de la política sustitutiva de importaciones. Tres parecen ser los elementos que caracterizaron el fracaso de este intento: fisuras políticas entre las fracciones dominantes del capital y el Estado, emanadas de las reformas propuestas por éste; una política económica errática y contradictoria; y la agudización de las tendencias especulativas en el sistema monetario-financiero. Todo ello se combinó en un contexto de crisis internacional cada vez más pronunciada, con una planta productiva nacional débil deficientemente integrada y en contracción; y con una estructura de relaciones político-social en creciente tensión.

1.1 Boom Petrolero y Fragilidad Financiera: 1977 - 1982

La desaceleración económica de 1976-1977 fue moderada y de corta vida. El descubrimiento y la explotación masiva de las reservas petroleras relajaron la restricción financiera externa sobre el crecimiento económico, conduciendo a un período de expansión económica de 1978 a 1981, con tasas superiores a las históricas. Liderado por la producción y exportaciones petroleras, el producto interno bruto (PIB) creció a una tasa anual de 8%. El ingreso nacional real, bajo el impulso favorable de los términos de intercambio, ocasionado por el incremento en el precio del petróleo en 1979-1980, creció a una tasa superior a la del PIB (ver Cuadro 1).

Cuadro 1
Indicadores de la Economía Mexicana
1964-1982

	1964-75	1976-77	1978	1979	1980	1981	1982
Ingreso Nacional Real (tasa de crecimiento)	7.1	3.0	8.0	10.3	12.1	7.7	- 1.6
Superávit real del sector público (como porcentaje del PIB)	n.d.	- 1.0	- 2.5	- 2.0	0.6	- 5.6	3.7
Balanza en cuenta corriente (miles de millones de dólares)	- 1.2	- 2.7	- 2.7	- 4.9	- 6.8	- 11.7	- 4.9
Tasa de desempleo	7.2 (1)	7.7 (2)	6.8	5.7	4.6	4.2	4.2
Tasas de crecimiento							
Producto Interno Bruto	7.6	3.8	8.1	9.3	8.3	8.0	- 0.5
Agricultura	4.5	4.2	5.2	- 1.3	7.1	6.1	- 0.6
Industria Petrolera	5.1	9.2	16.9	18.2	23.6	26.5	8.8
Industria no petrolera	9.0	3.6	9.7	11.0	7.9	7.8	- 2.8
Comercio y servicios	7.7	3.7	7.6	9.9	8.1	7.9	0.2
Consumo privado	6.6	3.3	6.9	10.1	7.5	7.4	1.1
Consumo Público	9.0	2.6	9.7	9.8	9.5	10.1	2.4
Construcción Residencial	n.d.	5.1	- 4.6	8.6	6.5	6.6	0.2
Inversión Privada	8.9 (3)	- 6.5	16.2	38.1	19.5	19.2	- 2.8
Inversión Pública							
Exportaciones de Mercancías y Servicios	4.7	15.6	17.4	6.6	6.1	6.2	13.7
Exportaciones Petroleras	n.d.	40.1	77.4	49.7	74.4	36.4	19.4
Importaciones totales	8.0	- 4.8	18.7	33.4	31.9	20.3	-
Inflación	11.5	22.5	17.5	18.2	26.3	28.0	58.9
Salario Mínimo real	n.d.	4.1	1.0	5.5	- 0.8	4.2	- 2.4

n.d. = no disponible.

(1) Corresponde a 1975

(2) Corresponde a 1977

(3) La Inversión Privada Total incluye la construcción residencial

FUENTE: Banco de México. Indicadores Económicos.

SPP. Sistema de Cuentas Nacionales 1970 - 1982.

Banco de México. Informes Anuales.

CIEMEX - WEP. Perspectivas Económicas de México 1985.

Durante el período de 1977-1982, se distinguen dos etapas. La primera que transcurre entre 1977-1979, caracterizada por la recuperación y el repunte económico, así como por el desarrollo de un ciclo bursátil. La segunda etapa que va de 1980 a 1982, corresponde a la fase final de expansión económica generada por el petróleo y la deuda externa, así como por el largo ajuste bursátil.

1.1.1 La Reactivación Económica y el Auge Bursátil, 1977-1979

Ante el rompimiento de la relación entre empresarios y gobierno producida durante la administración del Presidente Echeverría, el gobierno de Lopez Portillo se propone restablecer la cordialidad en esa relación, para ello se diseñó la estrategia económica denominada "Alianza para la producción". Según esta estrategia los empresarios se comprometían a generar empleos y elevar las exportaciones invirtiendo en ramas productoras de bienes intermedios y básicos. A cambio el Estado ofrecía estímulos fiscales, apoyo financiero, expansión de infraestructura e insumos baratos.

Dada la disponibilidad del excedente petrolero, todo parecía indicar que las condiciones estaban dadas para reencausar el crecimiento económico dentro de la lógica de haber resuelto la restricción financiera externa. Efectivamente el aval de los descubrimientos de las nuevas reservas petroleras, el primer convenio firmado con el FMI, y la actitud de alianza y conciliación mostrada por el nuevo gobierno, parecían haber restablecido una relación cordial con el sector privado.

Si bien la inversión fue dinámica, su estructura sectorial se concentró en la industria petrolera y los sectores de comercio y servicios. Con excepción de un cambio moderado en favor de la agricultura, la inversión pública se reorientó hacia la industria petrolera. Por otra parte, la inversión privada se canalizó fundamentalmente hacia los servicios y el comercio, en detrimento de la industria manufacturera (ver Cuadro 2).

Cuadro 2
México. Estructura de la inversión total, pública y privada.
1970-1982
(Porcentajes)

	1970-77	1978	1979	1980
Inversión Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Agricultura	7.3	8.4	7.5	7.2
Minería	2.2	1.6	2.9	3.1
Petróleo	11.2	20.7	18.4	19.0
Manufacturas	38.0	20.7	24.7	25.6
Electricidad	8.1	10.1	9.5	9.8
Comercio y Servicios	33.3	38.4	36.9	35.3
Inversión Pública	100.0	100.0	100.0	100.0
Agricultura	1.8	1.7	2.2	2.5
Minería	0.7	0.7	1.0	1.1
Petróleo	32.0	44.6	41.9	44.2
Manufacturas	14.2	9.8	14.3	11.6
Electricidad	23.1	21.8	21.8	22.8
Comercio y Servicios	28.2	18.8	18.8	17.8
Inversión Privada	100.0	100.0	100.0	100.0
Agricultura	10.2	14.2	11.7	10.7
Minería	3.0	2.3	4.4	4.6
Petróleo	0.0	0.0	0.0	0.0
Manufacturas	50.8	30.3	32.8	36.1
Electricidad	0.0	0.0	0.0	0.0
Comercio y Servicios	36.0	53.0	51.1	48.6

Fuente: Banco de México. Informe Anual, varios años.

El rezago de los sectores estratégicos no petroleros de la economía, dejó sentir sus consecuencias sobre la balanza en cuenta corriente. Desde mediados de 1979, las exportaciones no petroleras empezaron a declinar mientras que las importaciones de mercancías crecieron notablemente a una tasa del 30 por ciento, alcanzando aumentos

absolutos superiores a los de los ingresos por exportación de petróleo. Este crecimiento explosivo de las importaciones y el atraso del sector manufacturero son, a su vez, una consecuencia de tres factores ligados entre sí: la política de liberalización de importaciones iniciada en 1976-1978; la revaluación progresiva del tipo de cambio real entre 1978-1979; y el crecimiento insuficiente de la capacidad productiva en la industria no petrolera, en comparación con la rápida expansión de la demanda interna, lo anterior asociado al patrón de inversión privada antes mencionado.

El patrón de comercio exterior se fue configurando poco a poco: las exportaciones se concentraron en un solo producto, el petróleo, que habría de tomarse muy vulnerable a las oscilaciones en los mercados internacionales, mientras que las importaciones comprendían bienes de capital e intermedios que tendían a crecer a medida que crecía la producción interna, independientemente de la composición de la demanda final. En consecuencia, el crecimiento económico se volvió cada vez más dependiente de las exportaciones de una sola mercancía, y dado el carácter de esa especialización, más vulnerable a las rigideces de la demanda externa. Bajo estas circunstancias, la restricción de balanza de pagos estaba destinada a agudizarse.

Si bien las exportaciones petroleras permitieron un ingreso considerable de divisas -éstas subieron de 0.5 miles de millones de dólares en 1976 a 14 mil millones de dólares en 1981-, no obstante la balanza en cuenta corriente presentó un progresivo desequilibrio. El déficit en cuenta corriente pasó de 2.7 miles de millones de dólares en 1978 a 11.7 miles de millones de dólares en 1981, debido al aumento en el pago de intereses sobre la deuda externa acumulada. De hecho, entre 1980 y 1981, prácticamente todos los ingresos petroleros se destinaron a financiar el servicio de la deuda externa.

Asimismo, en contraste con la tendencia de generar superávit o reducir el déficit de las balanzas parciales, la balanza de servicios financieros continuó profundizando su déficit, que para 1981 alcanzó más de los 7 mil millones de dólares (ver Cuadro 3).

Cuadro 3

Balanza de Pagos en México. 1976-1982

(Millones de dólares)

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Balanza Comercial							
Exportaciones	3 656	4 650	8 063	8 798	15 133	19 420	21 230
Importaciones	6 300	5 705	7 918	11 986	18 832	23 930	14 437
Saldo	-2 644	-1 055	-1 855	3 188	-3 699	-4 510	6 793
B. C. Manufacturera							
Exportaciones	1 730	2 125	2 574	2 936	3 383	3 427	3 386
Importaciones	5 693	4 805	6 792	10 564	16 003	21 018	12 971
Saldo	-3 963	-2 680	-4 218	-7 628	-12 620	-17 591	-9 585
B.C. Petrolera							
Exportaciones	563	1 037	1 863	3 974	10 441	14 574	16 477
Importaciones	474	378	444	599	950	1 013	867
Saldo	89	659	-1 419	3 375	4 491	13 561	15 610
B. C. No Petrolera							
Exportaciones	3 093	3 612	4 200	4 824	4 692	4 846	4 753
Importaciones	5 826	5 326	7 474	11 387	17 882	22 917	13 570
Saldo	-2 733	-1 714	-3 274	-6 563	-13 190	-18 071	-8 817
B. en Cuenta Corriente							
Ingresos	8 277	9 177	11 653	16 132	25 021	30 556	28 003
Egresos	11 961	10 774	14 346	20 988	31 782	42 260	34 224
Saldo	-3 684	-1 597	-2 693	-4 856	-6 761	-11 704	-6 221
Balanza de Servicios							
Financieros (1)							
Ingresos	174	230	403	589	980	1 355	1 325
Egresos	2 070	2 163	2 786	3 903	5 933	8 936	13 765
Saldo	-1 896	-1 933	-2 883	-3 314	-4 953	-7 601	-12 440
Balanza de Servicios No Financieros (2)							
Ingresos	4 397	4 297	5 187	6 744	8 734	9 842	5 245
Egresos	3 590	2 906	3 643	5 100	7 363	10 219	5 799
Saldo	807	1 391	1 544	1 644	1 371	-377	-544
Servicio de la Deuda							
Intereses	1 724	1 974	2 572	3 619	5 437	8 217	12 203
Amortizaciones	1 156	2 295	4 264	7 206	3 723	4 806	4 071
Total	2 880	4 269	6 836	10 905	9 160	13 023	16 274
Fuga de Capitales (3)	144	950	602	2 634	2 826	7 110	7 788

(1) Balance de Servicios Financieros.- comprende los movimientos de egresos e ingresos de utilidades e intereses.

(2) Balance de Servicios No Financieros.- comprende egresos e ingresos por concepto de turismo, transacciones fronterizas, maquiladoras, transportes, fletes y seguros, oro y plata no monetarios, otros servicios.

(3) Es errores y omisiones más activos netos en el exterior de corto plazo.

Fuente: Banco de México. Estadísticas Históricas de México 1982.

Este creciente desequilibrio externo fue financiado con deuda externa, principalmente pública, cuyo monto se elevó de 35 mil millones de dólares en 1978 a 77 mil millones de dólares en 1981. Por otra parte, la estructura de la deuda externa era en extremo vulnerable. En 1981, los préstamos de corto plazo alcanzaron más del 30 por ciento del endeudamiento externo total (ver Cuadro 4).

Cuadro 4

Deuda Externa. Por tipo de plazo 1970-1982

	1970	1975	1978	1980	1981	1982
Deuda Externa Total	5 965.7	15 589.2	35 363.4	57 141.6	77 916.4	85 830.3
- Largo Plazo	5 965.7	15 589.2	30 417.4	40 978.6	52 923.4	59 462.0
- Corto Plazo	-	-	4 946.0	16 163.0	24 993.2	26 147.0

Participación Porcentual

	1970	1975	1978	1980	1981	1982
Deuda Externa Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
- Largo Plazo	100.0	100.0	86.0	71.7	67.9	69.3
- Corto Plazo	-	-	14.0	28.3	32.1	30.5

Fuente: World Bank. World Debt Tables. Edition 1989.

Además, se dio una sustitución en los agentes otorgantes de préstamos externos. La colocación de deuda en instituciones bancarias privadas internacionales, que habfan sido de 64 por ciento en 1970, pasó a ser el componente principal de la deuda externa, al representar el 80 por ciento para 1975 y el 94.5 por ciento en 1978.

Esto manifiesta el retomo de la confianza de la banca privada internacional ante la recuperación económica de 1978, que se tradujo en la reanimación de la actividad

financiera y en el declive de la dolarización en los circuitos financieros internos (ver Cuadro 5).

Cuadro 5
Deuda Externa Pública.
Por tipo de acreedor
1970-1982

	1970	1975	1978	1980	1981	1982
Deuda Externa Pública	3 195.711	394.4	25 462.6	33 678.6	42 723.4	51 362.0
Acreedores Oficiales **	1 149.1	2 269.1	3 382.1	4 477.2	5 357.6	7 153.0
Acreedores Privados	2 046.6	9 125.4	22 080.5	29 201.4	37 365.8	44 209.0
Proveedores	372.4	502.2	378.7	256.7	229.3	180.5
Mercados Financieros	1 674.2	8 623.2	21 701.8	28 944.6	37 136.5	44 028.5
Participación Porcentual						
Deuda Externa Pública	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Acreedores Oficiales	36.0	19.9	5.5	13.3	12.5	13.9
Acreedores Privados	64.0	80.1	94.5	86.7	87.5	86.1
Proveedores	18.2	5.5	1.7	0.9	0.6	0.4
Mercados Financieros	81.8	94.5	98.3	99.1	99.4	99.6

* Sólo se considera la Deuda Externa Pública de Largo Plazo. La Deuda Externa Privada no se presenta desglosada

** Incluye organismos multilaterales y bilaterales.

Fuente: World Bank. World Debt Tables, Edition 1989.

Asimismo, la relación entre los pagos de intereses externos y las exportaciones de mercancías pasaron de 22.7 por ciento en 1976 a 24.8 por ciento en 1980. Cabe mencionar que este hecho se explica en su totalidad por las crecientes tasas de interés, ya que la relación deuda externa/exportaciones totales muestra una moderada reducción de 360 por ciento a 229 por ciento durante el mismo período.

Por su parte, la deuda externa como proporción del PIB, que había sido del 63.4 por ciento en 1976, se elevó al 155.8 por ciento en 1980, mientras que el coeficiente de servicio de la deuda externa como proporción de las exportaciones de mercancías se mantuvo, e incluso cayó, a excepción de 1978 que creció a 103.2 por ciento. Ello se explica por el alza en las tasas de interés (ver Cuadro 6).

Cuadro 6

México. Principales Indicadores de la Deuda Externa Total
1976-1982
(Porcentajes)

	1976	1978	1980	1981	1982
Deuda Externa Total/PIB	63.4	114.1	155.8	210.1	535.6
Deuda Externa Total/Exportaciones Totales	315.7	360.0	229.0	252.9	296.8
Servicio de la Deuda Externa Total/Exportaciones de Mercancías	43.3	103.2	50.6	42.2	44.3
Servicio de la Deuda Externa Total/Exportaciones Petroleras	281.0	335.9	75.2	58.2	57.0
Intereses de la Deuda Externa Total/Exportaciones de Mercancías	22.7	30.7	24.8	23.8	28.8
Intereses de la Deuda Externa Total/Exportaciones Petroleras	147.2	99.8	36.8	32.8	37.2
Fuga de Capital/Exportaciones de Mercancías	86.0	9.9	7.1	66.2	36.7
Fuga de Capital/Desembolsos	77.4	7.0	12.4	100.5	65.4
Fuga de Capital/Servicio de la Deuda	198.8	9.6	14.0	156.8	82.9

Fuente: World Bank. World Debt Tables 1989.
Banco de México. Indicadores Económicos, varios años.

Así, ante las tensiones monetarias en la economía mundial y la búsqueda de inversión y resguardo que movía a los capitales internacionales, fue conformándose la situación financiera externa que, en combinación con los desequilibrios internos, condujeron al colapso de la deuda externa en 1982.

La fragilidad financiera que se gestó durante el período también afectó al sector privado. El auge de la demanda y el consiguiente crecimiento de la inversión estimuló un rápido endeudamiento privado. La deuda externa privada pasó de casi 5 mil millones de dólares en 1978 a 7.3 millones de dólares en 1980 (ver Cuadro 7).

Cuadro 7
México: Deuda Externa Pública y Privada
1970-1982

(Millones de dólares)

	1970	1975	1978	1980	1981	1982
Deuda Externa Total	5 965.7	15 589.2	35 662.2	57 141.6	77 916.4	85 830.3
Largo Plazo	5 965.7	15 589.2	30 417.4	40 978.6	52 923.4	59 462.0
Pública	3 195.7	11 394.4	25 462.6	33 678.6	42 723.4	51 362.0
Privada	2 770.0	4 194.8	4 954.8	7 300.0	10 200.0	8 100.0
Corto Plazo	-	-	4 946.0	16 163.0	24 993.0	26 147.0
Créditos del FMI	-	-	298.8	-	-	221.3

Participación Porcentual

Largo Plazo (1)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Pública	53.6	73.1	83.7	82.2	80.7	86.4
Privada	46.4	26.9	16.3	17.8	19.3	13.6

(1) Sólo la Deuda Externa de Largo Plazo se encontró desglosada en pública y privada.

Fuente: World Bank. World Debt Tables, 1987.

Este masivo endeudamiento de las empresas privadas entre 1978 y 1980¹, es comprensible si se observan las optimistas expectativas cambiarias que prevalecieron durante el período. En el cual la política monetaria siguió la regla de fijar las tasas internas de interés nominal iguales a las tasas externas de interés más una prima². Sin embargo, dado que las devaluaciones efectuadas por el Banco de México no fueron consistentes con la devaluación "esperada", implícita en la política de tasas de interés -esta última mucho mayor que las primeras-, las tasas de interés se mantuvieron varios años muy por encima de las tasas de interés ex-post en el exterior.

1.1.2 La Reestructuración del Sistema Financiero. 1978 - 1980.

En este marco de contradicciones, el gobierno trató de generar alternativas de financiamiento a la inversión, tales como el mercado de valores, principalmente en lo que se refiere a la operación de acciones industriales.

Para ello era necesario vencer los obstáculos que impedían la consolidación de ese mercado, tales como la mayor rentabilidad de los instrumentos de ahorro bancario y financieros muy líquidos; la mayor tasa fiscal a los títulos de deuda y a los activos de renta variable; la amenaza que pudiera representar el mercado bursátil para las instituciones bancarias; el prejuicio de los empresarios acerca de la discreción que había en sus operaciones y utilidades³; y en la coyuntura, la tendencia a la dolarización como forma de especulación que dominó los años setenta.

¹ Se considera que la deuda externa privada es mayor, si consideramos la de corto plazo. Desgraciadamente no encontramos estadísticas de esta última, clasificada en pública y privada.

² Dicha prima se determinaba con base en la tasa de devaluación "esperada" del peso, determinada a su vez, por la brecha entre los tipos de cambio spot y la cotización en el mercado de futuros de Chicago. Al respecto véase, Banco de México, Informe Anual 1979, 1980 y 1981.

³ Véase, Quijano, J. Manuel. México: Estado y Banca Privada, Ensayos de Economía, Editado por el CIDE, México, 1981, p. 182.

Hacia finales de 1978, las circunstancias para profundizar el desarrollo del mercado de valores eran favorables. Por una parte, porque la dolarización se había detenido; y por la otra, porque la elevada concentración bancaria reducía la posibilidad de que el desarrollo de la bolsa pudiera hacer daño a las instituciones bancarias, ya que las siete casas pertenecían directamente a los bancos que operaban el 38.5 por ciento del total⁴; y el flujo de los recursos, gracias a los excedentes petroleros, parecía creciente y aun inagotable.

Ante estas circunstancias, el gobierno de López Portillo tomó diversas medidas para impulsar el mercado bursátil, tales como la canalización de recursos de la banca privada para capitalizar las instituciones bursátiles, fomento a la creación de casas de bolsa para sustituir a los agentes individuales; autorización de la revalorización de los activos de las empresas cotizadas; promulgar la exención fiscal a las ganancias bursátiles y la mexicanización de empresas con capital extranjero⁵, así como inyectar directamente recursos públicos en este mercado.

Por el lado de las empresas, se facilitó la emisión de obligaciones quirográficas -papel comercial- que puede emitirse con la sola firma del empresario y sin necesidad de un aval de instituciones financieras, dichas obligaciones se autorizan a partir de 1980.

Por otra parte, el gobierno buscó mecanismos de financiamiento por la vía de la emisión de Certificados de la Tesorería y Petrobonos; es decir, se establecieron los mecanismos para iniciar la deuda pública interna directa. En el caso de los Cetes, su atractivo principal radica en su tasa de interés alta. En cuanto a los Petrobonos, su preferencia estuvo dada por la indexación de este activo a las variaciones del precio del petróleo.

En conjunto, mientras que el importe operado de las acciones de renta variable creció como proporción del total de 3.4% en 1977 a 26.3% en 1979; las de renta fija caían de 96.6% a 9.4%, respectivamente. En cambio, para 1978, la participación de los

⁴ *Ibidem.*, p. 198.

⁵ Quijano, J. Manuel y Cardero, R. Ma. Elena. "Expansión y Estrangulamiento Financiero 1978-1981", en *La Banca Pasado y Presente*, editado por el CIDE, México, 1981, pág. 231.

Petrobonos en el total alcanzó el 1.7%, y los Cetes en su primer año de colocación, representaron el 41.7% del total (ver Cuadro 8).

Sin embargo, los bonos financieros e hipotecarios emitidos por los bancos privados, pierden importancia desde 1979. Ello significa que la estructura de la Bolsa tiende a apartarse de los bonos extremadamente líquidos, que imposibilitan cualquier intento de colocación de títulos a plazo fijo.

Cuadro 8
Operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores

(Porcentajes)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Títulos de Renta Fija	96.6	40.3	9.4	5.4	1.4	4.9
Títulos de Renta Variable	3.4	18.1	26.3	15.5	8.6	1.9
CETES	-	41.6	64.3	78.7	86.0	74.8
Papel Comercial	-	-	-	0.4	4.0	18.4
Total Operado	100	100	100	100	100	100

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 1 del Anexo.

Tres indicadores muestran los alcances y límites de este empuje: la introducción de Petrobonos y CETES, el crecimiento del mercado accionario, y la reducción del porcentaje de financiamiento otorgado por el mercado de valores respecto al total del sistema financiero y bancario. Con respecto a los primeros, para 1975, los títulos de renta fija gubernamentales en circulación representaban más de la mitad del importe total operado, para 1979 era ya el 74% (ver Cuadro 9).

Cuadro 9
Títulos de Renta Fija en Circulación
1975-1979
(Porcentajes)

EMISOR	1975	1977	1978	1979
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0
GOBIERNO	54.6	63.5	71.3	74.0
Gobierno Federal	53.6	62.8	70.5	73.2
Bonos	53.6	62.4	65.2	66.0
CETES	-	-	4.7	6.0
Petrobonos	-	0.4	0.6	1.2
Patronato Ahorro Nacional	1.0	0.7	0.8	0.8
BANCARIOS	42.3	28.0	20.3	18.6
Banca Nacional	11.1	8.5	7.5	5.6
Banca Privada	31.2	19.5	12.8	13.0
EMPRESAS Y PARTICULARES	3.1	8.5	8.4	7.4
Cédulas Hipotecarias	0.1	0.1	n.s.	n.s.
Certificados de Participación de Fideicomisos Oficiales	0.7	1.0	1.2	1.4
Obligaciones	2.3	7.4	7.2	6.0

n.s. no significativo.

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 2 del Anexo.

Ahora bien, la tenencia de los títulos de renta fija gubernamental, se concentró fundamentalmente en la banca nacional. En efecto, tanto para 1975 como para 1979, éstos representaban el 98% de su tenencia total. En cuanto a la banca privada, en 1975, tenía sobre títulos bancarios (93.2%) y, en menor proporción, títulos de empresas y particulares (6.8%). Sin embargo, para 1978, había aumentado su tenencia de títulos gubernamentales (9.6%), y de manera sorprendente, había elevado la tenencia de títulos de empresas y particulares de 0.7% en 1975 a 33.4% en 1978.

Cabe mencionar que para 1979, este sector reduce drásticamente la tenencia de títulos gubernamentales, éstos sólo representaron para ese año un 2.7% de su tenencia total. En particular, disminuye la tenencia de CETES, que pasa de 8.2% en 1978 a 2.0% en 1979.

Con respecto al sector no bancario -empresas y particulares-, se observan también cambios muy importantes. Elevaron sustancialmente la tenencia de títulos gubernamentales, al pasar de 11.2% en 1975 a 27.7% en 1979; en particular de bonos (14.9%) y, en menor medida, CETES y Petrobonos, (10.5%) en conjunto. En segundo lugar, reducen significativamente su tenencia de bonos bancarios de 82.6% en 1975 a 52.7% en 1979; y elevan la de bonos emitidos por empresas y particulares, de 6.2% en 1975 a 19.6% en 1979 (ver Cuadro 10).

Si presentamos el Cuadro 10 en una estructura horizontal, tenemos que la banca nacional, que representaba el 50.3% de la tenencia de títulos gubernamentales en 1975, pasa al 65.7% en 1979. En tanto que la banca privada disminuye su tenencia de estos títulos, al pasar del 2.4% al 0.8% en 1975 y 1979, respectivamente. Por su parte, las empresas y particulares disminuyeron su participación de 47.3% a 33.5% en los mismos años (ver Cuadro 11).

Como se observa, la circulación de títulos de renta fija gubernamentales creció, y además, se colocaron principalmente en la banca nacional, y en menor medida entre las empresas y los particulares. Esto significa que el gobierno logró cierta penetración con sus títulos entre estos sectores, aún cuando dicha penetración era todavía limitada.

Cuadro 10

Títulos de Renta Fija por Tipo de Tenedor

1975-1979

(Porcentajes)

Emisor/Tenedor	1975			1977			1978			1979		
	Ban. Priv.	Ban. Nac.	Emp. y Part.	Ban. Priv.	Ban. Nac.	Emp. y Part.	Ban. Priv.	Ban. Nac.	Emp. y Part.	Ban. Priv.	Ban. Nac.	Emp. y Part.
TOTAL	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
GUERNAMENTALES-	98.0	98.0	11.2	-	98.9	17.8	9.6	99.5	22.2	2.7	98.5	27.7
Gobierno Federal	-	98.0	9.2	-	98.9	16.0	9.6	99.5	19.9	2.7	98.5	25.4
Bonos	-	98.0	9.2	-	98.9	10.0	-	92.7	17.6	-	92.8	14.9
CETES	-	-	-	-	-	-	8.2	6.6	0.9	2.0	5.6	6.9
Petrobonos	-	-	-	-	-	-	1.4	0.2	1.4	0.7	0.1	3.6
Patronato del Ahorro Nacional	-	-	2.0	-	-	1.8	-	-	2.3	-	0.1	2.3
BANCARIOS	93.2	1.9	82.6	88.0	1.0	62.3	57.0	0.5	55.2	59.5	0.7	52.7
Banca Nacional	55.0	1.0	19.5	68.4	0.5	16.8	40.8	0.4	19.2	59.3	0.7	13.9
Banca Privada	38.2	0.9	63.1	19.6	0.5	45.5	16.2	0.1	36.0	0.2	-	38.8
EMPRESAS Y PART.	6.8	0.1	6.2	12.0	0.1	19.9	33.4	-	22.6	37.8	0.8	19.6
Cédulas Hipotecarias	0.7	-	0.2	1.6	-	-	0.2	-	-	0.8	-	-
Cert. de Participación	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
de Fideicom. Oficiales	-	-	1.5	0.6	-	2.4	19.2	-	2.6	20.2	0.7	2.3
Obligaciones	6.2	0.1	4.5	9.8	0.1	17.5	14.0	-	20.0	16.8	0.1	17.3

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 3 del Anexo.

Cuadro 11
Títulos de Renta Fija por Tipo de Tenedor
1975 - 1979
 (Porcentajes)

Emisor/Tenedor	1975			1978			1979					
	Total	Banca Priv.	Banca Nac. y Part.	Total	Ban. Priv.	Ban. Nac. y Part.	Total	Ban. Priv.	Ban. Nac. y Part.			
TOTAL	100	2.4	50.3	47.3	100	1.3	63.7	35.0	100	0.8	65.7	33.5
GOBIERNO	100	-	90.3	9.7	100	0.2	88.9	10.9	100	0.1	87.4	12.5
Gobierno Federal	100	-	91.9	8.1	100	0.2	88.9	10.9	100	n.s.	88.4	11.6
Bonos	100	-	91.9	8.1	100	-	90.5	9.5	100	-	92.5	7.5
CETES	-	-	-	-	100	2.3	90.8	6.9	100	0.3	60.9	38.8
Petrobonos	-	-	-	-	-	-	-	100	100	0.5	6.4	93.1
Patronato del Ahorro Nacional	-	-	-	-	-	-	-	100	100	0.5	6.4	93.1
BANCARIOS	100	5.3	2.3	92.4	100	3.7	1.5	94.8	100	2.7	2.6	94.7
Banca Nacional	100	11.9	4.7	83.4	100	7.2	3.6	89.2	100	8.8	8.3	82.9
Banca Privada	100	2.9	1.5	95.6	100	1.7	0.3	98.0	100	n.s.	0.2	99.8
EMPRESAS Y PARTICULARES	100	5.2	1.1	93.7	100	5.3	0.3	94.4	100	4.3	6.6	89.1
Cédulas Hipotecarias	100	15.8	10.9	73.3	100	16.2	-	83.8	100	95.8	-	4.2
Certificados de Part. de Fideicomisos Of.	100	-	-	100	100	21.6	-	78.4	100	12.1	33.1	54.8
Obligaciones	100	6.4	1.0	92.6	100	2.6	0.3	97.1	100	2.3	0.5	97.2

n.s. = no significativa.

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 3 del Anexo.

En particular, gracias a su atractivo rendimiento, los CETES han tenido penetración entre el "público". Esto sugiere que estos títulos de corto plazo, todavía de manera

incipiente, contribuyeron durante estos años a financiar el sector público y al mismo tiempo, se constituyeron en un "colchón" en los momentos de liquidez excesiva de los bancos privados (ver Cuadro 12). Esta última función no puede desligarse de las altas tasas de interés que rigen para los créditos bancarios y que impulsaron a las empresas privadas a contratar créditos en el exterior. Cuando un banco privado coloca su liquidez en CETES, se está recurriendo al viejo mecanismo de encaje legal sólo que a un costo, para el sector público, superior al del mecanismo tradicional.

1.1.3 Auge del Mercado Accionario, 1978-1979.

Por otra parte, mientras la tasa de crecimiento media anual del mercado accionario había sido del 46.1% entre 1971-1974, para el período 1976-1979, fue de 47.0%. Este aumento explosivo manifestaba el gran dinamismo de la bolsa en los últimos años. Dicho dinamismo correspondió principalmente a las acciones de origen industrial, aunque también las de origen bancario elevaron su participación: en el período de 1970-1974, éstas representaban en 15.4% en promedio, del total de las operaciones, en tanto que para el período de 1975-1979, alcanzaron el 19.2% en promedio. Esta mayor participación de las instituciones privadas, principalmente de la bancarias, refleja el predominio que alcanzarían en 1982, éstas en el control de la captación en el mercado bursátil (ver Cuadro 13).

Cuadro 12
Deuda Interna del Sector Público.
Mediante Valores.
1977-1982

(Miles de Millones de pesos) *

VALORES	1978	1979	1980	1981	1982
CIRCULACIÓN TOTAL	340.4	464.2	618.0	948.3	2 452.1
CERTIFICADOS DE LA TESORERÍA DE LA FED.	2.7	24.5	54.3	96.5	319.8
- Sistema Bancario	0.6	7.2	16.5	37.2	67.6
- Sector Público					
No Bancario	0.1	9.7	10.2	14.8	31.2
Empresas y Particulares	2.0	7.5	27.6	44.5	221.0
PIEROBONOS	3.3	8.7	13.7	11.9	20.9
- Sistema Bancario	0.7	0.6	0.4	0.1	1.2
- Sector Público					
No Bancario	-	-	-	-	-
Empresas y Particulares	2.6	8.1	13.3	11.8	19.7
BONOS DEUDA PÚBLICA	334.4	431.0	550.0	839.9	2 106.2
- Sistema Bancario **	334.4	431.0	550.0	839.9	2 106.2
BONOS DE INDEMNIZACIÓN BANCARIOS	-	-	-	-	-
- Sistema Bancario	-	-	-	-	-
- Sectores No Financieros	-	-	-	-	-
PAGARES DE LA TESORERÍA DE LA FEDERACIÓN	-	-	-	-	-
BONOS DE DESARROLLO	-	-	-	-	-
OBLIGACIONES DE EMPRESAS PÚBLICAS	-	-	-	-	5.2

* Saldos corrientes, valor de mercado.

** Incluye la tenencia por parte del Banco de México.

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.

Cuadro 13
Acciones Operadas en la Bolsa de Valores
1977-1982
 (Millones de pesos y porcentajes)

AÑO	Acciones Industriales Comerciales	Participación Porcentual en el Total	Acciones Bancarias y de Seguros,	Participación Porcentual en el Total	Total de Acciones Operadas	TCA*
1970	630.2	87.3	92.0	12.7	722.2	-
1971	734.0	88.4	96.5	11.6	803.5	11.3
1972	1 307.8	78.8	356.9	21.2	1 664.7	107.2
1973	2 124.2	87.2	309.1	12.7	2 433.3	46.2
1974	2 060.0	81.2	478.5	18.8	2 535.5	4.2
1975	3 024.1	82.1	660.1	17.9	3 684.5	45.3
1976	4 795.1	79.2	1 259.5	20.8	6 054.9	64.3
1977	4 681.9	80.9	1 102.2	19.1	5 784.1	- 4.5
1978	24 837.6	81.9	5 472.6	18.1	30 310.2	424.0
1979	75 154.9	80.1	18 639.9	19.9	93 793.8	209.4
1980	66 117.3	84.9	11 777.1	15.1	77 894.4	- 17.0
1981	89 794.1	87.6	12 700.9	12.4	102 495.0	- 14.6
1982	37 218.0	42.2	50 931.0	57.8	88 149.0	- 31.0

* Tasa de Crecimiento Anual.

Fuente: Anuario de la Bolsa Mexicana de Valores, 1979.

El auge accionario de 1979 fue resultado directo de la devaluación de 1976. La devaluación afectó a las empresas de dos formas. Por una parte, las empresas endeudadas en dólares tuvieron una pérdida cambiaria. Por la otra, la crisis económica de 1976 provocó la recesión de 1977, misma que afectó los resultados financieros de las empresas. La recuperación económica de 1978, aunada a los factores especulativos, tales como las ventajas fiscales para la inversión en la Bolsa, y la campaña de publicidad lanzada por la misma Bolsa, culminaron en la euforia de 1979. Ello provocó que el índice accionario alcanzara los 1798 puntos.

La conveniencia de escoger entre distintas categorías de inversión depende de las distintas etapas del ciclo económico. Durante 1977-1978 y el primer bimestre del 79, era conveniente invertir en instrumentos de renta variable (acciones), por ello el índice del mercado accionario subió de 378 puntos en 1977, a un máximo de 1,347 puntos en 1979. Sin embargo, con una inflación al alza, el índice bursátil tuvo una tendencia a la baja durante el sexenio de López Portillo, llegando a un mínimo de 480 puntos en agosto de 1982 (ver Cuadro 14).

Cuadro 14
Indicadores del Mercado Accionario
1977-1982

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Índice de Precios y Cotizaciones del Mercado Accionario	388.4	889.1	1347.1	1432.2	956.6	755.9
Tipo de Cambio *	22.56	22.73	22.75	22.93	24.48	149.25
	(Porcentajes)					
Tasas de Crecimiento						
INPC (1980=100)	29.0	17.5	18.2	26.3	28.0	58.9
Acciones de Renta Variable	- 4.5	424	209.4	- 20.2	36.9	57.0
Acciones de Renta Fija	- 25.1	- 58.6	- 50.6	- 23.1	- 36.4	564.3

* Pesos por dólar

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil,
Banco de México. Indicadores Económicos.

Así, al dejar de ser atractivas las acciones, se optó por las "inversiones de protección"⁶ (petrobonos y divisas). En consecuencia, el Petrobono que se emitió en agosto de 1979 con un valor de mil pesos se amortizó en 1982 a 4,553 pesos; por su parte, el dólar subió de 23 pesos a 150 pesos durante los mismos años.

Estos cambios positivos en los mercados de títulos y acciones no se reflejaron en un impacto similar sobre el conjunto de la economía. En efecto, mientras que el importe total operado en 1975, representó el 10.3% del PIB, para 1978, sólo alcanzó el 7.2 por ciento. Asimismo, el financiamiento otorgado por la bolsa como proporción del financiamiento total otorgado por el sistema bancario, también bajó de 32.2% en 1976 a 23.8% en 1978.

Durante el período de 1978-1979, hubo hechos que evidenciaban ya el carácter financiero-especulativo que irían asumiendo los excedentes petroleros. En primer lugar, el impulso al mercado de valores antes mencionado, no generó un modelo financiero que innovara los instrumentos de captación de fondos y de financiamiento del sector público, que evitara una relación directa entre el déficit gubernamental y la emisión primaria de dinero, por el contrario, dicho impulso se tradujo en una reorientación significativa de las fuentes de financiamiento. De ahí que, entre 1978-1979, el endeudamiento por emisión primaria creciera en 170.8%, mientras que el externo lo hizo en 150.0%.

El importe total operado durante esos años creció, gracias al auge que tuvo la operatividad de las acciones empresariales y a la emisión de los CETES. También los beneficios mejoraron, las utilidades de las empresas que cotizaban en la bolsa crecieron 73 por ciento entre 1978-1979 (ver Cuadro 15).

⁶ Las "inversiones de protección" son aquellas que protegen al inversionista contra la depreciación del peso en relación con otras monedas extranjeras, en particular el dólar. En consecuencia, en épocas de incertidumbre cambiaria, dichas inversiones pueden ofrecer rendimientos más atractivos que otros instrumentos bursátiles. En México, actualmente, existen tres de estos tipos de instrumento: el Petrobono, el Pagafé y la Cobertura Cambiaria. Sin embargo, hay otras dos inversiones, los metales y las empresas mineras 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, las empresas mineras proporcionan protección contra la depreciación del peso en relación con el dólar. En segundo lugar, desde la década de los setenta, se ha observado que los metales también pueden ofrecer una protección contra la depreciación del dólar en relación con otras monedas.

Otro elemento explicativo del boom y el desplome bursátil del período 1978-1979, fue la evolución del mercado accionario, que fue estimulada a través de diversas medidas de carácter fiscal orientado a modernizar el sistema de capacitación y financiamiento empresarial de largo plazo y en moneda nacional.

Fueron varios los factores nacionales e internacionales que se combinaron para dar lugar a esas tendencias especulativas. En efecto, el auge bursátil estaba alentado por las expectativas optimistas que giraban en torno al crecimiento económico ⁷.

Ante esta situación, el índice de cotizaciones de la bolsa, que en 1977 había crecido 52%, subió a 132% en 1978, lo que significó la mayor tasa mundial de crecimiento de este año. Sin duda, frente a las tasas de interés reales negativas y a la creciente liquidez de las empresas, debido a las utilidades que recibieron, el mercado bursátil representaba una opción excelente, al mismo tiempo que existían fuerzas económicas para su expansión. Además, este crecimiento bursátil se daba en un ambiente especulativo general. Es decir, se practicaba en los ámbitos, comercial, cambiario, inmobiliario y fiscal.

En efecto, en 1978, en pleno auge, la bolsa no parece haber sido un instrumento de financiamiento directo. Es decir, no cumplió su función. Para que proporcionara recursos a las unidades productivas, éstas deben lanzar nuevas emisiones al mercado. El movimiento de la Bolsa Mexicana de Valores en 1978, con ser espectacular, no se apoyó curiosamente en nuevas emisiones. En un ambiente de creciente especulación, la demanda creció, las acciones cambiaban de mano con asombrosa rapidez, buscando incrementar el valor del principal. Cabe mencionar que el auge accionario de 1978 contó con el impulso del crédito bancario.

⁷ Ello se confirma si observamos que el rendimiento accionario promedio fue mayor al 50 por ciento y en algunos casos llegó hasta el 200 por ciento. De manera que, si en 1978 las cotizaciones transadas diariamente ascendían en promedio, a 1.4 millones, de enero a abril de 1979, alcanzaron los 4 millones.

Cuadro 15

Utilidades Netas de las Empresas que Cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores
(Miles de Pesos Corrientes)

No. de empresas	Rama	1976	1977	1977/76	1978	1979	1979/78
7	Autopartes	113 021	411 392	264.0	809 603	1 208 130	49.2
14	Bienes de Consumo	667 663	1 128 477	69.0	1 645 847	2 538 072	54.2
9	Cemento y Materiales para la Construcción	184 160	365 674	98.6	781 104	1 368 122	75.2
6	Comercio	702 296	846 327	20.5	1 294 082	2 586 140	99.8
7	Equipo Eléctrico	243 881	516 431	111.8	653 613	915 183	40.0
6	Bancos	1285 285	2 423 632	88.6	3 866 092	6 445 799	66.7
4	Metalúrgica	132 548	233 883	76.5	379 761	573 450	51.0
10	Siderurgia y Similares	189 991	989 839	421.0	938 792	2 381 057	153.6
6	Minería	249 835	647 664	159.2	687 750	1 968 210	186.2
4	Papel y Celulosa	293 186	575 968	96.5	944 860	1 333 744	41.2
8	Química	523 394	971 685	85.7	1 304 148	1 746 546	33.9
2	Servicios	1 141 830	1 586 936	39.0	2 123 240	2 742 076	29.1
5	Sociedades de Inversión y Fomento	1 603 629	2 801 886	74.7	4 219 559	8 210 067	94.6
8	T O T A L	7 330 719	13 499 794	84.2	19 648 449	34 016 596	73.1

Fuente: Elaborado con base en los datos de Eduardo González y Jorge Alcocer, "El comportamiento de las ganancias en el Sector Monopólico Financiero de la Economía Mexicana: 1977 - 1979", en *La Crisis Quedó Atrás*, Facultad de Economía-UNAM, México, 1980, pág.99

Esto imprimió dos características al auge bursátil que lo apartaron de la expansión clásica de la bolsa al comienzo de los ciclos industriales. Por una parte, desde sus inicios fue

especulativo; por la otra, fueron fundamentalmente, las acciones emitidas en períodos anteriores las que circularon desenfrenadamente. Ello permite afirmar que fueron los tenedores tradicionales de los paquetes accionarios los que aprovecharon el auge (e incluso lo fomentaron) para desprenderse de acciones y acceder a otros mecanismos de financiamiento a sus empresas. Sobre esto último hablaremos más adelante.

Precisamente en 1979 empiezan a salir emisiones primarias, es decir, cuando algunas empresas comienzan a utilizar la bolsa como fuente de financiamiento directo, se produce el primer desplome de la actividad bursátil, ello confirma la afirmación de que este auge no coincidió con la expansión de ese año, sino que estuvo caracterizado por una especulación orientada a otros fines⁸.

En una bolsa de valores no sólo actúan empresas independientes que emiten acciones y público atomizado que las adquiere. Hay que considerar otros agentes como las casas de bolsa, instituciones financieras y sociedades de inversión, entre otras. Todas ellas alteran el mecanismo de financiamiento directo, alternativo al indirecto (donde interviene una institución financiera) que le otorga grados de libertad a las unidades productivas.

Efectivamente, la presencia de las casas de bolsa bancarias altera esa libertad. En cuanto a las empresas, un buen número de ellas participaban en la Bolsa Mexicana de Valores. En un porcentaje alto de ellas y principalmente, en las más grandes, así como en los grupos más relevantes, según el volumen de sus ventas y de sus activos, tienen participación las instituciones financieras. Refiriéndonos a las sociedades de inversión, éstas están orientadas a invertir precisamente en valores bursátiles. Las sociedades de inversión pertenecen a su vez, a los bancos más grandes, y son uno de los instrumentos que éstos utilizan para el movimiento de las acciones de las unidades productivas a las cuales están ligadas⁹.

⁸ Según el Banco de México, "la disminución en la tasa de crecimiento del mercado de valores observada en 1979 era de esperarse; las cotizaciones de algunas de las acciones se encontraban sobrevaluadas como resultado del rápido crecimiento de la demanda por esos títulos y de la inestabilidad de la oferta que caracterizaron al mercado de renta variable en 1978...". Véase Banco de México, Informe Anual 1979, p. 131.

⁹ Según el Informe Anual de BANAMEX, este grupo financiero tenía invertido 17 mil millones de pesos en acciones de 150 empresas. Cabe mencionar que éste es el caso, aunque en montos menores,

Lo anterior conduce a afirmar que la Bolsa mexicana de Valores es un espacio de operación de los grupos financieros mexicanos, en donde los bancos, mediante sus casas de bolsa, sus empresas y sus sociedades de inversión, determinan las estrategias financieras. Al respecto, cabe mencionar que durante los años 1978-1981, siete casas de bolsa que eran propiedad de algún banco, concentraban casi el 40% del mercado bursátil¹⁰, y aproximadamente el 25% de las empresas que cotizaban tuvieron bursatilidad en el mercado accionario¹¹.

Como se observa el mercado bursátil estaba sumamente concentrado, lo que permitió que los grandes emisores y, en particular, los bancos y los grupos empresariales, tuvieran amplio margen de maniobra para controlar el curso del mercado y, por tanto, el manejo especulativo del mismo.

Retomemos los elementos anteriores. En 1978, la bolsa se expande, sin predominio de la emisión primaria, y con apoyo del crédito bancario. Por otra parte, la Bolsa es un instrumento de los grupos financieros mexicanos. Bajo estas circunstancias, entonces ¿para qué utilizaron los grupos financieros la Bolsa de Valores en 1978? La Bolsa de Valores fue un instrumento para promover la captación bancaria y el endeudamiento indirecto de las empresas.

Efectivamente, es muy probable que muchos empresarios recurrieran al siguiente mecanismo: el empresario se desprende de emisiones pasadas (emisión secundaria) sin perder el control patrimonial de la unidad productiva. Si las acciones se están cotizando a buen precio y, más aún, si están sobrevaluadas, obtienen un monto importante de recursos que, por varios mecanismos puede convertir en un "auto-prestamo". Es decir, el empresario

de otras instituciones financieras como BACOMER, COMERMEX, SERFIN, etc. Datos tomados de Quijano, J. *et al.*, "Expansión y Extrangulamiento Financiero. 1978-1981", en *La Banca Pesado y Presente*, editado por el CIDE, México, 1981, p. 236.

¹⁰ Las casas de bolsa pertenecientes a BANAMEX concentraban el 21% del mercado bursátil, durante ese mismo periodo. *Ibidem.*, p. 236.

¹¹ La bursatilidad de una acción se refiere a la facilidad que tiene un inversionista de comprarla o venderla durante un corto periodo. La mejor medida de bursatilidad es el valor operado (en pesos) de determinada acción.

deposita estos recursos en una institución financiera, en el país o en el extranjero, por lo cual percibe intereses. Por otro lado, recibe ese mismo dinero como préstamo, por el cual a su vez, paga intereses. Pero, ¿cuál es la ventaja de esta operación?, si existe un diferencial entre la tasa activa y la pasiva, siendo generalmente mayor la primera. En primer lugar, la venta de acciones está exenta de impuestos sobre ganancias de capital. En segundo lugar, recibe intereses por los depósitos hechos en la institución financiera. Por último, puede deducir fiscalmente intereses que paga por el "auto-préstamo". En consecuencia, era preferible para el empresario expandirse con base en endeudamiento indirecto en lugar de emitir acciones nuevas (emisión primaria).

Así, la expansión de la oferta de acciones a principios de 1979 y la sobrevaluación de sus cotizaciones, sumado al alza en el precio de los metales preciosos y a la elevación en las tasas de interés en Estados Unidos en octubre de ese año, sesgaron la especulación hacia esos mercados. Provocando la venta masiva de acciones y la caída de sus precios. Esto evidenció la debilidad del auge del mercado de valores y la poca solidez de éste para convertirse en una alternativa de financiamiento de largo plazo para el crecimiento económico; y con ello también se evidenciaba la fragilidad del pacto entre grupos dominantes del capital privado y el gobierno.

Hacia finales de 1979, el mercado de valores presentaba las siguientes características: 1) un crecimiento respecto a años anteriores, pero al mismo tiempo una tendencia al estancamiento; 2) un carácter sumamente concentrado y ligado a los bancos privados; 3) una recomposición de su estructura, ya que una parte de los títulos de renta fija bancarios pierden importancia frente a los de la deuda pública y de renta variable, pero al mismo tiempo predomina el mercado de dinero sobre el mercado de capitales; y 4) un crecimiento de la operatividad con acciones, resultado más de la expansión de las operaciones secundarias que de la colocación primaria (ver Cuadro 16 y 17).

Cuadro 16
Operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores.

Por tipo de Mercado

1975-1982

(Porcentajes)

	1975	1977	1979	1980	1981	1982
Mercado de Dinero	96.8	96.6	73.7	84.5	90.8	98.1
Mercado de Capitales	3.2	3.4	26.3	15.5	9.2	1.9
Total Mercado de Valores	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 4 del Anexo.

En el marco que representaba la disponibilidad de recursos petroleros y el endeudamiento externo creciente que lo acompañó, la política de inyectar recursos a la modalidad de financiamiento vía mercado bursátil, que trataba de hacer que el ahorro nacional destinado al crecimiento económico fuera más eficiente, grande e integrado al desarrollo industrial y de otros sectores, produjo contradictoriamente, un mecanismo favorable al capital bancario extranjero y nacional.

Cuadro 17
Operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores.
Por Tipo de Emisión
1975-1982
(Porcentajes)

	1975	1977	1979	1980	1981	1982
Total de Emisión Primaria	10.7	0.3	3.2	1.4	0.5	NC *
Total de Emisión Secundaria	89.3	99.7	96.8	98.6	99.5	100.0
Total de Operaciones	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

* No se realizaron colocaciones de emisiones nuevas.

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 5 del Anexo

1.2 Crisis del Ciclo Económico y Fragilidad Financiera, 1980-1982.

Fue en este marco de fragilidad financiera y dependencia del petróleo -representó el 72 por ciento de las exportaciones totales-, como los cambios en la economía internacional jugarían un papel desestabilizador. Después de 1979, la economía mexicana experimentó dos shock externos. El primero fue la duplicación del precio internacional del petróleo y el alza de las tasas externas de interés de 1979-1980, que tuvo en su conjunto, un efecto favorable sobre la balanza de pagos del país. En efecto, los ingresos petroleros fueron el doble de lo originalmente proyectados y el aumento en las tasas de interés, aún bajas en términos reales, fueron acompañados de una disponibilidad casi ilimitada de préstamos externos.

Este primer shock externo fue erróneamente interpretado por el gobierno mexicano. Se consideró el alto precio del petróleo como un rasgo permanente de la economía internacional, mientras que los incrementos en las tasas de interés fueron interpretados como un fenómeno

temporal. Esta visión reforzó la política de liberalización de importaciones, así como la tendencia a la sobrevaluación real del tipo de cambio y la expansión fiscal.

Hacia 1981, el optimismo continuaba, pese a que el precio del petróleo continuaba descendiendo debido a la recesión de Estados Unidos y a que la tasa de interés continuaba repuntando. Situación que prepararía el segundo shock.

Las expectativas del gobierno mexicano eran compartidas por la banca internacional, quienes en 1981 duplicaron su crédito a México, para responder a la creciente demanda de préstamos externos promovida por el gobierno a medida que se ampliaba el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, este optimismo no era compartido por el sector privado, quien después de haberse endeudado considerablemente en el exterior entre 1979-1980, inició en la primera mitad de 1981, una especulación contra el peso y más de 20 mil millones de dólares huyeron del país en aproximadamente 18 meses. La magnitud de la fuga fue tal que absorbió el 36 por ciento del valor de las exportaciones de mercancías y el 65 por ciento de los desembolsos de deuda externa para 1982 (ver Cuadro 6).

Para 1981, era evidente la desaceleración del crecimiento económico; la tasa de crecimiento del PIB disminuyó al igual que la de las manufacturas, construcción, comercio y servicios; y la inversión pública y privada nacional y extranjera. En 1982, el PIB descendió a 0.5 por ciento, a excepción de la actividad petrolera, la electricidad y los servicios, el resto de las actividades registraron signos negativos. La tasa de inflación pasó de 28.9 por ciento en 1980 a 98.9 por ciento en 1982. En éste último año, la balanza comercial se vuelve superavitaria, pero el saldo se destina crecientemente al pago del servicio de la deuda externa.

Ante las expectativas devaluatorias y el atractivo que significaba la elevación de las tasas de interés la especulación con metales preciosos en el ámbito internacional, la fuga de capitales creció en 93.2 por ciento en 1981, y en 1982 sólo lo hizo en un 42 por ciento porque las reservas internacionales del Banco de México se habían agotado.

Esta situación económica se reflejó indudablemente en el sistema financiero, ya que si bien, se registró una tendencia a la alza en la captación y el financiamiento, esto se debió

esencialmente a los depósitos y créditos en moneda extranjera. Efectivamente, la captación de recursos mentarios y de ahorro como proporción del PIB se elevó de 29.5 por ciento en 1979 a 31.3 por ciento en 1981. Sin embargo, este aumento no se explica por la captación en moneda nacional (71.8% en 1979 y 62.5% en 1981), sino por la captación en moneda extranjera (28.2% en 1979 y 37.5% en 1981) y ello no por parte de la banca de desarrollo (14.6% en 1979 y 16.4% en 1981) sino por la banca privada (9.6% en 1979 y 15.1% en 1981) (ver Cuadro 18).

Cuadro 18
Captación de Recursos a través del Sistema Bancario.

(Porcentajes)

	1975	1977	1979	1980	1981	1982
CAPTACIÓN TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Captación en Moneda Nacional	77.2	61.6	71.8	71.9	62.5	60.6
Instituciones Privadas	55.3	32.4	28.5	29.7	32.7	28.3
Instituciones Nacionales	9.5	9.3	24.1	23.5	9.6	8.9
Banco de México	12.4	19.9	19.2	18.7	20.2	23.4
Captación de Moneda Extranjera	22.8	38.4	28.1	38.1	37.5	39.4
Instituciones Privadas	3.1	9.6	9.6	10.9	15.1	12.9
Instituciones Nacionales	19.6	28.7	14.6	12.9	16.4	25.6
Banco de México	0.1	0.1	4.0	4.3	6.0	0.9

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 6 del Anexo.

En cuanto al financiamiento otorgado por el sistema bancario, fue notable el incremento de este en moneda extranjera; de representar el 28.0 por ciento en 1980, pasó a 34.1 y 45.2 por ciento para 1981 y 1982, respectivamente (ver Cuadro 19).

Algo similar sucedió con los pasivos bancarios, mientras que los denominados en moneda nacional descendían de 72.0 por ciento en 1979 a 62.0 por ciento en 1981, los denominados en moneda extranjera crecieron de 28.0 a 38.0 por ciento, durante los mismos años.

Asimismo, los pasivos no monetarios de la banca privada y mixta en moneda nacional, como porcentaje del total, decrecieron de 34.4 por ciento en 1979 a 25.0 por ciento en 1981 (ver Cuadro 20).

Cuadro 19
Financiamiento Otorgado por el Sistema Bancario
1977-1982
(Porcentajes)

	1977	1979	1980	1981	1982
Sistema Bancario	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
- Moneda Nacional	65.7	71.4	72.0	65.9	54.7
- Moneda Extranjera	34.3	28.6	28.0	34.1	45.3
Banco de México	33.1	32.2	32.2	30.7	34.2
- Moneda Nacional	26.3	27.5	26.6	23.0	25.4
- Moneda Extranjera	6.8	4.7	5.6	7.7	8.8
Banca de Desarrollo	36.0	30.7	29.3	30.7	35.7
- Moneda Nacional	14.5	15.2	16.7	15.5	12.4
- Moneda Extranjera	21.5	15.5	12.6	15.2	23.3
Banca Comercial	30.9	37.1	38.5	38.6	30.1
- Moneda Nacional	24.9	28.7	28.7	27.3	16.9
- Moneda Extranjera	6.0	8.4	9.8	11.3	13.2

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 7 del Anexo.

Por otra parte, la situación de las finanzas públicas expresaron lo desesperado de la situación. El déficit gubernamental en relación al PIB, se duplicó de 1980 a 1981, al pasar de

6.1 por ciento a cerca del 15 por ciento, respectivamente; y con ello se multiplicó el círculo vicioso que lo ataba a sus fuentes: exportación de petróleo, deuda externa y deuda interna.

En 1981, la expansión del déficit financiero del sector público fue seguida de una mayor déficit en cuenta corriente y de un incremento muy sustancial en la adquisición de activos netos externos por parte del sector privado nacional. En este sentido, el superávit del sector externo financió sólo una parte del endeudamiento del sector público, el resto lo financió el sector privado, que mediante la intermediación de los bancos extranjeros, en cierta medida, estaba prestando al gobierno mexicano los fondos obtenidos mediante la adquisición de depósitos por parte de residentes mexicanos (ver Cuadro 21).

Cuadro 20
Pasivos del Sistema Bancario
1977-1982
(Porcentajes)

	1977	1979	1980	1981	1982
Pasivos Totales	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
- Moneda Nacional	67.8	72.0	65.6	62.0	60.4
- Moneda Extranjera	32.2	28.6	34.4	38.0	39.6
Pasivos Monetarios	25.7	27.1	17.4	15.4	10.8
- Banco de México	11.9	11.8	7.7	7.4	5.6
- Banca Nacional	0.4	0.5	0.3	0.4	0.2
- Banca Privada y Mixta	13.4	14.8	9.4	7.6	5.0
Pasivos No Monetarios	74.3	72.9	82.6	84.6	89.2
Moneda Nacional	42.1	44.9	48.2	46.6	49.6
- Banco de México	1.7	0.6	14.2	13.1	17.9
- Banca Nacional	9.2	9.9	8.5	8.6	8.5
- Banca Privada y Mixta	31.2	34.4	25.5	24.9	23.2
Moneda Extranjera	32.2	28.0	34.4	38.0	39.6
- Banco de México	0.6	0.4	5.6	6.1	0.9
- Banca Nacional	23.5	17.3	15.0	16.6	25.7
- Banca Privada y Mixta	8.1	10.3	13.6	15.3	13.0

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 8 del Anexo.

En efecto, por un lado llegaban los recursos provenientes del crédito externo y de las exportaciones de petróleo, alimentando la capacidad del sector público para subsidiar y estimular el crecimiento económico. Por otro lado, esos recursos tenían como destino la especulación financiera, cambiaria, inmobiliaria y comercial; la importación de bienes intermedios, de capital y suntuarios; el pago del servicio de la deuda externa pública y privada; el pago de intereses de la deuda interna; el financiamiento de la fuga de capitales y de la remisión de utilidades y regalías por parte de las empresas transnacionales a sus matrices.

Estos recursos disponibles para sostener el crecimiento económico y asegurar la solución de los problemas estructurales, sólo sirvieron para financiar los desequilibrios que se agudizaban en ese momento. Así, el colapso del sector externo y el pago de los elevados montos del servicio de la deuda externa configuraron una pinza, que finalmente en 1982 estrangularía las finanzas públicas conduciendo al estallido de la crisis de la deuda.

Los beneficios de ese proceso en espiral que limitaba la posibilidad de continuar con el crecimiento económico, fueron los agentes que controlaban los circuitos financieros: los grupos dominantes en la banca nacional ¹², y la gran banca transnacional. Estos controlaban los circuitos donde los excedentes se depositaban y se convertían en dólares para transferirlos al exterior y sumarse a los préstamos sindicados bancarios realizados a México, o se colocaban en la bolsa para alimentar el crecimiento de la deuda interna pública, recibiendo el pago de los intereses que se pagaban por ella.

El poder de la banca no se debía exclusivamente a la concentración bancaria y financiera, se sumaba una política económica errática, ineficaz y contradictoria en tanto que pretendía evitar los desequilibrios mediante medidas que los agudizaban. Más aún, la política monetario-financiera favoreció los circuitos controlados por la banca privada y las condiciones de colocación de los excedentes en ellos. El alza de la tasa de interés y la posibilidad de

¹² Al respecto cabe mencionar que en 1975, había 139 bancos, en tanto que para 1981 sólo había 97. En el primer año, el 85 por ciento de los recursos del sistema financiero nacional eran manejados por 21 bancos; y en el segundo, el mismo porcentaje correspondía a sólo 9 instituciones. Si en 1975, 10 bancos manejaban el 71 por ciento, en 1981 este mismo porcentaje, lo manejaban sólo 6 bancos.

dolarización de los depósitos, junto con la libertad cambiaria fueron factores que debilitaron la eficiencia de la regulación estatal sobre el sistema financiero. La libertad irrestricta de cambios constituyó la puerta falsa de la solución.

Cuadro 21
Identidad de Flujos de Fondo
(Como porcentajes del PIB)

	1978	1979	1980	1981	1982
(1) Déficit Financiero del Sector Público	6.4	6.2	6.1	14.6	17.1
(2) Déficit en Cuenta Corriente	2.9	3.6	3.9	5.3	-0.2
(3) Superávit Financiero del Sector Privado *	2.9	3.2	1.7	8.5	17.2
(4) Adquisición Neta de Deuda Pública	3.5	4.6	4.0	6.6	13.0
(5) Adquisición Neta de Activos Externos	-0.6	-1.4	-2.3	1.9	4.2
(6) Endeudamiento Externo del Sector Público (6)=(2)+(5)	2.3	2.2	1.6	7.2	4.1
(7) Discrepancia estadística (2)+(3)=1	0.6	-0.4	0.5	0.8	0.1

* Es igual a la adquisición neta de activos financieros del sector privado.

Fuente: Banco de México. Informe Anual, varios años.

En este contexto, la demanda por liquidez y la búsqueda de la mayor rentabilidad en el corto plazo, hicieron que el mercado de valores operara predominantemente como un mercado de dinero, basado en el comercio de títulos de deuda pública, complementado por la colocación de títulos privados.

El reducido financiamiento proporcionado por la bolsa a la inversión privada de largo plazo, manifestó también la conducta de las empresas cotizadas, en el sentido de desviar los recursos productivos hacia la búsqueda de utilidades vía especulación. Dada la vinculación de dichas empresas industriales y comerciales con las instituciones bancarias, a su vez controladoras de las casas de bolsa y conectadas con la banca extranjera, los flujos dinerarios cerraban el círculo en beneficio de estas fracciones del capital.

Hacia principios de 1982, el precio del petróleo continuaba bajando, la fuga de capitales se encontraba en su máximo nivel, y casi la mitad de la deuda externa del país debía ser amortizado o refinanciada durante los siguientes doce meses.

Bajo estas circunstancias, el gobierno adoptó una política fiscal contractionista acompañada de devaluaciones del tipo de cambio, manteniendo libre la convertibilidad del peso. La política fiscal impuso recortes en el gasto público real, particularmente en la inversión; aumento en los precios públicos y disminución en los subsidios a los alimentos básicos. Por otra parte, el Banco de México, se retiraba del mercado cambiario, lo que condujo a una devaluación del peso del 80 por ciento durante ese mes. Asimismo, se dieron aumentos de "emergencia" en los salarios mínimos.

Estos acontecimientos marcarían el punto de partida de la recesión y de un acelerado proceso inflacionario. La caída de la demanda agregada fue encabezada por la inversión privada, provocada por los efectos contractionistas en la inversión pública, así como por otros factores. Entre ellos, el cambio radical en las expectativas cambiarias, que continuaron siendo pesimistas pese a la magnitud de la devaluación de febrero, lo que condujo a un fuerte aumento de la rentabilidad esperada de la inversión financiera en activos externos con relación a la rentabilidad de la inversión productiva local. Por otra parte, la rentabilidad actual y futura de la inversión interna se vio disminuida por el alza de los precios de los bienes de capital importados y del valor real de la deuda externa de las empresas, ambos fenómenos

resultado de la devaluación así como por la depresión del valor de mercado de los activos físicos, determinado en parte por la masiva fuga de capitales¹³.

Si bien, la balanza comercial presentó superávit hacia mediados de 1982, no obstante la fuga de capital y la especulación financiera pos-devaluatoria no cesaron, por el contrario, florecieron en ausencia de restricciones a los movimientos de capitales. Con mucho la fuga de capitales se convirtió en la fuente más importante del desequilibrio en la balanza de pagos y, dada la creciente racionalización de los créditos externos, también de la subsiguiente caída en las reservas internacionales del Banco de México (ver Cuadro 22).

Para agosto de 1982, cuando las reservas internacionales estaban casi completamente agotadas, el flujo de crédito externo se interrumpió drásticamente. Siguió más devaluaciones, junto con el establecimiento de un sistema dual de cambio. El gobierno mexicano declaró la imposibilidad de continuar pagando la deuda externa, dando así comienzo a la crisis de la deuda.

El cuadro 22 muestra la evidencia de dicha crisis. Después de que el endeudamiento neto contratado durante 1981 sobrepasó los 9 mil millones de dólares, en 1982 sólo fue un poco mayor a los 8 mil millones de dólares, a que en términos porcentuales representa una caída de casi el 10 por ciento.

Por su parte, el pago de intereses sobre la deuda externa aumentó en más de 2 mil millones de dólares entre 1980 y 1982, lo que se tradujo en una disminución abrupta de las transferencias netas del exterior, para 1982. En este año dichas transferencias sólo representaron el 1.4% del PIB, después de haber alcanzado casi tres puntos en el año anterior (ver Cuadro 23).

Si bien el surgimiento del problema de la deuda a nivel mundial se explica, en parte, por el aumento en las tasas de interés y la caída en el precio de muchas materias primas que no

¹³ La crisis financiera del grupo ALFA, el mayor conglomerado del país, es un claro ejemplo de las dificultades financieras que afectaron a principios de 1982, a muchas grandes empresas privadas con grandes deudas denominadas en dólares.

fueron anticipados correctamente por los agentes involucrados, principalmente por la banca comercial. No obstante, cuando se manifestó el deterioro en los términos de intercambio y el entorno recesivo en los países industrializados, la percepción tanto de acreedores como de deudores, fue que eran fenómenos transitorios, lo cual justificaba un incremento en el endeudamiento, tal y como se dio en 1981 en México, cuyo endeudamiento neto fue de 9.5 millones de dólares, un 100 por ciento mayor que en 1980.

Cuadro 22
México. Transferencias Netas del Sector Externo.
1975-1982
(Millones de dólares)

	1975	1978	1980	1981	1982
Balanza Comercial	- 3637.0	- 1854.4	- 3384.8	- 3846.3	6793.0
Desembolsos	4062.8	8546.5	8904.5	13244.3	11905.5
Servicio de la Deuda	1581.8	6258.7	7855.9	8486.2	9400.0
- Pago del Principal	753.3	4399.3	4009.2	3702.0	3276.1
- Pago de Intereses	828.5	1859.3	3846.6	4784.3	6123.9
Endeudamiento Neto (1)	3309.5	4147.2	4895.3	9542.3	8629.4
Transferencias Netas (2)	2481.2	2287.9	1048.7	4758.0	2505.5
Fuga de Capitales (3)	- 1046.6	- 601.8	- 4512.8	- 10904.8	- 9542.3
Variación de las Reservas Internacionales del B. de M (4)	165.1	434.1	1150.9	1012.2	- 3184.6
Saldo de las Reservas Internacionales del B. de M.	-	2567.2	4004.7	5016.9	1832.2

(1) Desembolsos menos pago del principal (amortización).

(2) Endeudamiento neto menos pago de intereses o desembolsos menos servicio de la deuda.

(3) Errores y omisiones más activos de corto plazo en el exterior.

(4) Un signo negativo significa disminución y un signo positivo representa un aumento.

Fuente: World Bank. World Debt Tables. Edition 1987-1988.
NAFINSA. Economía Mexicana en Cifras, 1990.

Cuadro 23
México. Transferencias Netas del Sector Externo.
1975-1982
 (Como porcentajes del PIB)

	1975	1978	1980	1981	1982
Cuenta Corriente	- 1.4	- 1.1	- 1.8	- 2.1	3.7
Intereses Externos	0.3	1.1	2.0	2.6	3.3
Endeudamiento Neto	1.3	2.5	2.5	2.7	4.7
Transferencias Netas	1.0	1.4	0.5	2.6	1.4
Servicios de la Deuda	0.6	3.8	4.1	4.6	5.1
Fuga de Capitales	- 0.4	- 0.4	- 2.3	- 5.9	5.2

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 9 del Anexo.

En agosto de 1982, la comunidad financiera internacional continuaba afirmando que el problema de la deuda de México era de liquidez y que la concesión de nuevos créditos, aunque en menor monto que en años anteriores, facilitaría la transición y contribuiría a evitar el repudio de la deuda, de manera que no se viera afectada la solvencia de los acreedores comerciales.

Debe reconocerse que parte de la deuda externa contratada sirvió para financiar consumo e inversión de escasa rentabilidad y fuga de capital, gastos que en alguna medida, reflejan errores de política económica, mismos que menaron la capacidad de pago de nuestro país.

En estas circunstancias económicas agravadas por el conflicto político entre el gobierno y los grandes grupos financieros, el presidente López Portillo, en su último informe presidencial, anunciaba la nacionalización de la banca privada y la adopción de un régimen de control de cambios. Pero era demasiado tarde, las reservas internacionales se había agotado y la crisis de la deuda externa irrumpía con fuerza.

Capítulo II

EL MERCADO BURSÁTIL Y LAS FINANZAS PÚBLICAS. 1983 - 1988

Hacia finales de 1982, las condiciones económicas eran difíciles, la inflación avanzaba a una tasa casi del 100%; el flujo de financiamiento externo estaba suspendido; el tipo de cambio había sido ya reajustado y a medida que la recesión se profundizaba, el superávit comercial se ampliaba, de tal manera, que el déficit en cuenta corriente mostraba ya una disminución significativa. Por otra parte, ya se había dado un considerable ajuste fiscal aunque ello no era evidente a partir de la medida convencional del déficit público no corregido por la inflación (ver Cuadro 1).

II.1 La Política Económica y las Finanzas Públicas.

Ante esta situación, la nueva administración del presidente De la Madrid, se propuso una política económica que, en el corto plazo, se proponía contener la espiral inflacionaria, ajustar la cuenta corriente de la balanza de pagos, e instrumentar un ajuste fiscal que implicaba reducir el déficit nominal del sector público como porcentaje del PIB para 1983.

En cuanto a los objetivos de largo plazo, se propuso un modelo de "cambio estructural", que permitiera lograr un crecimiento económico sostenido. Los principales factores de cambio eran: i) una alteración radical de la estructura de precios relativos durante la fase de estabilización; ii) la eliminación progresiva del intervencionismo estatal ineficiente en la producción y en el comercio exterior. Ambos factores asignaban un papel fundamental a las señales del mercado y al sector privado; se suponía que dichos factores debían inducir a un patrón de crecimiento liderado por las exportaciones.

Cuadro 1
México. Indicadores Económicos.
1982-1987

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Crecimiento del PIB (%)	- 0.5	- 5.3	3.5	2.7	- 3.8	1.7
Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (Miles de millones de dólares)						
Sector Público (%PIB)	- 4.9	5.4	4.2	1.2	- 1.7	4.0
Balance Financiero (1)	-17.9	- 8.6	- 8.5	- 9.6	-15.9	-16.1
Balance Económico Primario (2)	2.5	3.9	4.6	3.2	1.5	4.6
Inflación Precios al Consumidor 1980=100 (%)	98.9	80.8	59.2	64.3	105.7	159.2

(1) Es igual a la diferencia entre el ingreso total del sector público federal y su gasto total, más el monto de la intermediación financiera.

(2) Es igual a la diferencia en el ingreso total del sector público, menos sus gastos totales, excluyendo el pago de intereses.

Fuente: Banco de México. Informe Anual y NAFINSA. Economía Mexicana en Cifras, 1990.

Asimismo, se fijaron dos premisas fundamentales para la gestión de corto plazo: la primera, que el pago de la deuda externa era una variable inamovible dado que el país necesitaba volver a ser sujeto de crédito externo y un espacio confiable para la inversión extranjera directa. La segunda premisa era que para abatir las presiones inflacionarias se mantendría una severa contracción monetaria y crediticia, por lo cual se optó financiar el

gasto del gobierno mediante la colocación de títulos de deuda pública, impulsando con ello la expansión del mercado de valores.

Este impulso a dicho mercado, junto con el sostenimiento de elevadas tasas de interés para fomentar el ahorro nacional y evitar la fuga de capitales en el contexto recesivo del mercado interno, explica que los agentes económicos trataran de valorar su capital en el mercado bursátil. Con ello se generó un círculo vicioso. Ante una capacidad deteriorada y la necesidad de cumplir con el servicio de la deuda externa, se aplicó una política económica que pretendió elevar dicho ahorro por medio de rendimientos financieros altos; pero dadas las condiciones económicas, la liquidez capturada por esta vía no se convirtió en financiamiento a la inversión productiva, sino que se colocó en inversiones en cartera que redituaban altos beneficios en el corto plazo.

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

Fijada la política de cumplir con el servicio de la deuda externa, México logró mantener la renovación del crédito para poder cumplir con dicho servicio. Pero también debía disponer de divisas para satisfacer la demanda de dólares que requería la fuga de capitales. En este sentido, la disponibilidad de divisas se convirtió en un factor de verdadero estrangulamiento de las finanzas nacionales. De ahí que, tanto por concepto de intereses de la deuda externa como por el de fuga de capital, el país en 1982 se convirtió en un exportador neto de capitales. De 1983 a 1986 se habían transferido al exterior un volumen acumulado de 56 mil 931 millones de dólares, equivalentes al 49.6% del total de exportaciones y al 85% de las exportaciones petroleras de ese período (ver Cuadro 2).

Dos factores que se entrelazaron explican esa brutal transferencia de recursos financieros al exterior: por una parte, una política económica encausada prioritariamente al pago del

servicio de la deuda externa y a elevar la lucratividad de los instrumentos financieros debido al diferencial entre las tasas de interés pasivas y activas en el país; por la otra, debido a la presión de las tasas de interés internacionales, a la escasez de capital de préstamo y a los bajos precios de las exportaciones tradicionales.

Cuadro 2

Transferencia de Recursos al Exterior

1983-1987

(Miles de Millones de dólares)

	1983	1984	1985	1986	1987
Deuda Externa Total (DET)	92 966	94 822	96 867	100 881	109 460
Desembolsos	8 260	8 515	5 350	5 838	7 960
Servicio de la Deuda	14 825	16 960	15 293	12 946	12 087
- Intereses (INT)	9 994	11 303	10 220	8 375	8 325
- Amortizaciones	4 831	5 658	5 072	4 570	3 762
Transferencias de Recursos al Exterior (1)	- 6 565	- 8 445	- 10 933	- 6 658	- 4 227
Exportaciones Totales (XT)	28 689	32 555	29 717	23 864	30 106
Exportaciones Petroleras	16 017.2	16 601.3	14 766.6	6 307.2	7 875.8
Fuga de Capitales (2)	- 3 465.9	- 1 606.9	- 3 170.0	1 334	- 1 805
DET/XT (%)	324.0	291.0	326.0	422.7	363.6
DET/PIB (%)	66.6	57.3	55.2	82.5	82.1
INT/XT (%)	34.8	34.7	34.4	35.1	27.7
INT/XT (%)	7.2	6.8	5.8	6.8	6.2

(1) Desembolsos menor servicio de la deuda.

(2) Es igual a la Suma de Errores y Omisiones y Activos de Corto Plazo.

Fuente: World Bank, World Debt Tables, Edition 1991.
Banco de México, Indicadores Económicos.

De esta forma, México transfirió volúmenes importantes del ahorro nacional al exterior, reduciendo con ello tanto su capacidad importadora como sus posibilidades de ampliar su

capacidad de pago, lo que condujo a que desde finales de 1985, se interrumpieran los flujos crediticios voluntarios internacionales.

La nueva condición estructural por la cual el país se convirtió en un exportador neto de capitales, tuvo una gran importancia, porque el endeudamiento externo había sido la salida tradicional del sector público ante las presiones de su déficit y las dificultades políticas de subsanarlo con fuentes internas, dada la disputa con el sector bancario.

En las circunstancias particularmente restrictivas para el gobierno en cuanto a la disponibilidad de recursos existentes desde finales de 1982, la participación de la deuda externa en el financiamiento del sector público se redujo de 84.1% en 1982 a 13.3% en 1983; esta participación se elevaría a 22.0% en 1986, como resultado de los créditos contingentes otorgados por el FMI y el Banco Mundial (ver Cuadro 3).

Este cambio de signo de los flujos financieros con el exterior a partir de 1982, trajo consigo la elevación de la deuda pública interna, con la cual se cubriría el creciente déficit financiero del sector público (ver Cuadro 4), absorbiendo recursos del sistema financiero de manera creciente. En este sentido, mientras que 1978-1981, el sector público había recibido el 58% en promedio del total del financiamiento otorgado por el sistema financiero consolidado, para 1986 representaba ya el 76.6% del saldo total (ver Cuadro 5).

El cambio en la rentabilidad de los activos financieros a favor de las inversiones bursátiles, junto con la creciente necesidad de recursos financieros internos por parte del sector público, se tradujo en cambios cuantitativos y cualitativos en las modalidades de financiamiento. Así, mientras que en 1977-1981, el sector público se financió con recursos provenientes del Banco de México en 32 % en promedio; para 1983, dicho financiamiento descendió al 30 % del total. A partir de 1984 este financiamiento se reduce vertiginosamente a 20.4 % en 1985; 14.7% en 1986; y 4.3% en 1987. En su lugar, se incrementó la participación del crédito bancario comercial, que pasa de representar el 13% en 1983 al 24.2% en 1986 (ver Cuadro 6).

Cuadro 3
Participación de la Deuda Externa en el Financiamiento del Déficit Público.
1982-1987
 (Miles de Millones de pesos)

AÑO	RFSP (1)	DE (2)	Participación de DE en los RFSP (3)=2/1
1982	1 524	1 281.4	84.1
1983	2 854	380.1	13.3
1984	4 798	260.2	5.4
1985	6 877	392.9	5.7
1986	14 143	764.0	5.4
1987	46 677	10 282.1	22.0

RFSP= Requerimientos Financieros del Sector Público. Se refiere al Balance Primario del Sector Público más la suma del pago de intereses internos y externos.
 DE= Incremento Neto de la Deuda Externa Pública. Se refiere a los Desembolsos netos menos intereses.
 Se convirtió a pesos, según el tipo de cambio promedio al año.

Fuente: CIEMEX-WEFA. Perspectivas Económicas de México 1992.
 World Bank. World Debt Tables, Edition 1989.

Cuadro 4
Balance Financiero del Sector Público.
 (Porcentajes del PIB)

Año	Balance Financiero	Balance Primario	Balance Operacional
1977	- 6.3	- 2.2	- 2.6
1978	- 6.2	- 2.2	- 3.4
1979	- 7.1	- 2.7	- 3.8
1980	- 7.5	- 3.0	- 3.6
1981	- 14.1	- 8.0	-10.0
1982	- 16.9	- 2.5	- 5.5
1983	- 8.6	4.0	0.4
1984	- 8.5	4.2	- 0.3
1985	- 9.6	3.9	- 0.8
1986	- 15.9	2.5	- 2.4
1987	- 16.1	5.7	1.8

Fuente: Elaborado con base en Informe Anual Banco de México.

Cuadro 5
Financiamiento Otorgado por el Sistema Bancario Consolidado.
 1978-1987

(Saldos en Miles de Millones de Pesos)

Año	Total		Al Sector Público		Al Sector Privado		No Sectorizado	
		(%)		(%)		(%)		(%)
1978	1 100	100.0	645	56.6	455	41.4	-	-
1979	1 441	100.0	828	57.5	613	42.5	-	-
1980	1 986	100.0	1 141	57.5	782	39.3	63	3.2
1981	2 993	100.0	1 767	59.0	1 112	37.2	114	3.8
1982	6 787	100.0	5 154	75.9	1 519	22.4	114	1.7
1983	10 562	100.0	7 878	74.6	2 260	21.4	424	4.0
1984	15 545	100.0	10 810	69.6	4 251	27.3	484	3.1
1985	27 863	100.0	20 169	72.4	6 754	24.2	940	3.4
1986	60 102	100.0	46 067	76.6	11 697	19.5	2 338	3.9
1987	138 256	100.0	101 237	73.2	29 808	21.6	7 211	5.2

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos.

Cuadro 6
Financiamiento Bancario por Sector e Institución.
1977-1987
(Porcentajes)

	1977/81	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Financiamiento Bancario	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Al Sector Público	59.0	76.2	75.2	69.0	71.7	76.4	72.7
- Del Banco de México	31.5	31.6	30.1	25.5	20.4	14.7	4.3
- De la Banca de Desarrollo	24.2	33.7	32.1	30.3	32.7	37.5	43.3
- De la Banca Comercial	3.3	10.9	13.0	13.2	18.6	24.2	25.1
Al Sector Privado	41.0	23.8	24.8	31.0	28.3	23.6	27.3

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 10 del Anexo.

Por otra parte, al reducirse la emisión primaria de dinero como forma de financiamiento del déficit público, se incrementó el volumen de otros instrumentos financieros no bancarios del gobierno, en particular de los Cetes cuya importancia en la colocación de deuda interna del Gobierno Federal a través de valores, pasó de 18% en 1983 a casi 82% en 1986 (ver Cuadro 7).

Cuadro 7
Deuda Interna del Sector Público a través de Valores.
1981-1987
(Porcentajes)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
CETES	10.2	13.1	17.8	15.7	39.8	81.5	88.3
Instituciones Financieras	4.0	2.8	6.1	1.7	22.4	54.4	53.7
- Banco de México	1.4	0.5	3.2	0.5	20.4	50.8	43.5
- Otras	2.6	3.3	2.9	1.2	2.0	3.6	10.2
Sector Público no Bancario	1.6	1.3	2.1	1.4	1.8	1.1	0.6
Empresas Privadas y Particulares	4.6	9.0	9.6	12.6	15.6	26.0	34.0
PETROBONOS	1.2	0.9	0.9	1.5	3.6	4.4	8.4
Instituciones de Crédito	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.6
Sectores no Bancarios	0.9	0.8	0.8	1.4	3.5	4.2	7.8
BONOS DE LA DEUDA PUBLICA	88.6	86.0	78.3	80.0	54.1	12.1	1.1
BONOS DE INDEMINIZACION BANCARIA	-	-	3.0	2.8	2.5	1.3	0.3
Instituciones de Crédito	-	-	0.2	0.7	1.1	0.5	0.1
Sectores no financieros	-	-	2.8	2.1	1.4	0.8	0.2
PAGARES	-	-	-	-	-	0.7	0.4
OTROS*	-	-	-	-	-	-	0.6

* Incluye Bares y Obligaciones.

Fuente: Elaborado con base en el Cuadro 11 del Anexo.

El cuadro 8 muestra el financiamiento del déficit del sector público, siendo evidente como la deuda interna y el impuesto inflacionario cobraron importancia en este financiamiento desde 1982. Por una parte, la canalización del ahorro financiero hacia el

endeudamiento público interno originó un efecto desplazamiento sobre la inversión privada, tanto por la magnitud de los recursos involucrados, como por la consecuente alza en las tasas de interés. En efecto, mientras que en 1984 el financiamiento al sector privado representó el 31% del total del sistema bancario consolidado, para 1986 éste disminuyó a 23.6% del total. Es decir, durante ese período se registró una disminución del 7.4%; misma que hubiera sido mayor si el financiamiento al sector privado no se flexibiliza a lo largo de 1986.

Cuadro 8

Financiamiento de los Requerimientos Financieros del Sector Público

(Como Porcentajes del PIB)

Año	RFSP	DI	DE	RIN	TxT
1980	7.5	3.5	2.2	0.6	2.4
1981	14.1	4.5	8.0	0.3	1.9
1982	16.9	5.9	3.6	-0.7	6.7
1983	12.1	7.3	2.9	2.5	4.4
1984	9.7	7.5	1.3	1.9	2.8
1985	10.5	7.6	0.3	-0.1	2.5
1986	16.2	13.6	1.2	1.9	3.3
1987	15.1	16.2	1.4	8.5	6.0

RFSP = Requerimientos Financieros del Sector Público.

DI = Incremento en la Deuda Interna no Monetaria.

DE = Incremento en la Deuda Externa Neta.

RIN = Reservas Internacionales.

TxT = Impuesto inflacionario.

Fuente: Elaborado con base en los Informes Anuales del Banco de México.
Véase Metodología en el Apéndice.

Asimismo, la necesidad de acudir al impuesto inflacionario provocó también efectos perversos sobre la formación de capital. Debido a que la inflación desalienta la inversión fija y propicia la especulación, mediante los efectos negativos de ésta sobre la

determinación de los precios relativos y sobre la asignación eficiente de los factores productivos.

En el marco de la dinámica impuesta por la política económica para contraer la demanda y alentar el ahorro, esta forma de financiar el déficit público resultó sumamente costosa. La participación del pago de intereses en el gasto total del sector público pasó del 8% en 1981, al 30.9% en 1983; alcanzando el 38.2% en 1986.

Si medimos estos como proporción del PIB, tenemos que en 1981 representaron el 8.3%; en 1983, el 12% y entre 1985-1987, este porcentaje creció en un 12.9%, al pasar de 16.3% a 19.6%, respectivamente (ver Cuadro 9).

Cuadro 9
Participación de los Intereses en el Gasto Total.
1981-1987

(Miles de Millones de Pesos)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Gasto Público Total	2 274 (100.0)	4 094 (100.0)	6 976 (100.0)	11 112 (100.0)	17 749 (100.0)	33 917 (100.0)	84 450 (100.0)
Pago de Intereses	287 (12.6)	781 (19.1)	2 155 (30.9)	3 452 (31.1)	5 343 (30.1)	12 974 (38.2)	37 869 (44.8)
Externos	122 (5.4)	318 (7.8)	808 (11.6)	1 162 (10.5)	1 707 (9.6)	3 433 (10.1)	8 286 (9.8)
Internos	165 (7.2)	463 (11.3)	1 347 (19.3)	2 290 (20.6)	3 637 (20.5)	9 541 (28.1)	29 583 (35.0)
Intereses Totales/PIB	5.9	16.2	12.0	11.7	11.3	16.3	19.6
Intereses Internos/PIB	3.4	9.6	7.5	7.8	7.7	12.0	15.3

Fuente: Banco de México. Informes Anuales.

En consecuencia, el peso de los intereses, en particular el pago de intereses sobre la deuda interna, se convirtió en un factor determinante del déficit público y en la dinámica del sistema financiero nacional, ya que desde 1983 el déficit primario, antes del pago de intereses, era superávitario en montos crecientes (ver Cuadro 10).

Cuadro 10

Finanzas Públicas.

1977-1987

(Miles de Millones de Pesos)

Año	Balance Económico	Balance Financiero	Balance Primario
1977	- 99.4	- 124.6	- 43.0
1978	- 128.7	- 156.1	- 55.0
1979	- 191.8	- 233.4	- 87.9
1980	- 292.6	- 335.9	-135.2
1981	- 797.1	- 866.2	-492.2
1982	- 1524.3	-1652.8	-719.4
1983	- 1456.1	-1541.8	755.7
1984	- 2105.8	-2504.8	1403.5
1985	- 3808.0	-4535.2	1633.9
1986	-11804.8	-12685.6	1631.8
1987	-29060.7	-31000.1	10407.8

Fuente: Banco de México. Informe Anual.

Sin embargo, este pago de intereses permitió al mismo tiempo, que la rentabilidad financiera se duplicara. Efectivamente, esta dinámica determinó un crecimiento acelerado del costo financiero de los recursos internos, que se manifestó en un alza en el Costo Porcentual Promedio (CPP), mismo que siguió muy de cerca a la inflación durante todo el período 1982-1987, al pasar de 46.2% a 95.3%, respectivamente. Asimismo, el nivel

promedio de las tasas de interés sobre operaciones interbancarias en moneda nacional se incrementó de 45.9% en 1982 a 110% en 1986 (ver Cuadro 11 y Gráfica 1).

Cuadro 11
Costo Porcentual Promedio y Tasas de Interés.
1981-1987
(Promedio Anual)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Tasa de Interés Interbancaria Nominal	37.89	45.89	56.07	57.74	80.01	110.35	121.30
Costo Porcentual Promedio (CPP)	31.81	46.12	56.44	47.54	65.66	95.33	104.29
Índice Nacional de Precios al Consumidor, Tasa (%)	28.0	58.9	101.9	65.5	57.7	86.2	131.8

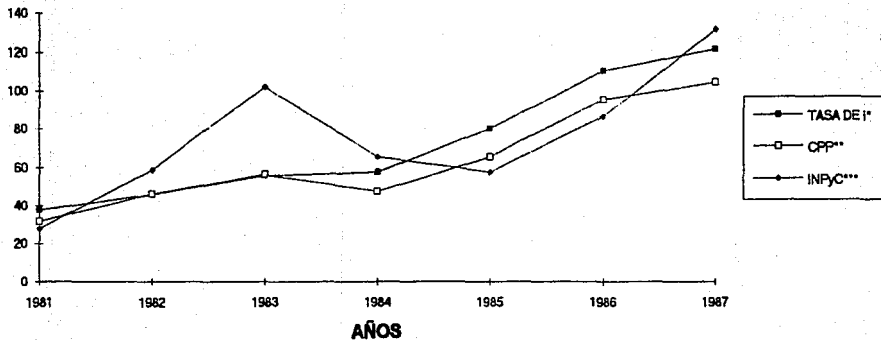
Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.

II.2 Auge del Mercado de Valores, 1983-1984.

La aparición de nuevos patrones financieros obligó a reestructurar el marco jurídico institucional conformado después de la nacionalización bancaria ¹. Entre los cambios más

¹ Al respecto cabe mencionar que el Programa Nacional de Financiamiento al Desarrollo (PRONAFIDE), consolidó la reestructuración del sistema bancario nacional, al ratificar en términos de planeación estratégica la disociación entre mercados de dinero y de capital; imponer el requisito de financiar el déficit público por la vía de la colocación de los títulos de deuda pública interna en el mercado de capitales, con el fin de evitar efectos inflacionarios; y plantear el fomento del ahorro como una de las finalidades de esta reforma.

GRAFICA 1
COSTO PORCENTUAL PROMEDIO Y TASAS DE INTERES 1981-1987
(PROMEDIO ANUAL)



* TASA DE INTERES INTERBANCARIA NOMINAL

** COSTO PORCENTUAL PROMEDIO (CPP)

*** INDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR. TASA (%)

sobresalientes que resultaron de estas medidas fueron las siguientes: se redujo el encaje legal como fuente de financiamiento del gobierno del 50 al 10%; se desvincularon las reservas respecto a la emisión primaria; se impidió a las sociedades nacionales de crédito operar directamente en el mercado de valores y participar patrimonialmente en las casas de bolsa, dejando aquel campo como exclusivo de éstas últimas; y se dio impulso a las sociedades de inversión ².

La restricción del financiamiento de la banca central al gobierno para evitar efectos inflacionarios no sólo debilitó el margen de acción del gobierno y de la intervención estatal en la economía; también obligó al gobierno a buscar otras fuentes de financiamiento. Dadas las restricciones financieras externas, estas fuentes se redujeron al endeudamiento interno canalizado a través del mercado bursátil.

Estas reformas, como ya dijimos, excluyeron a las sociedades nacionales de crédito de participar en el mercado de valores ³, reduciéndolas a simples intermediarias del mercado de dinero. En consecuencia, a las casas de bolsa y a las sociedades de inversión se les adjudicó la responsabilidad de operar en el mercado de capitales, como una modalidad prioritaria del financiamiento.

Así, la banca nacionalizada quedó claramente limitada; por una parte, por las elevadas tasas de interés activas que aumentaban el costo financiero de la inversión y que restringieron la demanda de crédito; y por la otra, con el incremento del encaje legal hasta

² Estos propósitos se materializaron en diciembre de 1984, a través de un nuevo paquete de leyes, reformas y adiciones a la estructura y al marco jurídico general del sistema financiero.

³ La nueva reglamentación de la banca nacionalizada abrió la posibilidad a los particulares de participar en la propiedad de la misma hasta por un monto del 34% de las acciones. Asimismo, se invitó a los antiguos funcionarios de la banca privada contribuir en su administración. Esta propuesta era importante más como un intento de conciliación con los empresarios del país, que por su viabilidad inmediata. Por otra parte, a finales de 1983, se pago con Bonos de Indemnización Bancaria el patrimonio de los antiguos dueños de la banca, según la valuación del gobierno incluyendo los intereses acumulados desde septiembre de 1982. Finalmente, en 1984 se llevó a cabo la venta de acciones de las empresas no bancarias que estaban en poder de los bancos. Ello propició el reagrupamiento de las empresas en nuevos y más poderosos grupos holding.

el 90%, el gobierno absorbió el total del crédito bancario. Ante esta situación, la banca nacionalizada comenzó a perder terreno velozmente frente al mercado de valores y, en particular frente a las casas de bolsa. De tal manera que, el efecto global de las nuevas leyes de 1984, permitieron un desarrollo del sistema financiero basado en los intermediarios no bancarios privados, de los que se esperaba promovieran la inversión productiva que acompañaría al cambio estructural.

En el contexto del nuevo esquema financiero y en particular, del nuevo papel desempeñado por el financiamiento de la deuda pública interna, el mercado de valores observa una expansión extraordinaria en 1984. El impacto de la expansión se hace evidente si lo referimos como porcentaje del PIB. El importe operado total entre 1978 y 1982, alcanzó en promedio, el 12% del PIB, mientras que para 1986 llegó al 35%; proporción que muestra el contraste entre el despliegue del mercado de valores y la fase recesiva de la economía (ver Cuadro 12 y Gráfica 2).

Cuadro 12
Comportamiento del Mercado de Valores.
1978-1987

(Miles de Millones de Pesos)

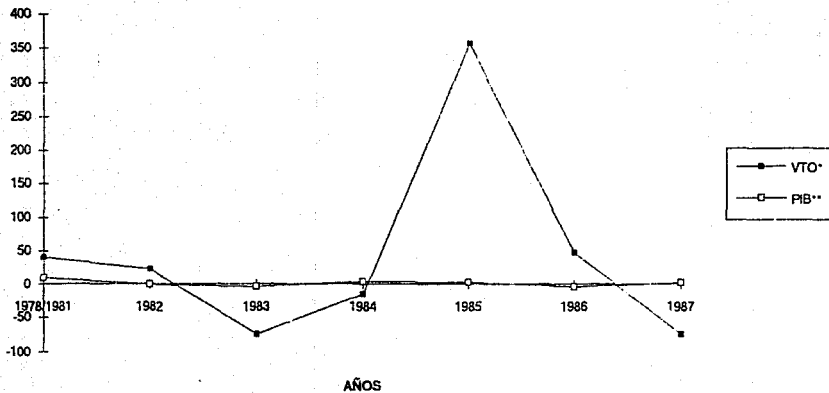
	1978/81*	1982	1983	1984	1985	1986	1987
(A) Valor Total Operado** en el Mercado de Valores.	587.0	1138.9	292.4	247.6	1132.2	1664.4	412.7
Tasa (%)	40.9	22.6	-74.3	-15.3	357.3	47.0	-75.2
(B) PIB**	4288.7	4831.7	4628.9	4796.0	4920.4	4738.6	4816.5
Tasa (%)	9.2	-0.6	-4.2	3.6	2.6	-3.7	1.6
(A) / (B) (%)	13.7	23.6	6.3	5.2	23.0	35.1	8.6

* Promedio Anual.

** Deflacionados con base en el Índice Nacional de Precios al Consumidor (1980=100).

Fuente: Elaborado con base en Bolsa Mexicana de Valores, Anuarios Bursátiles.

GRAFICA 2
COMPORTAMIENTO DEL MERCADO DE VALORES 1978-1987 (PROMEDIO ANUAL)



* Valor Total Operado en el Mercado de Valores. Tasa (%)

** PIB Tasa (%)

FUENTE: ELABORADO EN BASE A LOS ANUARIOS BURSATILES DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

Este acelerado crecimiento refleja la importancia del mercado de valores como espacio de financiamiento a los sectores institucionales de la economía, en detrimento del sistema bancario. Esto se confirma si observamos que el saldo de los instrumentos financieros bancarios, se redujo de 73.4% en 1981 a 53.9% en 1985, mientras que los activos financieros no bancarios se incrementaron de 4.3% a 6.8% durante el mismo período. Asimismo, los instrumentos no bancarios como proporción del PIB, pasaron de 0.7% en 1982 a 3.9% en 1986 (ver Cuadro 13).

Cuadro 13
Estructura de los Agregados Monetarios
1982-1987
(Porcentaje)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Composición Porcentual de M-4	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
a) Billetes y Monedas	12.9	14.1	7.1	10.3	11.4	7.9	8.2
b) Cuentas de cheques M.N.	9.3	10.1	9.6	10.3	10.3	5.3	5.0
c) Cuentas de cheques M.E.	2.1	- 1.6	0.4	0.2	1.5	2.1	2.1
d) Instrumentos Bancarios Líquidos	73.4	63.7	65.1	65.3	53.9	58.3	54.0
e) Instrumentos no Bancarios Líquidos	4.3	12.3	6.3	7.2	6.8	11.0	18.1
f) Instrumentos Financieros de Largo Plazo	- 1.9	1.4	11.5	6.8	16.2	15.4	12.5
(d) / PIB	10.3	20.8	34.4	58.5	59.1	207.3	581.5
(e) / PIB	0.7	4.0	3.3	6.4	7.5	39.1	195.5

M.N. = Moneda Nacional.
M.E. = Moneda Extranjera.

Fuente: Elaborado con base en Banco de México, Indicadores Económicos.

A pesar de la incertidumbre política, económica y financiera de los últimos meses del sexenio de López Portillo, el índice accionario empezó a subir, alcanzando para diciembre de 1982 los 756 puntos. La razón principal de esta alza fue la recuperación de los metales en los mercados internacionales, lo cual se reflejó en aumentos importantes de las cuatro empresas mineras cotizadas en el mercado accionario: Frisco, Gmécico, San Luis y Peñoles.

Para 1983, dicho índice alcanzó los 2 452; es decir, un alza de 256%, un aumento excepcional en el mercado accionario de México, pero también el mayor a nivel mundial para ese año. Los factores que explican esta alza fueron similares a los que empujaron al mercado accionario en 1979. En primer lugar, la crisis financiera de 1982, con sus múltiples devaluaciones, afectó a la empresa de dos formas. Por un lado, las empresas endeudadas en dólares tuvieron una pérdida cambiaria; por el otro, la recesión de 1983 afectó los resultados de las empresas (utilidades), que de no haber sido por la introducción del Fideicomiso para la Cobertura de Riesgos Cambiarios (FICORCA), las pérdidas hubieran sido mayores.

En segundo lugar, la renegociación de la deuda externa en 1983, alentó las expectativas de recuperación económica y de descenso de las tasas de interés. Esto aunado a dos factores especiales, la introducción del Boletín B-10⁴ y el anuncio de la venta de los activos no bancarios de la banca nacionalizada, estimularon el crecimiento de índice durante el segundo semestre de 1983 y principios de 1984.

Efectivamente, el índice accionario pasó de 2 452 en diciembre de 1983 a 4 079 en febrero de 1984; es decir, un alza de 66% en sólo dos meses (ver Cuadro 14).

⁴ Este boletín fue emitido por el Instituto Mexicano de Contadores Públicos en 1983, que obligó a las empresas a considerar los efectos de la inflación en sus estados financieros a partir del año fiscal de 1984. Esto permitió a las empresas que cotizan en la Bolsa un tratamiento fiscal positivo.

Cuadro 14

Mercado Accionario. Índice de Precios y Cotizaciones

Nominal

1983-1986

M e s	1983	1984	1985	1986	1987
Enero	793.19	3375.31	3493.17	14203.78	60281.21
Febrero	882.96	4079.14	3750.27	14149.74	79824.55
Marzo	893.56	3951.53	3860.25	13378.21	98523.91
Abril	917.57	3208.33	4352.02	12802.30	122302.65
Mayo	1097.84	3282.19	4471.11	14676.88	143307.58
Junio	1476.82	3462.85	4626.97	15997.72	161666.89
Julio	1703.43	3301.70	4829.73	19399.43	226988.07
Agosto	1603.62	3944.46	5692.01	22364.84	287395.19
Septiembre	2012.75	4460.38	6759.08	28628.75	343544.85
Octubre	2094.02	4352.77	7300.76	35251.00	200017.97
Noviembre	2053.47	4244.29	9056.57	41699.26	113628.15
Diciembre	2451.93	4213.67	10618.40	47101.03	105669.95

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil
Base octubre 1978=781.62

Entre 1985-1986, el mercado accionario tuvo un comportamiento incierto, lo que manifestaba un entorno difícil, en particular respecto al precio internacional del petróleo y al proceso de renegociación de la deuda externa. Sin embargo, en 1985, se vuelve a repetir el fenómeno de 1982, cuando al presentarse la recesión y un aumento en la inflación, los instrumentos de protección (es este caso los petrobonos) se vuelven nuevamente atractivos.

Sólo que para 1985-1986, ocurre un fenómeno nuevo; las acciones también se muestran atractivas. Esto es así porque, debido a la protección contra la devaluación ofrecida por FICORCA y la nueva contabilización de las utilidades tomando en cuenta la inflación, las

acciones también se consideraron como una protección antidevaluatoria. Además, en 1986, hay expectativas sobre la recuperación económica de 1987.

Otros factores que alentaron la expansión del mercado accionario fueron, por una parte, la expectativa de que los esfuerzos de reconstrucción iban a tener un efecto sobre varios sectores industriales representados en el mercado accionario (construcción, bienes de capital, etc.); y, por la otra, la especulación que se desató contra el peso, lo que originó que los inversionistas percibieran las acciones como una posibilidad de comprar activos reales que estaban subvaluados en términos de dólares. Un factor que empezó a cobrar importancia durante 1985 fue las operaciones especiales de adquisición de empresas y recompra de acciones⁵. Estas operaciones tuvieron un efecto positivo en los precios de las mismas acciones, y redujeron la cantidad de acciones en circulación. Todos estos factores hicieron que en 1986 el índice accionario creciera 312% con respecto a 1985; en términos reales dicho crecimiento fué de 104%, mayor al que se observó en 1983, que fue de 100% en términos reales.

Sin embargo este comportamiento del mercado accionario en 1986, oculta algunos aspectos. Durante el primer semestre, el índice subió un 43%, el cual apenas rebasó la tasa inflacionaria del primer semestre de 40.6%. En este sentido, es sorprendente que el índice se haya comportado tan bien. Por el colapso de los precios internacionales del petróleo durante el primer trimestre, era evidente que ninguna de las metas oficiales de crecimiento, inflación y déficit público se iban a lograr. Por el contrario era más probable una baja en el PIB y una alza continúa en la inflación y en las tasas de interés, con los consiguientes efectos negativos sobre el comportamiento de las acciones (ver Cuadro 15).

Los factores por los cuales el mercado accionario no tuvo un peor comportamiento fueron: i) la expectativa de un arreglo crediticio con los acreedores internacionales; ii) la

⁵ Al respecto cabe mencionar que Celanese, Nacobra y Sanborns cambiaron de manos a través de la Bolsa, la cadena Aurrerá (que en 1986 cambió su denominación social a Cifra) y Pefoles compraron sus propias acciones.

protección anti-inflacionaria, es decir, la percepción de las empresas como activos reales; y iii) la habilidad de ciertas empresas para defenderse en la recesión con exportaciones (el caso de las mineras y cementeras). Por otra parte, la firma de la Carta de Intención con el FMI en junio de 1986, representó para el mercado accionario, la señal de que los acreedores de México estaban de acuerdo con un paquete crediticio que garantizaría la recuperación del crecimiento económico en 1987.

Hacia finales de 1986, dos factores adicionales entraron en juego. Por una parte, los rumores acerca de que la política económica para 1987, intentaría combatir la inflación y bajar las tasas de interés, alentaron el crecimiento del mercado accionario. Por la otra, la publicación en septiembre del manual oficial para la capitalización de pasivos de las empresas mexicanas cotizadas en la Bolsa (Alfa, Apasco, Autlán, Eaton, Pliana, Visa, Virreal), tuvo efectos positivos en los precios de sus acciones.

El efecto de todos estos factores fue que el índice accionario creciera un 65% durante el último trimestre de 1986. Situación que prepararía el auge del mercado accionario de 1987 (ver Cuadro 14).

II.2.1 Rendimiento y Utilidades del Mercado Accionario, 1983-1986.

El auge del mercado de valores, en particular del mercado accionario, permitió la obtención de utilidades extraordinarias por parte de los principales inversionistas y casas de bolsa. Junto con estos ingresos dichos agentes adquirieron una enorme capacidad para influir en la política económica, debido al poder económico que lograron⁶. Así, durante

⁶ Al respecto cabe mencionar la pugna entre el Banco de México y estos oferentes de fondos, en torno a la fijación de las tasas de rendimiento de los Cetes. Por ejemplo, en 1985 el Banco de México decidió imponer una tasa menor a la que prevalecía con el fin de disminuir el volumen de pago de intereses que recaía sobre el gasto público. Sin embargo, esta medida no se pudo llevar a cabo debido a la disminución que se generó en su demanda, como respuesta de los inversionistas. Esto obligó al Banco de México a volver al procedimiento anterior, según el cual esta institución sondeaba la opinión de los agentes bursátiles, para determinar los montos y las tasas a pagar.

1983 se logró una ganancia real de 100.4%. Por su parte, el múltiplo precio de mercado/utilidades se elevó a 4.9 veces, y el precio/valor en libros se elevó a 0.30 veces⁷; reduciéndose el nivel de sobrevaluación al 70%. Por la otra, el rendimiento de las acciones superó en rentabilidad al resto de los principales instrumentos financieros nacionales, de tal manera que el índice creció en 366.8% entre 1983-1985 (ver Cuadro 15).

Cuadro 15
Índice de Precios y Cotizaciones
Mercado Accionario
1982-1987

Año	IP y C Nominal	Rendimiento Nominal %	IP y C Real *	Rendimiento Real %
1979	1193.62	34.6	140.88	40.88
1980	1432.24	20.0	115.41	-18.10
1981	956.56	-33.2	59.35	-48.57
1982	755.93	-21.0	21.30	-64.11
1983	2451.93	224.4	42.69	100.4
1984	4213.67	71.9	44.19	3.5
1985	11444.53	171.6	74.85	69.38
1986	47101.03	311.6	153.03	104.4
1987	105669.95	124.3	132.67	-13.8

* Para el cálculo del índice de precios y cotizaciones véase el Apéndice.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil.

El auge se mantuvo hasta 1986, lográndose para este año una ganancia real de 104%, en comparación con la de 1984 que fue de sólo 3.5%. Por su parte, el múltiplo precio/utilidades había descendido de 4.11 veces en 1984 a 3.65 veces en 1985; y el precio/valor contable pasó de 0.33 a 0.39 veces durante esos mismos años. Estas cifras

⁷ Para la interpretación de estos múltiplos véase el Apéndice.

resultan excepcionales si se considera que se presentaban en el contexto de una economía que en 1983, había visto caer drásticamente la actividad económica (ver Cuadro 16).

Cuadro 16
Indicadores del Mercado Bursátil
1982-1987

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Múltiplos *						
Precio del Mercado/Utilidades	2.70	4.9	4.11	3.65	10.04	5.92
Precio Mercado/valor en libros	0.22	0.30	0.33	0.39	0.56	0.68
Sub/sobrevaluación	0.78	0.70	0.67	0.61	0.44	0.32
Rendimiento Real (%)	-64.11	100.4	3.5	69.38	104.4	-13.8

* Para la interpretación de los múltiplos véase el Apéndice.

Fuente: Elaborado con base Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil.

El crecimiento extraordinario de los rendimientos en inversiones accionarias parecía confirmar los argumentos de quienes sostenían el atractivo de este mercado como espacio de inversión, y la pertinencia de la reforma que le dio prioridad. Sin embargo, hay que anotar que la obtención de esta rentabilidad dependió del momento en que se hubiera ingresado en el mercado, porque el riesgo de no invertir a mediano y largo plazo ha sido siempre muy alto ⁸.

⁸ Por ejemplo, quien compró acciones con el índice de enero de 1981, con la expectativa de un mayor rendimiento del mercado en el corto plazo, encontraría a fines de 1984, que el valor real de sus acciones, y con ello el de su inversión, había caído en 81.8%. Este inversionista sólo lograría recuperarse hasta octubre de 1986. Es decir, 69 meses después, cuando el aumento en el índice arrojará una ganancia marginal de 142%, respecto al momento de la compra.

II.3 Auge Financiero vs. Estancamiento Económico 1983-1987.

Efectivamente el auge del mercado accionario contrastaba con el comportamiento del sector real de la economía. Después de una combinación shock de demanda y de oferta, que originaron una caída en el crecimiento económico hacia finales de 1982, la recesión se profundizó en 1983. El continuo retroceso de la inversión pública y privada, con disminuciones de casi el 30%; y los efectos de los ajustes fiscales y cambiarios sobre la distribución del ingreso, provocaron una caída del 5.4% en el consumo privado durante ese año. Ello originó un shock de demanda adicional sobre la actividad económica, provocando una disminución en el PIB de 4.2% y un incremento en el desempleo del 6.3% (ver cuadro 17).

Por su parte, las exportaciones manufactureras también empezaron a responder a los ajustes en el tipo de cambio real y a la caída en la demanda interna, presentando un crecimiento del 52%. Sin embargo, su aporte en el ajuste externo es muy inferior al resultante de la disminución en las importaciones. Así, la balanza en cuenta corriente que mostró un déficit significativo en 1982, alcanzó sorprendentemente un superávit de 5.4 miles de millones de dólares.

El ajuste externo en 1983 se basó no sólo en el derrumbe completo de la inversión y de las importaciones de bienes de capital, sino que también se apoyó, paradójicamente, en una de las debilidades estructurales de la economía mexicana, el bajo desarrollo de la industria de bienes de capital, y en la dependencia de los ingresos petroleros.

Dado el bajo desarrollo de la industria de bienes de capital, tanto en términos de la demanda interna como de su importancia relativa en el sector industrial. La alta elasticidad de la inversión con respecto al crecimiento del producto, se convierte en una desventaja comparativa para México en condiciones de crecimiento económico. Sin embargo, en una recesión se convierte en una ventaja de corto plazo. Debido a que la inversión es el

Cuadro 17
Comportamiento de la Economía Mexicana
1981-1987

(Tasas de crecimiento %)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Producto Interno Bruto	8.8	-0.6	-4.2	3.6	2.6	-3.7	1.7
Agropecuario *	6.1	-2.0	2.0	2.7	3.8	-2.0	1.1
Industria petrolera	17.8	15.0	-3.0	1.7	-2.6	-6.8	4.1
Manufacturera	6.4	-2.7	-7.8	5.0	6.1	-5.3	2.9
Comercio y Servicios	9.0	0.4	-2.4	3.2	1.3	-2.9	1.0
Consumo Total	7.8	-1.9	-4.2	3.8	3.1	-1.7	-0.4
Público	10.3	2.0	2.7	6.6	0.9	1.5	-1.2
Privado	7.4	-2.5	-5.4	3.3	3.6	-2.2	-0.2
Inversión Fija Total	16.2	-16.8	-28.3	6.4	7.9	-11.8	-0.3
Pública	22.5	-18.8	-36.0	4.1	0.9	-14.2	-13.4
Privada	11.5	-15.1	-22.1	7.9	12.2	-10.4	6.8
Exportaciones Totales	29.6	5.6	5.1	8.4	-10.5	-26.0	28.9
Petroleras	39.6	13.1	-2.8	3.6	-11.0	-57.3	36.8
No petroleras **	6.3	-20.0	-1.3	16.8	-4.1	35.9	-18.75
Manufacturera	10.9	-10.2	51.9	2.1	-11.0	42.9	39.2
Importaciones Totales	26.7	-39.7	-40.8	31.6	17.4	-13.5	6.9
Bienes de Consumo	14.7	-45.9	-59.5	38.1	27.6	-21.8	-9.2
Bienes Intermedios	20.3	-37.9	-31.8	36.5	14.5	-14.9	15.6
Bienes de Capital	46.4	-40.5	-51.2	17.1	23.0	-6.7	-10.9
Desempleo Urbano	4.2	4.2	6.3	5.7	4.3	4.3	3.9

* Incluye silvicultura y pesca

** Incluye agropecuarias y extractivas

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.

componente de la demanda agregada que más drásticamente cae durante la recesión, la presencia de una industria de bienes de capital desarrollada amplía el efecto multiplicador

perverso sobre la producción y el empleo, mientras que amortigua el impacto sobre las importaciones y la balanza comercial. En cambio, cuando la industria de bienes de capital presenta un bajo desarrollo, el descenso de la inversión provoca un impacto menor en la producción y en el empleo, y permite un ajuste mayor en la balanza comercial.

Asimismo, la disponibilidad de ingresos por exportación de petróleo permitió a México consolidar el equilibrio en su cuenta corriente de la balanza de pagos, permitiéndose un déficit considerable en su balanza comercial manufacturera.

Para 1984, la producción manufacturera se recuperó rápidamente, y continuó creciendo pero a tasas declinantes a partir de 1985. Esta moderada recuperación se explica; por una parte, por el auge de las importaciones de los Estados Unidos y; por la otra, por el relajamiento de la política fiscal ⁹ y por los efectos expansionistas de corto plazo, de la devaluación del tipo de cambio real de 1982 y 1983, combinados con el efecto favorable de corto plazo, del proceso de revaluación real de 1984. Conjuntamente, estos factores explican la modesta recuperación del consumo privado -relacionado con el crecimiento del empleo público y con la reducción del impuesto inflacionario- a una tasa del 3.3%, y de la inversión privada en 7.9%, inducida por los estímulos fiscales.

Durante todo el año de 1984, las exportaciones manufactureras siguieron creciendo a una tasa del 22%, estimuladas por la rápida recuperación económica y el auge de las importaciones de Estados Unidos. No obstante, el crecimiento del PIB empieza a disminuir hacia finales de 1984, logrando sólo una tasa del 2.6% en 1985. En tanto que el superávit en la balanza comercial observa una disminución, provocada por el crecimiento acelerado de las importaciones a una tasa del 31.6%.

A primera vista, la recuperación económica de 1984 parecía el inicio del crecimiento económico encabezado por las exportaciones y la inversión privada. Sin embargo, dicho

⁹ Medido dicho relajamiento por el superávit fiscal real, que ocurrió como consecuencia de un crecimiento del 6% del empleo del gobierno, una rebaja del impuesto inflacionario inducido por la desaceleración de la inflación, y por el otorgamiento de generosos incentivos fiscales a la inversión privada.

crecimiento agudizó la heterogeneidad en el sector industrial, ya que a excepción de un lento crecimiento en la industria alimenticia tradicional -determinado por factores demográficos-, y de las mayores exportaciones de algunas industrias con muy baja utilización de su capacidad productiva (cemento, acero), el repunte industrial se concentró fundamentalmente en la industria automotriz. Todos los demás sectores continuaron cayendo e incluso se estancaron (ver Cuadro 18).

Cuadro 18
Comportamiento de la Economía en 1984
(Tasas de crecimiento anual %)

Crecimiento del PIB Sectorial		Crecimiento de la Industria Manufacturera	
Agricultura	2.4	2.8	Alimentos Tradicionales
Petróleo y Minería	1.6	- 1.0	Otros Alimentos
Manufacturas	5.4	- 0.2	Bebidas
Construcción	3.7	- 1.8	Vestido
Electricidad	7.0	- 20.9	Aparatos Electrodomésticos
Comercio y Servicios	3.2	7.2	Productos Químicos, Plástico y Hule
Inversión en maquinaria y equipo	8.9	8.9	Cemento, vidrio y otros productos no metálicos
Compra de vehículos	33.4		
Importaciones de bienes de capital	5.9		
Compras de bienes de Capital Nacional	2.2	13.0	Acero
Inversión - Compras de Vehículos	3.2	26.6	Automóviles
		19.4	Partes Automotrices
		2.2	Bienes de Capital

Fuente: SPP. Cuentas Nacionales y Banco de México. Indicadores Económicos.

Este excepcional repunte de la industria automotriz a tasas de crecimiento del 26.6%, se explica por la compra de vehículos por parte de las empresas, en medio del declive de la inversión productiva en planta y equipo, en particular en la mayoría de las empresas

públicas ¹⁰. En efecto, en el marco de una aguda depresión de la actividad económica en 1984 y de bajos niveles de utilización de la capacidad productiva prevalecientes en el sector industrial, esos incentivos fiscales fueron aprovechados por las empresas particulares, principalmente en renovar su acervo de automóviles. Aprovechando de esta manera las altas tasas de depreciación de 1984. Así, el incremento en las ventas de vehículos a las empresas privadas encabezó la recuperación de la industria automotriz, además de que explica buena parte del aumento en la inversión privada durante 1984.

Efectivamente, la producción de bienes de capital se estancó durante 1984 (2.2%); y cuando de la inversión privada se deducen las compras de vehículos, el aumento de aquellas es de sólo 3.2%, misma que se explica fundamentalmente por las importaciones de bienes de capital muy inferior al ordinario (ver Cuadro 18).

Un segundo aspecto importante en la evolución de la economía en 1984, fue la rapidez con que el superávit en la balanza comercial se reducía, hacia finales de este año. La parálisis del auge exportador, a finales de 1984 y principios de 1985, coincidió con la desaceleración de la economía de Estados Unidos y con la constante revaluación real del tipo de cambio. Esto indica que el repunte de las exportaciones manufactureras de 1983 y 1984, fue el resultado de tres circunstancias excepcionales que difícilmente reaparecería simultáneamente. En primer lugar, la economía estadounidense creció a su tasa más alta desde 1979. En segundo lugar, una depresión interna aguda de nuestra economía, permitió excedentes exportables. En tercer lugar, el tipo de cambio real fue excepcionalmente favorable a las exportaciones.

En consecuencia, la recuperación de 1984, inducida por medios fiscales y fuertemente sesgada hacia las industrias intensivas en importaciones, tendió a confirmar el carácter de corto plazo del ajuste de 1983.

¹⁰ Las iniciativas fiscales aprobadas a finales de 1983, incluían incentivos a la inversión privada, que autorizaba tasas de depreciación acelerada de 75% en 1984; 50% en 1985; y 25% en 1986.

II.4 El Auge del Mercado Bursátil, 1986-1987

Hacia 1986, se habían agudizado las tendencias recesivas, lo que obligó a adoptar una estrategia distinta de la política económica. Se sustituye el programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE) por el Programa de Aliento y Crecimiento (PAC). Este último introdujo matices significativos al modelo de política económica aplicado hasta entonces. En este sentido, se plantea que junto con el combate a la inflación es necesario reiniciar el crecimiento económico que permitiera alcanzar un crecimiento en el empleo, así como reducir las tasas de interés y la subvaluación del tipo de cambio, y alentar la inversión. Todo ello condicionado a la reanudación de los créditos externos y a la revaluación internacional del precio del petróleo.

El resultado inmediato de esta política económica fue una leve mejora en los indicadores macroeconómicos durante el primer semestre de 1987, a excepción de la inversión y la inflación que continuaron comportándose de manera negativa. Cabe mencionar que esta ligera recuperación de la economía estuvo ligada a los nuevos préstamos otorgados por la banca privada internacional hacia finales de 1986 (Plan Brady), mismos que permitieron elevar significativamente las reservas internacionales del Banco de México (ver Cuadro 19).

Bajo esta perspectiva, era evidente el advenimiento de un nuevo auge del mercado bursátil. Efectivamente, existían las condiciones para que se diera un boom bursátil durante 1987. En primer lugar, la recuperación económica pronosticada, permitiría una mejora en las utilidades de las empresas, tanto por un aumento en las ventas internas como externas. Además, se esperaba una mejora vía reestructuración de sus pasivos. En segundo lugar, se esperaba una baja en las tasas de interés domésticas, como parte fundamental de la política económica. En tercer lugar, la posibilidad de un arreglo con los acreedores para la obtención de un crédito, garantizaría la recuperación económica. Asimismo, el acuerdo de

la OPEP para fijar un nuevo precio para el petróleo, por arriba de su nivel medio de 1986, reforzaba el optimismo de los empresarios. Por último, la reducción de la brecha entre el tipo de cambio controlado y el tipo de cambio libre a finales de 1986 dio confianza en el peso.

Cuadro 19
Comportamiento del Sector Externo
1982-1987

(Millones de dólares)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Balanza Comercial	6 793	13 761	12 942	8 452	4 599	8 433
Balanza en Cuenta Corriente	- 6 221	5 418	4 238	1 237	- 1 673	3 967
Deuda Externa Neta *	6 821	2 356	1 623	- 23	545	3 779
Inflación (%)	98.9	80.7	59.2	63.8	105.7	159.2
Tasa de Interés ** (%)	48.76	56.59	48.59	60.29	87.43	95.86
Fuga de Capitales ***	- 7 788	- 3 465.9	- 2 530	- 2 887	1 334	- 1 505
Variación en las Reservas Internacionales del Banco de México	- 3 185	3 101	3 201	- 2 329	985	6 924
Saldo de las Reservas Brutas del Banco de México	1 832	4 933	8 134	5 806	6 791	13 715

* Se refiere a los desembolsos menos el pago de intereses.

** Corresponde a los CETES a un mes.

*** Es la suma de Activos y Errores y Omisiones.

Fuente: World Bank. World Debt Tables, Edition 1990. Banco de México. Informe Anual.

También la subvaluación del tipo de cambio, de más del 50% en 1986, como consecuencia del desliz acelerado, hizo que los inversionistas esperaran para 1987 un desliz menor a la inflación y a las tasas de interés. En consecuencia, se podía suponer una continuación del proceso de repatriación de capitales, que ya se había iniciado hacia finales de 1986 (ver Cuadro 20).

Cuadro 20
Paridad Técnica del Tipo de Cambio
1983-1987

Año	Paridad * Técnica del Tipo de Cambio (a)	Tipo de Cambio		Sub/sobrevaluación (%)**		Inflación (%)	
		Controlado (b)	Libre (c)	Controlado (a-b)x 100	Libre (a-b)x100	México	EE.UU.
1983	121.50	143.98	162.10	- 18.50	- 33.42	80.80	3.80
1984	185.98	192.76	211.47	- 3.65	- 13.71	59.20	4.00
1985	293.59	371.70	449.0	- 26.61	- 52.94	63.70	3.70
1986	597.34	923.50	921.0	+ 54.60	- 54.18	105.70	1.10
1987	1 483.05	2 209.70	2 200.00	- 49.00	- 48.34	159.20	4.40

* Para el Cálculo de la Paridad Técnica del Tipo de Cambio véase el Apéndice.

** Signo negativo significa subvaluación,
 Signo positivo significa sobrevaluación.

Fuente: Elaborado con base en el Banco de México. Indicadores Económicos.

Conjuntamente con estos factores, y un ambiente de masas favorable y optimista respecto al futuro del mercado accionario, dos factores permitieron pronosticar un auge de la bolsa para 1987. El primero era el hecho de que técnicamente la bolsa sólo estaba ligeramente por arriba de su valor contable; y el segundo, era que existía una abundante liquidez en la economía.

Respecto al primero, se observa que el múltiplo precio de mercado a valor en libros, del conjunto de las empresas que cotizaban en la BMV, era de 0.8 veces en enero y de 1.2 veces en diciembre de 1986; mientras que el promedio mundial era de 1.88 y 2.2 veces,

respectivamente. Asimismo, el múltiplo precio a utilidades había pasado de 5.0 a 9.3 veces, mientras que el promedio mundial de este multiplicador lo había hecho de 14.6 a 18.2 veces. Por otra parte, en esos mismos años. Bajo estas circunstancias, el auge accionario en México mostraba muchas posibilidades de continuar con su expansión, y por tanto, con márgenes de ganancias importantes.

Por lo que se refiere a la existencia de liquidez en la economía, ésta jugó un papel central en el mantenimiento de la expansión del mercado accionario. Dentro de un escenario de tasas de interés estancadas y de subvaluación del peso respecto al dólar, la liquidez iba en aumento hacia finales de 1986 y principios de 1987.

Esto se explica, por una parte, por la recesión económica, pero también por el aumento del financiamiento, cuya tasa de crecimiento fue de 130% entre 1986 y 1987. En este sentido, fue el financiamiento al sector público en moneda extranjera, el que más creció (ver Cuadro 21).

Por la otra, la elevación de los activos internacionales del Banco de México en 17.0%, como consecuencia de la renegociación de la deuda externa en 1986 y del aumento de las exportaciones. Sin esta liquidez el mercado accionario no hubiera podido crecer de manera vertiginosa, tal y como lo hizo durante los primeros diez meses de 1987.

Paralelamente con este aumento de la liquidez, los rendimientos reales en el sistema financiero se habían convertido en negativos, las tasas de interés bancarias reales que en 1986, se habían mantenido positivas, pasan a ser negativas, en un porcentaje muy alto para 1987; la tasa real de Cetes a un mes de presentar atractivos rendimientos en 1986,

Cuadro 21
Financiamiento Otorgado por el Sistema Bancario Consolidado
1982-1987
 (Porcentajes)

AÑO	TOTAL	MONEDA NACIONAL			MONEDA EXTRANJERA			TOTAL
	Tasa de crecimiento anual	Suma	Al sector público	Al sector privado	Suma	Al sector público	Al sector privado	
1982	126.6	55.8	36.7	19.1	44.2	39.2	5.0	100.0
1983	54.3	55.5	36.3	19.2	44.4	38.9	5.5	100.0
1984	48.4	60.5	35.4	25.1	39.5	34.1	5.4	100.0
1985	79.2	55.5	34.1	21.4	44.5	38.3	6.2	100.0
1986	115.7	46.9	31.2	15.7	53.1	45.4	7.7	100.0
1987	130.0	46.2	29.9	16.3	53.8	43.3	10.5	100.0

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.

observa una fuerte disminución al pasar a ser negativa. Todo ello provocado por la acelerada inflación, que de 86.2% en 1986 pasó a casi 132% en 1987. Contra una devaluación del 120.4% entre 1986 y 1987 (ver Cuadro 22).

Para enero de 1986 el índice accionario, medido respecto a diciembre de 1983, había obtenido una ganancia en términos nominales del 479.3 %, y en pesos reales del 258.5%. Por otra parte, el valor de las acciones había alcanzado los 33 mil millones de pesos, lo que significaba un incremento nominal de 1 334 %, respecto al valor de diciembre de 1982.

Para el mismo período, el múltiplo precio de mercado a utilidades se había elevado de 2.7 veces a 10 veces; y el múltiplo precio de mercado al valor de libros se elevó de 0.2 a 0.5 veces. Dada esta evolución, quien había invertido en acciones en enero de 1985, había

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

obtenido en enero de 1986 una ganancia real anual espectacular del orden del 130.8 %, medida en pesos¹¹ (ver Cuadro 12).

Cuadro 22

Estructura de las tasas de interés

1982-1987

(Porcentajes)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Tasas de Interés Nominales						
Certificados de Depósito						
A un mes	49.90	54.70	45.60	65.30	90.20	115.73
A tres meses	52.54	54.70	44.40	70.41	95.25	112.80
A seis meses	52.10	54.00	44.40	70.30	95.70	11.70
Cetes a un mes	---	56.59	48.59	60.17	86.73	95.96
Cetes a tres meses	52.40	53.80	49.20	74.20	105.60	133.04
Tasas de Interés Reales						
Certificados de Depósito						
A un mes	-8.05	-13.30	-2.49	8.75	2.58	-9.49
A tres meses	-4.79	-14.71	-4.81	7.92	2.88	-14.76
A seis meses	-5.77	-17.82	-8.79	2.57	-6.20	-16.84
Cetes a un mes	---	1.09	1.05	9.89	13.55	-6.63
Cetes a tres meses	-2.89	-14.04	-3.79	13.99	5.18	-8.08
Inflación Anual (%)	58.90	101.90	65.50	57.70	86.20	131.80
Tipo de Cambio * (%)	133.3	162.80	23.20	67.50	105.6	120.40

* Tipo de Cambio Libre

Fuente: Banco de México, Indicadores Económicos.

¹¹ Luego de esto se produce un breve ajuste durante los siguientes tres meses como resultado de una toma de ganancias por parte de los inversionistas. Desde el cierre de enero de 1986 hasta el cierre de abril de ese mismo año, el índice en términos reales, cayó en 21.7%. Sin embargo, a partir de mayo de 1986, el índice inicia un repunte que se mantendrá durante 17 meses.

Desde abril de 1986 hasta octubre de 1987 no hubo ajuste a la baja del índice accionario, lo que fue configurando un comportamiento altamente explosivo para el mercado accionario¹². En efecto, de agosto de 1986 a octubre de 1987, la Bolsa Mexicana de Valores vuelve a experimentar un ciclo de auge de muy corta vida. Durante 15 meses el crecimiento del mercado accionario fue de 794.5%, lo que representaba una tasa media de crecimiento mensual del 17%. De hecho, durante 1986, el índice de precios y cotizaciones logró un incremento líder en términos reales a nivel internacional. Esto hizo que durante 1987, la BMV se presentara como la mejor opción para multiplicar el capital en relativamente poco tiempo (ver cuadro 23).

Cuadro 23
Índice de Precios y Cotizaciones Deflactado

1984-1987				
Índice de precios y Cotizaciones	1984	1985	1986	1987
Enero	55.22	37.79	87.21	181.11
Febrero	62.72	37.75	87.21	181.11
Marzo	49.98	41.39	75.15	259.18
Abril	41.26	44.01	68.35	295.99
Mayo	45.43	41.01	74.23	322.62
Junio	42.37	43.16	76.03	339.51
Julio	42.70	47.94	105.78	440.97
Agosto	48.85	54.35	93.77	516.01
Septiembre	53.32	56.47	113.24	578.38
Octubre	47.16	71.75	131.91	311.07
Noviembre	47.91	77.33	146.11	163.78
Diciembre	44.29	74.85	153.03	132.67

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil.

¹² Cabe mencionar que en los ochenta, los períodos más amplios de crecimiento continuo del índice en términos reales, fueron sólo dos y de duración e intensidad mucho menor: un primer período de 4 meses, de abril a julio de 1983, donde se logró un crecimiento del 58.2%, y un segundo período de 6 meses de junio a noviembre de 1985, obteniéndose un crecimiento del 88.5%.

Incluso los pequeños y medianos ahorradores, clientes fundamentalmente del sector bancario, vieron atractivos los beneficios accionarios ante los magros rendimientos de los instrumentos tradicionales y la aguda caída del nivel real de ingresos en los años anteriores. En este sentido cualquier comparación era importante. Por ejemplo, mientras que el salario había caído en 41.5%, y el PIB per cápita se había reducido un 13.3% entre 1982 y 1986 (lo que significó una disminución anual del 3.2%); el índice accionario de la BMV lograba una ganancia espectacular del 616.5%. Es decir, 64% de rendimiento promedio anual en términos reales.

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

Para inicios de octubre, era cierto que la rentabilidad accionaria estaba en su punto más alto respecto a los otros instrumentos financieros nacionales y del resto del mundo, tan era cierto que la liquidez en la economía seguía siendo relativamente abundante. Pero había otros elementos que hacían incierto el panorama que no fueron reconocidos por la mayoría de los participantes en el mercado. La inflación superaba a la de 1986 y el tipo de cambio mantenía un nivel de subvaluación alto (49%); los múltiplos de precios a utilidades se había disparado peligrosamente, pues de una subvaluación de 0.9 veces el precio de las acciones en octubre de 1985, había pasado en octubre de 1987 a una sobrevaluación de 5.3 veces, en tanto que a nivel mundial éste era de sólo 1.96 veces.

Por otra parte, la tendencia del mercado accionario mundial venía cambiando drásticamente. Mientras que durante el primer trimestre de 1987 el valor de capitalización de ese mercado había aumentado en 3.2%, en el tercer trimestre sólo se había elevado 6.6%, y de agosto a septiembre había disminuido en 1.6%. Para el tercer trimestre de 1987, el auge bursátil a nivel mundial era superado desproporcionalmente por lo que ocurría en México.

Otro elemento que debilitaba la posibilidad de una alza continua en el índice accionario de la BMV después de septiembre de 1987 era el comportamiento de las reservas internacionales y el tipo de cambio. En efecto, el crack accionario se inicia en octubre, desde el punto más alto; y en enero de 1988 el índice tocó fondo en su caída cuando llegó a 86 607 puntos. Es decir, en tres meses, la bolsa se desinfló 76.8%, lo que significaba que si la actividad de la bolsa accionaria era de 100% en la primera fecha, en la segunda se habría contraído a 23.2%.

Por su parte, las tasas de interés llegaron a niveles sin precedentes ya que se elevaron para los Cetes a un mes, de 86.73 puntos en 1986, hasta 95.96 puntos en 1987; por su parte las tasas para los Cédulados de Depósito a un mes pasaron de 90.20 a 116%, respectivamente. Los activos internacionales se redujeron en 3.3%, el tipo de cambio libre se revaluó en 3.8%, pero el tipo de cambio controlado se devaluó en 25.4%; lo que originó que la inflación se disparara en 14.8%, casi el doble de la de diciembre de 1986.

A nivel internacional, la caída durante el cuarto trimestre de 1987 fue más alta en México, que en las bolsas del resto del mundo. Mientras que a nivel internacional el valor de las acciones en términos de dólares se ajustó en 12% a la baja, la de México lo hizo en 76%; la de Estados Unidos cayó un 23; la de Reino Unido, 8.8%; la de Hong Kong, 40.5%; y la de Singapur lo hizo en un 32.7%. Incluso la Bolsa Japonesa se elevó en casi 3%. Después de haber tenido el alza mayor a nivel mundial, la bolsa mexicana conoció la caída más fuerte a nivel mundial.

Este auge del mercado de valores y el incremento de su peso relativo respecto al sistema bancario, no significó que dicho mercado se hubiera convertido en una opción significativa para el financiamiento de la inversión de las empresas. En efecto, mientras el mercado bursátil registró un crecimiento sin precedentes entre 1986 y 1987, el papel comercial y las aceptaciones bancarias e industriales observaron disminuciones considerables en el total de esos años (ver Cuadro 24).

Cuadro 24
Comportamiento del Mercado Bursátil
1982-1987
(Tasas de Crecimiento %)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Renta Variable	-57.0	205.3	175.6	204.9	227.2	522.1
Renta Fija	564.3	92.1	210.2	36.7	233.8	85.0
- Petrobonos	736.2	31.8	97.0	142.1	255.4	80.5
Mercado de Capitales	32.0	123.7	197.0	96.2	230.2	323.1
Mercado de Dinero	101.8	169.1	146.5	63.6	194.2	305.7
- Cetes	69.3	203.6	161.4	42.7	90.3	359.9
Mercado de Valores	94.8	166.0	149.5	65.6	197.5	307.0

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil.

Este es un claro indicador de que, por un lado, los instrumentos tradicionales concebidos como mecanismos de financiamiento a la inversión del mercado de capitales, han sido absorbidos por la lógica del mercado de dinero, que se caracteriza por su alta e inmediata rentabilidad; y por el otro, el mayor y cada vez más importante papel que ha jugado la especulación financiera.

El dinamismo y la estructura del mercado de valores, por lo demás, estaban íntimamente vinculados tanto a los propietarios de las casas de bolsa, como a los que cotizaban y detenían los instrumentos. En este sentido, resulta evidente el dinamismo del mercado accionario, que experimentó un extraordinario ciclo entre 1983-1987.

Por otra parte, cabe mencionar que el auge accionario de 1987, si bien tuvo sus propios orígenes, trayectoria y desenlace; no obstante también fue parte de un auge bursátil a nivel mundial, que empezó en agosto de 1982 y culminó en agosto de 1987.

Capítulo III

LA POLÍTICA ECONÓMICA ESTABILIZADORA Y LA MODERNIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO. 1988-1992.

La brusca caída del Índice de Precios y Cotizaciones en octubre de 1987, fue seguida por el crecimiento acelerado de la inflación, así como por la amenaza de que se iniciaría una nueva oleada de fuga de capitales y presiones salariales.

Todo esto parecía indicar que el país entraría en un ciclo hiperinflacionario, que provocaría graves desequilibrios macroeconómicos y sociales. Sin embargo, esto no ocurrió. Con la firma por parte de los sectores fundamentales de la economía, del Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento Económico (PECE), se lograría pasar relativamente rápido, de esta situación de incertidumbre e inestabilidad a otra de relativa estabilidad, basada en la concertación de los principales grupos sociales.

A partir de 1988 se acelera la reforma estructural, se profundiza la reforma del sistema financiero que desembocaría en un retorno a la banca mixta y un nuevo auge del mercado bursátil. La necesidad de profundizar la reforma económica se vio estimulada por los rápidos cambios en el orden internacional, que evidenciaban aún más la necesidad de aplicar la estrategia de estabilización económica.

Así, la transición de la administración de De la Madrid a la administración de Salinas de Gortari, no sólo muestra una continuidad en la estrategia de política económica; sino que también se comprueba una intención decidida de profundizar y acelerar los cambios estructurales puestos en marcha para consolidar el nuevo modelo de crecimiento.

Esta consolidación y profundización significaba intensificar las medidas en la dirección iniciada. Efectivamente, luego de las grandes decisiones de apertura externa y desregulación iniciadas con Miguel De la Madrid, la nueva administración avanzó sobre

los procesos de apertura y desregulación del mercado interno; liquidando los viejos monopolios formados en el proteccionismo, y vendiendo las empresas públicas a agentes privados. Esto consolidó la estrategia de privatización de las relaciones económicas e internacionalización del mercado.

Para consolidar este nuevo modelo de desarrollo a partir de las bases establecidas era necesario generar un nuevo esquema financiero, cuyo objetivo sería estimular el inicio de una fase de crecimiento económico con estabilidad, cuyo eje sería la dinamización de la inversión privada que provocaría un incremento en la productividad y en la competitividad. Éste se convirtió en el objetivo estratégico de la política económica de Salinas de Gortari, y en relación a él se puede comprender la evolución seguida por el sistema financiero mexicano, y en particular, por el mercado de valores.

III.1 Reestructuración del Sistema Financiero.

Los objetivos de la política económica y los programas de corto plazo seguidos durante 1983-1987, condujeron a conformar un patrón de financiamiento incompatible con los requerimientos de la nueva fase de crecimiento con estabilidad.

En primer lugar, dicho patrón de financiamiento estaba dominado por un círculo vicioso asociado al financiamiento del déficit público y al pago de la deuda externa. La recesión de 1987 evidenció la fragilidad que subyacía a una estructura financiera de tal índole. Por ello, en un contexto de profundización de la reforma económica, era necesario realizar cambios en los circuitos financieros. Por una parte, estos debían hacer compatibles el pago de la deuda pública externa e interna con las necesidades del crecimiento económico. Por la otra, los cambios debían crear mecanismos capaces de poner los fondos prestables a disposición de los demandantes de recursos para la inversión productiva, que requería el crecimiento económico.

Bajo este contexto, y dadas las reformas económicas, se siguieron tres líneas básicas para la conformación de estos circuitos financieros "virtuosos": la internacionalización de los mercados, la globalización de los servicios financieros, y la desregulación de las operaciones financieras.

En segundo lugar, otro problema del patrón financiero era la reducción en la captación total de los bancos, debido a las restricciones para operar en el mercado bursátil, y por tanto, el extraordinario crecimiento de la intermediación por parte de las casas de bolsa. Esta desventaja del segmento bancario resultaba peligrosa ante la perspectiva de una apertura financiera como la mencionada.

En tercer lugar, y estrechamente vinculado a los dos anteriores problemas, estaba el de la tendencia a la formación de conglomerados financieros privados en los sectores no bancarios. Ello a pesar de las restricciones que la legislación imponía a esas prácticas. Los efectos de esta conglomeración financiera se habían hecho evidentes cuando éstos llegaron a condicionar las decisiones de la política monetaria, en particular su capacidad para condicionar la subasta de títulos de deuda pública. La respuesta que se diera a este problema, en un contexto de apertura financiera, debía reconocer que en los mercados internacionales, la tendencia a la organización de los agentes financieros como banca universal era dominante.

Por último, tenemos las distorsiones que presentaba el mercado de valores luego de la quiebra de éste en 1987. Si bien el mercado de valores había resultado útil para financiar una parte significativa del gasto público. No obstante, esto junto con la especulación prevalente en el mercado accionario, convirtieron al sector bursátil en el espacio fundamental de valorización del capital, en detrimento de la inversión productiva. Esto a pesar del auge del mercado bursátil durante el período 1983-1987, que parecía desmentir el pesimismo provocado por la contracción económica, la pérdida del poder adquisitivo y el endeudamiento externo.

Sin embargo, tanto en su fase de expansión como en la del derrumbe, la evolución de este mercado había sido adversa al crecimiento económico, porque había generado tensiones inflacionarias y especulativas, que desalentaron la inversión productiva. En consecuencia, la estructura del mercado de valores para octubre de 1987, contradecía el objetivo general de "profundización financiera" que había servido en 1983 de justificación para priorizar a dicho mercado dentro de la estrategia económica de De la Madrid, dado que no se había constituido en una auténtica opción de financiamiento nuevo para las empresas, por lo que también este segmento requería de reformas.

III.1.1 Reformas al Sistema Financiero. 1988-1990.

En los dos primeros años de la administración de Salinas de Gortari se produce una serie de reformas que buscaban resolver los problemas del sistema financiero. Con respecto al problema de la deuda interna; se atacó primero mediante una renegociación innovadora de la deuda pública externa. Luego de una tensa negociación se llegó a un acuerdo; por una parte, se logró un alivio en las transferencias de recursos al exterior por ese concepto, y por la otra, no menos importante, se generó confianza en el país, debido a que el crecimiento económico partía de nuevas condiciones y apoyos externos. El resultado de esta negociación, que mereció la atención prioritaria en los incisos de la administración de Salinas de Gortari, fue positivo, aunque en términos cuantitativos fue muy pobre.

En cuanto a la carga de la deuda pública interna, la política consistió en estabilizar los precios que afectaban a dicha deuda: reducción de la tasa de interés real, para disminuir el flujo del servicio de la deuda pasada; ampliación de los plazos, que reducen la presión sobre los pagos; y la no colocación de deuda a causa de los "swaps" y de la venta de deuda pública. Todo ello permitiría una reducción progresiva del ritmo de crecimiento de esta deuda y aún de sus montos absolutos.

Ambos aspectos de la gestión de la deuda pública parecen haber generado el comienzo de la desarticulación del circuito perverso que ella había generado; y por tanto, liberador de recursos para el inicio de un círculo "virtuoso" para la inversión productiva.

Por lo que hace al funcionamiento de los bancos comerciales, como resultado de las reformas implementadas en noviembre de 1988, se produce una auténtica revolución en este segmento del sistema. Las primeras medidas permitieron la desregulación y liberalización del sistema bancario, que fomentó la competencia con las casas de bolsa en la gestión de los fondos que se canalizaban al mercado bursátil.

Así, a partir de octubre de 1988, se liberaron las aceptaciones bancarias, que se constituyeron en el instrumento de captación más importante de la banca. En abril de 1989, se eliminan los topes a las tasas de interés de las instituciones bancarias, permitiendo que éstas fijen las tasas según las condiciones de mercado que enfrenten. Por otra parte, se cambia el régimen de encaje legal y se suprimen los cajones de crédito preferencial, implantándose un régimen basado en la regulación de los coeficientes de liquidez del sistema a través de la adquisición de títulos gubernamentales. Esto aumenta la disponibilidad de fondos prestables.

Estas modificaciones se complementan con la iniciativa de reforma a la ley bancaria que se publicó en diciembre de 1989, mediante la cual se reconoce la necesidad de la autonomía de gestión de las instituciones bancarias. Así, éstas son relevadas de obtener metas de captación y financiamiento, por el objetivo de obtener utilidades.

Asimismo, se autoriza a los bancos para desarrollar sus departamentos de banca de inversión, incluyendo divisiones bursátiles. Éstos manejan recursos de terceros, principalmente a través de instrumentos de mercado de dinero en la Bolsa de Valores. Con ello, la actividad tradicional de la banca realizada a través de la emisión de activos financieros que se colocaban en poder del público, y que se convertían en pasivos para los bancos quedó relegada a un segundo término. En cambio, la actividad de la banca de inversión pasó a representar las dos terceras partes de las operaciones de la banca.

Esto les permitió a los bancos, desarrollar actividades que en sentido estricto, correspondían a los intermediarios bursátiles, permitiéndoles permanecer en el mercado. El efecto de estas modificaciones es el repunte de la captación bancaria durante 1989, debido a que los bancos vuelven a estar en posibilidades de ofrecer a la clientela instrumentos y servicios competitivos con las casas de bolsa. Esto se manifiesta en el incremento de la penetración financiera (M4/PIB), que pasa de 33.3 a 40.2% entre 1985 y 1989. En conjunto, estas reformas al sistema bancario culminaron en 1990, con la decisión gubernamental de restablecer el régimen de banca mixta.

Cuadro 1

Penetración Financiera (M4/PIB) (Porcentajes)

1983	34.1
1984	35.3
1985	33.3
1986	41.0
1987	43.8
1988	34.5
1989	40.2
1990	43.7
1991	45.5

Fuente: Banco de México.
Indicadores Económicos.

Otro conjunto de modificaciones fundamentales en el sistema financiero es el que se refiere al problema de los conglomerados financieros. Las primeras se inician a finales de 1989, con el reconocimiento legal de los grupos financieros, y su autorización para que se constituyeran, a través de las agrupaciones de diversos tipos de intermediarios: una casa

de bolsa, una casa de cambio y una aseguradora, aunque también con fuerte presencia de afianzadoras y agencias de factoraje.

Se suponía que la integración de varios intermediarios en un solo grupo permitiría obtener economías de escala y reducción de los costos de los servicios financieros, así como el incremento de su calidad. Si bien la intención que guiaba esta primera reforma era hacia la globalización de los servicios financieros, no obstante, con ella se realizaba la posibilidad de fusionar la intermediación bancaria con la bursátil; a pesar de que en la realidad era visible su relación.

La segunda etapa de esta nueva política hacia la conglomeración financiera se daría en 1990, con la autorización para formar grupos financieros que incluyeran un banco dentro de ello. Cabe mencionar que esta medida está muy relacionada con el restablecimiento de la banca mixta. Esta medida prohibía la incorporación de empresas no financieras a dichos grupos, si embargo, es conocida la vinculación de propiedad entre quienes tienen grupos financieros y empresas no financieras. Todas estas medidas muestran la disposición por consolidar intermediarios fuertes y globalizados capaces de competir en un contexto de apertura financiera.

Por último, tenemos las reformas referidas al mercado de valores. Una de las modificaciones más importantes en el marco legal de este mercado, fue el orientado hacia su internacionalización. Esto implicaba el permiso para que las casas de bolsa establecieran sucursales en el exterior, aunque en la práctica algunas casas mantenían ya operaciones con el exterior.

Asimismo, se permitió a las empresas, aprovechando el reglamento de inversión extranjera, emitir acciones neutras que pudieran ser adquiridas por extranjeros, mediante fideicomisos que no dan derechos patrimoniales sobre las empresas, pero que si permiten obtener dividendos y realizar ganancias de capital con las acciones. Por otra parte, se autorizó la colocación de títulos de empresas mexicanas en el exterior, manifestándose en la aparición de varios fondos de inversión mexicanos en otras monedas.

Con el propósito de que se fortaleciera en el mercado los mecanismos de autorregulación y se disminuyera la interferencia de las autoridades en las operaciones del mercado, se transfirieron algunas de las facultades regulatorias de la Secretaría de Hacienda a la Comisión Nacional de Valores, y algunas de ésta a la Bolsa Mexicana de Valores. Ello porque se considera que el mercado es el asignador más eficiente de los recursos financieros.

Otras modificaciones menos importantes, pero acordes con este esquema de globalización, es el reconocimiento de la necesidad de un nuevo tipo de intermediario, el especialista bursátil, así como una reglamentación más precisa en materia de información privilegiada.

III.2. Comportamiento del Mercado Bursátil. 1988-1992.

En el marco de la reforma económica llevada a cabo por el actual gobierno, el mercado de valores podría llegar a desempeñar un papel fundamental en aquélla. Sin embargo, comparado con los montos de financiamiento que se movilizan en otros países a través de este mercado, en el nuestro siguen siendo minoritarios.

Efectivamente, los resultados durante los cuatro primeros años del actual gobierno son poco alentadores. El mercado de valores continúa siendo una alternativa de financiamiento para el gobierno a través de la colocación de bonos gubernamentales; sigue siendo una opción de financiamiento de corto plazo para las empresas grandes; y sobre todo se mantiene como un excelente espacio de lucratividad financiera. Por ello, está muy lejos de constituirse en una fuente de financiamiento para las inversiones productivas que permitan iniciar un fuerte ciclo de inversión en el marco de la apertura comercial.

III.2.1 Estructura del Mercado Bursátil

Durante el auge de enero a septiembre de 1987, el mercado accionario representó el 7.5% del total de las operaciones del mercado de valores. Después del derrumbe ese porcentaje disminuyó a 1.8%, y sólo se recuperó al 3.1% en 1989.

Esta disminución relativa del mercado accionario se explica por la baja colocación primaria de acciones cuando los precios de éstas se ubicaban por debajo de su valor contable. Si bien, el crac de 1987, detuvo la tendencia del mercado accionario a convertirse en un mecanismo de financiamiento alternativo al bancario: No obstante, las operaciones con Cetes en el mercado de dinero, se mantuvieron como las operaciones más importantes del mercado de valores, mismas que representaron el 87% en 1988 y el 85% en 1989 (Ver Cuadro 2 y 3).

Como se observa, en la dinámica global del mercado bursátil, el gobierno se mantuvo como el más importante de sus usuarios. La Bolsa continuó desempeñando durante estos últimos años, el mecanismo fundamental de financiamiento del déficit público a través de la emisión de bonos públicos y de su colocación entre los inversionistas.

Así, aunque el valor de las acciones en circulación en el mercado llegó a los 15 billones de pesos en 1989, las ofertas primarias de acciones (diferentes a las sociedades de inversión) apenas alcanzaron los 540 mil millones de pesos, que tan sólo representan el 0.5% del valor total del mercado. Por su parte, la circulación neta de Cetes aumentó de 836 en 1988 a 988 miles de millones de pesos en 1989.

Cuadro 2

Estructura del Mercado Accionario
(1982-1987)

(Porcentajes)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
MERCADO DE CAPITALES	6.8	5.7	6.8	8.1	9.0	9.3
Acciones Ind. Comerc. y Serv.	1.6	2.2	2.3	2.3	3	5.5
Acciones Bancarias	0.3					
Acciones Seguros y Fianzas	NS	NS	0.1	0.1	0.1	0.1
Acciones Casas de Bolsa				NS	NS	0.7
Certificados de aportación						0.7
Sociedades de inversión	NS	NS	NS	2	1.8	0.5
Cupones Industriales	NS					
TOTAL RENTA VARIABLE	1.9	2.2	2.4	4.4	4.9	7.5
Obligaciones Industriales	0.2	0.8	0.8	0.6	0.7	0.2
Obligaciones Subordinadas						0.2
Petrobonos	4.7	2.3	1.7	2.7	3.2	1.4
Bonos de Indem. Bancaria		0.4	1.9	0.3	0.1	NS
Bonos de Desarrollo					0.1	NS
Cert. de Part. Inmobiliaria						NS
Bonos de Renovación						
Bonos de Renov. Urbana						
TOTAL RENTA FIJA	4.9	3.5	4.4	3.7	4.1	1.8
Cetes	74.7	85.3	89.4	77.1	54.2	78
Papel Comercial	18.4	9	1.9	1.9	3.6	3.2
Aceptaciones Bancarias			1.9	12.9	33	8.4
Pagares con rend. liq. al venc.					0.1	NS
Pagares de la Tesorería					NS	1
Bonos de Des. del Gob. Fed.						NS
TOTAL MERCADO DE DINERO	93.1	94.3	93.2	91.9	90.9	90.6
TOTAL MERCADO DE METALES	0.1		NS			0.1
TOTAL MERCADO DE VALORES	100	100	100	100	100	100

NS: No significativo.

FUENTE: Elaborado con base en el Cuadro 12 del Anexo.

Cuadro 3
Estructura del Mercado Bursátil
1988-1992
(Porcentajes)

	1988	1989	1990	1991	1992
TOTAL MERCADO DE CAPITALES	2.8	3.8	3.0	2.8	1.7
Acciones Inds., Coms. y de Servs.	1.21	1.2	1.2	1.4	1.0
Acciones, Seguros y Fianzas	0.01		0.01	0.01	0
Acciones Casas de Bolsa	0.1	0.1	0.03	0.1	0.1
Sociedades de Inversión	0.5	1.7	0.9	0.5	0.2
Certificados de Aportación	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1
Certif. de Aport. Ord. sobre Acciones					
Acciones Bancarias				0.01	
Warrants				0.01	
TOTAL RENTA VARIABLE	1.8	3.1	2.4	2.3	1.4
Obligaciones Ind., Com. y Serv.	0.2	0.3	0.3	0.3	0.1
Obligaciones Subordinadas	0.01		0.01	0.04	0.02
Bonos de Indemnización Bancarias	0.01		0	0	0.1
Bonos de Renovación Urbana			0	0	0
Bonos Bancarios de Desarrollo		0.1	0.11	0.04	0.2
Bonos Bancarios para Vivienda			0.04	0.06	0
Petrobonos	0.8	0.3	0.11	0.03	0
Certificados de Participación Inmobiliaria	0.01		0.01	0	0
Pagare a Mediano Plazo				0.04	0.1
Pagare Fiduciario					0
Certificados de Participación Ordinaria				0.01	0.0
TOTAL RENTA FIJA	1.0	0.7	0.6	0.5	0.3
Cetes	86.6	85.3	86.5	88.5	91.3
Papel Comercial	2.4	2.3	3.9	1.2	0.4
Aceptaciones Bancarias	0.7	1.4	0	0	0.01
Pagares con Rend. Liquid. al vencimiento	4.6	0.2	0.4	0	0.04
Pagares de la Tesorería		1	0.2	0.06	0
Bonos de desarrollo del Gobierno Federal	1.1	5.5	3.6	2.2	2.2
Bonos de Desarrollo Industrial		0	0.4	0.02	0
Bonos de la Tesorería		0	0.2	0.02	0.1
Bonos Ajustables		0	2.0	5.2	4.3
Pagare Pemex					0
Certificados de Depósito					0
Certificados de Participación Ordinaria				0.01	0.02
TOTAL MERCADO DE DINERO	97.2	96.2	97.0	97.2	98.3
TOTAL MERCADO DE METALES	0.01	0	0	0	0
TOTAL MERCADO DE VALORES	100	100	100	100	100

FUENTE: Elaborado con base en el Cuadro 13 del Anexo.

Es importante mencionar que la estructura de operaciones presentó cambios significativos debido a la aparición de nuevos instrumentos, como los títulos de las sociedades de inversión, de renta fija y variable. En el caso de las ofertas primarias de títulos de renta variable (acciones) de estas instituciones, ascendieron a 24.6 billones de pesos en 1989, y para 1990, se incrementaron en 19.2 billones de pesos, lo que hace un total de 43.8 billones de pesos hacia finales de este año (Ver Cuadro 4).

Cuadro 4

Inscripciones Nuevas de las Sociedades de Inversión

(Miles de millones de Pesos)

AÑO	SOCIEDADES DE INVERSIÓN		ACCIONES
	Renta Fija	Renta Variable	
1989	1 541.3	24,601.0	540.9
1990	-	19,167.0	500.0
1991	-	23,461.0	10 172.7
1992	-	17,250.0	1 780.3

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil.

Si bien este extraordinario crecimiento de las sociedades de inversión ha sido todo un acontecimiento para los inversionistas, no así para las empresas. En el caso de los títulos de renta variable, los recursos manejados por los fondos de inversión se utilizan fundamentalmente para la adquisición de títulos que ya están en circulación; y en el caso de los títulos de renta fija, los recursos se aplican predominantemente para la adquisición de bonos públicos.

De cualquier forma, este crecimiento sostenido de las sociedades de inversión fue uno de los factores que permitió que el índice de precios y cotizaciones del mercado de valores alcanzara un crecimiento del 98% en términos nominales, en 1989 (Ver Cuadro 5).

Cuadro 5

Índice de Precios y Cotizaciones 1987-1992

AÑO	Nominal	TCA	Deflactado	TCA	Dólares	TCA
1987	105.67	124.3	132.67	-13.3	46.39	-9.2
1988	211.53	100.2	175.17	32.0	92.57	99.5
1989	418.93	98.0	289.64	65.3	155.62	68.1
1990	628.79	50.1	334.45	15.5	212.89	36.8
1991	1431.46	127.7	639.38	91.2	465.69	118.7
1992	1759.44	22.9	703.93	10.1	563.38	21.0

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores, Anuario Bursátil.

Cabe señalar que con el surgimiento de las sociedades de inversión, el problema de la competencia entre las casas de bolsa y los bancos revivió, ya que si bien en otro tipo de operaciones esta competencia no se presentaba de manera nítida, en el caso de las sociedades de inversión, unas y otras instituciones daban exactamente el mismo tipo de servicio a los usuarios y realizaban casi exactamente las mismas operaciones. De hecho, en el caso de los fondos de renta fija, las sociedades de inversión administradas por bancos tenían el 55% del total del mercado en 1990.

Otro instrumento financiero que adquirió importancia después de que se puso en marcha el Pacto, y particularmente a partir de 1989, fueron las obligaciones de las empresas. En la etapa de 1983-1987, de inflación galopante, la emisión de obligaciones resultaba poco

atractiva debido al riesgo que corrían los inversionistas al adquirir instrumentos de largo plazo. Sin embargo, a medida que la estabilidad avanzaba y la certidumbre sobre el comportamiento de la economía se hacía más firme, estos instrumentos empezaron a crecer, de tal manera que para 1989 la emisión de obligaciones alcanzó los 3.6 billones de pesos.

Sin embargo, como en el caso del gobierno, el instrumento preferido por las empresas fue uno de corto plazo, el papel comercial. En efecto, el monto total de las emisiones brutas de este papel (sin descontar las amortizaciones) pasó de 127 mil millones de pesos en 1988, a 33.0 billones de pesos en 1989; y para 1990, las colocaciones brutas habían ascendido a 87.7 billones de pesos. Así, el papel comercial fue para las grandes empresas una alternativa de financiamiento de corto plazo, que en muchas ocasiones resultó más barata que el financiamiento bancario.

Capítulo IV

RETORNO DE AMÉRICA LATINA A LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES.

Desde mediados de 1989 se ha observado un incremento notable de nuevos flujos privados voluntarios hacia América Latina; se han incrementado en casi siete veces de 1988 a 1991. Este sorprendente aumento, y en menor medida, la reducción en las tasas de interés que representaron una disminución en los intereses pagados por concepto de deuda externa¹, permitieron que en 1991, por primera vez desde 1981, la transferencia neta de flujos financieros cambiara de signo. Así, la salida neta de 16 000 millones de dólares en 1990, se transformó en el año siguiente en una entrada aproximada de 7 000 millones de dólares².

Según Salomón Brothers, el crecimiento de estos flujos hacia América Latina, fue mayor que el estimado por la CEPAL. Se considera que crecieron en ocho veces entre 1989 y 1991, y casi un 200% en 1991, alcanzando más de los 40 mil millones de dólares (ver Cuadro 1).

En 1991, estos flujos privados fluyeron principalmente hacia los cinco países más grandes de la región, que recibieron en conjunto el 70% del total. Siendo México y Brasil los que concentraron una mayor proporción: México recibió el 40% y Brasil casi el 29% del total de los flujos destinados a América Latina. Lo que equivale al 6.0 y 2.7 por ciento de su PIB, respectivamente (ver Cuadro 2).

¹ La tasa "prime rate" empezó a descender en junio de 1989, permaneciendo estable en 1990 y cayó 3.5 puntos en 1991. Durante el primer semestre de 1992 continuó su tendencia a la baja.

² Datos tomados de CEPAL. Balance Económico 1991.

Cuadro 1
América Latina. Flujos de Capital Privado

(Miles de millones de dólares)

PAÍS	1989	1990	1991
Argentina	1.4	0.5	5.1
Brasil	0.2	0.4	11.6
Chile	1.1	2.0	1.7
México	0.7	8.4	16.1
Venezuela	1.0	1.8	4.8
Otros países	0.6	0.2	0.8
TOTAL	5.0	13.4	40.1

Fuente: Salomon Brothers, Private Capital Flows to Latin America. Nueva York, 12 de febrero de 1992.

IV.1 Factores Determinantes del Auge Bursátil.

Entre los factores cruciales que han permitido el retorno de los flujos privados de capitales a América Latina, se encuentran los siguientes. Primero, el acelerado crecimiento y la globalización de los mercados mundiales de capital en particular, de bonos y acciones. Segundo, la drástica caída de las tasas de interés a corto plazo en dólares estadounidenses. Así, como la prolongada recesión en Estados Unidos y el lento crecimiento en Europa que han desalentado aún más la inversión ahí. Otros factores que han afectado a la inversión en esos países han sido los graves problemas de deuda en sectores importantes (por ejemplo, bienes raíces) de su economía. La disminución del déficit presupuestal durante los ochenta -caso del Reino Unido- también significó una menor demanda de fuentes

alternativas y tradicionales de inversión, como los valores de primera clase³. Tercero, dicho auge en los mercados bursátiles de la región en gran medida fue posible por las modificaciones en la regulación financiera estadounidense, que facilitó la colocación de acciones de empresas extranjeras en su propio mercado.

Cuadro 2

América Latina Principal destino de los flujos de Capital Privado en 1991

(Porcentaje)

	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Regional	Total
EMPRESTITOS	8.8	42.7	3.3	38.6	4.7	1.9	100.0
-Bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano plazo	13.0	41.2	2.3	54.1	6.9	17.4	100.0
-Papel comercial	-	-	-	24.1	4.9	71.0	100.0
-Certificados de depósito	27.2	69.1	-	3.7	-	-	100.0
-Financiamiento Comercial	-	65.8	-	34.2	-	-	100.0
-Financiamiento bancario a plazos	4.2	70.0	13.7	10.6	1.4	-	100.0
INVERSIONES EN CARTERA	11.6	3.7	0.8	69.9	-	13.9	100.0
-Fondos	7.4	16.2	3.4	12.5	-	60.4	100.0
-ADR's *	12.9	-	-	87.1	-	-	100.0
INVERSION EXTRANJERA DIRECTA	16.7	9.2	7.9	39.3	15.4	11.5	100.0
-Flujo efectivo	-	-	-	-	-	-	-
-Otras	9.1	12.4	10.5	52.6	-	15.4	100.0
OTROS FLUJOS	15.9	84.1	-	-	-	-	100.0
TOTAL	12.7	29.0	4.2	39.9	7.2	7.0	100.0
Total / PIB	7.6	2.7	5.8	5.9	10.0	-	-

* ADR's. American Depository Receipts (Certificados de Depósito en la Tesorería).

Fuente: Salomon Brothers, Private Capital Flows to Latin America. Nueva York, 12 de febrero de 1992.

³ Véase "Pension Fund Investment", Financial Times, 7 de mayo de 1992.

Efectivamente, en 1990, después de tres años y medio de su gestión, la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos aprobó la Regulación S y la disposición 144A. La Regulación S es una rectificación del Acta de Valores de 1933, con la cual es posible que emisores extranjeros puedan colocar acciones entre inversionistas estadounidenses sin necesidad de autorización de derechos de emisión e intercambio. La Disposición 144A es más que una innovación y ha sido clasificada como la regla que puede permitir a Estados Unidos entrar en competencia con otros mercados de valores. Esta regla crea una excepción sobre el registro en Estados Unidos de recompra de ciertas acciones por los inversionistas institucionales calificados (QIB's). Los valores no requieren registro para su intercambio en Estados Unidos. Basta con que un inversionista calificado tenga al menos 100 millones de dólares en valores, o 10 millones para broker/dealer, propios o invertidos en acciones de emisores no afiliados.

De esta manera, a través de los American Depositary Receipts (ADR's) y los Global Depositary Receipts (GDR's) que se emiten en el marco de la Regulación S y la Disposición 144A, los emisores pueden hacer colocaciones privadas entre grandes inversionistas⁴. Así, la regulación S y la regla 144A, permiten que ofertas extranjeras tengan acceso a los mercados financieros de los Estados Unidos; que inversionistas institucionales por su cuenta o a través de una representación de inversionistas individuales, negocien valores de emisoras extranjeras, y que instituciones estadounidenses realicen ofertas de valores extranjeros en mercados foráneos. Por ello se ha dicho que la SEC ha hecho posible un mercado financiero global⁵.

⁴ Las empresas emisoras sólo están obligadas a presentar informes regulares a la SEC conforme las reglas contables de Estados Unidos, pero no es necesario su registro ni la divulgación pública de la información financiera. Como se observa, se trata de valores derivados con registro limitado, que sólo pueden ser adquiridos por QIB's. Es decir, por bancos de ahorro, comerciales o de inversión, fondos mutualistas y de jubilación, fideicomisos y corporaciones entre otros.

⁵ Véase Ortiz Edgar. "GDR'S Atractiva opción para el financiamiento Internacional", en Revista CAPITAL, México, abril de 1992, p. 43.

Por otra parte, la presencia de nuevos flujos de divisas se acompañó tanto de servicios crediticios ya probados, como de la innovación financiera que se ha dado en los últimos años. En este sentido, han jugado un papel muy importante los nuevos instrumentos y técnicas financieras adoptadas en los mercados financieros externos.

Es evidente que una de las condiciones básicas para tener acceso a los flujos de capital externo y alentar la repatriación de capitales, fue la reducción de los desequilibrios macroeconómicos internos que presentó la región durante la década de los ochenta. Éste fue precisamente el punto central en los procesos de renegociación de la deuda externa, en el marco del Plan Brady y de las reformas estructurales promovidas por el FMI y el Banco Mundial. En este sentido, destaca el proceso de privatización de la mayoría de las grandes empresas estatales y la colocación de sus acciones en los mercados extranjeros. Todo ello ha permitido la restauración o el acceso voluntario a los mercados financieros⁶.

Sin embargo, es importante señalar que los flujos netos de capital privado a América Latina no dependen sólo de las circunstancias económicas y políticas de la región, sino también del equilibrio ahorro-inversión en el resto del mundo, de los diferenciales en las tasas de interés y de la eficiencia y estabilidad de los mercados internacionales financieros y de capital. Estos factores, pueden en última instancia, determinar la duración y la continuidad de dichos flujos.

IV.2. Origen y Destino de los Nuevos Flujos de Capital

Los nuevos flujos de capital que ha venido recibiendo la región ha asumido características nuevas. No ha recibido refinanciamiento, en particular no ha recibido

⁶ Cabe mencionar que por su magnitud y dinamismo, el proceso de México es el que más destaca en la región. Este tema se analizará en el último capítulo de este trabajo.

nuevos créditos de la banca comercial. Se trata más bien de su acceso al mercado de capitales. Efectivamente, se trata de una ampliación del movimiento de titulación que se inició lentamente en la segunda mitad de la década de los ochenta, y que cobró mayor dinamismo entre 1989 y 1990, como resultado de la renegociación de la deuda externa en el marco del Plan Brady.

En este sentido, cabe señalar que el proceso de regreso a dichos mercados se realiza mediante una amplia gama de instrumentos financieros y con la participación de una extensa variedad de mercados, inversionistas y prestamistas. Se basa en la colocación de títulos en los mercados estadounidenses y europeos, de empresas públicas o privadas e incluso emisiones de gobiernos cuyo costo y garantías para los prestatarios se determinan con base en las expectativas del comportamiento económico de los países y las empresas⁷.

Por su parte, el mercado secundario de deuda que contribuyó en su momento, a sanear el balance de los bancos acreedores, pero que implicaba también "premiar" con mayor descuento a los prestatarios de peor comportamiento, quedó superado a través de este nuevo procedimiento, aunque no lo sustituye.

Son cuatro los mecanismos a través de los cuales se han logrado nuevas divisas durante el período 1989-1992: la colocación de obligaciones en los mercados financieros de Estados Unidos, tanto de empresas públicas como privadas; la emisión de acciones y su colocación en los mercados externos a través de productos financieros derivados; la repatriación de capitales, que bien puede tomar la forma de adquisición de activos desde los mercados externos; préstamos bancarios voluntarios; e inversión extranjera directa. Estos últimos se encuentran estrechamente vinculados a los términos de la renegociación de la deuda externa, ya que en estos procesos se acordaron paquetes de recursos crediticios, como parte del "menú" del Plan Brady, e intercambio de deuda por inversión directa (*swaps*).

⁷ De tal manera, que las agencias especializadas determinan el precio del nuevo endeudamiento, así como a los éxitos o fracasos de las reformas estructuradas implantadas y, desde luego también al proceso de privatización, fusiones y adquisiciones.

En cuanto a la colocación de obligaciones en los mercados financieros externos por parte de las empresas públicas y privadas, se vió favorecida por las técnicas financiera utilizadas, incluyendo el establecimiento de garantías. Por su parte, la colocación de acciones de empresas de la región en el exterior ha sido de tal magnitud que algunos de los mercados bursátiles de la región han sido comparados con los mercados emergentes del mundo: Malasia y Hong Kong.

El Cuadro 3 muestra los flujos privados de capital hacia a América Latina para 1991. Tenemos que aproximadamente el 39% del total corresponde a préstamos, la mayoría de los cuales se realizan mediante bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano plazo. Los empréstitos constituyen una fuente de recursos importantes en particular para Brasil. Este país absorbió casi el 58% del total de flujos privados a corto plazo que recibió América Latina mediante certificados de depósito y financiamiento comercial.

Otra fuente de capital importante fue la inversión extranjera directa (IED), que representó casi el 35% de los flujos totales hacia la región. La IED alcanzó altas proporciones en Venezuela (principalmente por la privatización), en Chile (por nuevas inversiones) y, en menor medida, en Argentina (por la privatización, aunque también por nuevas inversiones).

Las inversiones en cartera tuvieron una menor participación, representó el 16% del total de los flujos privados en 1991, con montos muy importantes en México y Argentina. Entre 1989-1990, México al igual que Chile obtuvieron una parte significativa de las inversiones en cartera en América Latina⁸.

⁸ De hecho la Compañía Telefónica Chilena fue la primera empresa de la región en colocar desde 1983 acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York, mediante certificados de depósito (ADR's). Asimismo, la privatización de teléfonos de México emitió 2300 millones de dólares en diversos mercados accionarios, se considera como la sexta colocación más grande del mundo, en términos nominales. Al respecto véase P. West. "El regreso de los países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados", en Revista de la CEPAL, Santiago de Chile, septiembre de 1991.

Cuadro 3
América Latina
Tipos de flujos de Capital Privado en 1991
(Porcentaje)

	Total	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Otros
EMPRESTITOS	39.1	27.0	57.6	31.3	37.8	25.7	10.6
-Bonos, colocaciones privadas y pagarés a mediano plazo.	21.2	21.6	30.2	12.0	28.7	20.2	-53.1
- Papel comercial	6.3	-	-	-	3.8	4.3	63.7
- Certificados de depósito	1.6	3.4	3.8	-	0.1	-	-
- Financiamiento Comercial	4.2	-	9.4	-	3.6	-	-
- Financiamiento Bancario a plazos	5.9	1.9	14.1	19.3	1.6	1.2	-
INVERSIONES EN CARTERA	16.0	14.6	2.1	3.1	28.0	-	32.0
- Fondos	3.7	2.2	2.1	3.1	1.2	-	32.0
- ADR's	12.3	12.5	-	-	26.8	-	-
INVERSION EXTRANJERA DIRECTA	34.8	45.7	11.1	65.7	34.2	74.3	57.4
-Flujos en efectivo por la privatización	8.8	27.0	-	-	-	74.3	-
- Otras	26.0	18.7	11.1	65.7	34.2	-	57.4
OTROS FLUJOS	10.1	12.6	29.3	-	-	-	-
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: Salomon Brothers, *Private Capital Flows to Latin America*. Nueva York, 12 de febrero de 1992.

Bajo este contexto, la repatriación de capitales hacia América Latina ha cobrado importancia. Se calcula que en 1990, ésta ascendió a 7 000 millones de dólares en los cinco principales países de la región, lo que representa el 40% del total de la fuga de capitales estimada (ver Cuadro 4). Según algunos analistas esta proporción pudo haber sido similar en 1989, si esto es así, ello significa que más del 50% del capital que entra a la región proviene de inversionistas latinoamericanos. Pero esto no niega que a medida que

aumenta la rentabilidad de dichos flujos, aumente el ingreso de capitales propiedad de inversionistas extranjeros.

Cuadro 4
América Latina
Fuga y Repatriación de Capitales.
1983-1990

(Miles de Millones de Pesos)

Años	Argentina	Brasil	Chile	México	Venezuela	Total
1983	- 1.7	- 4.3	0.2	- 1.8	- 4.5	- 12.1
1984	0.9	- 6.4	1.2	- 3.1	- 1.6	- 9.0
1985	0.4	- 1.3	1.0	- 4.1	4.0	- 3.6
1986	1.6	- 0.4	0.6	- 2.1	1.2	1.0
1987	- 1.8	- 1.0	0.2	- 1.6	0.9	- 3.2
1988	0.8	- 1.5	- 0.6	- 5.3	1.8	- 4.7
1989	- 1.3	- 1.7	0.0	5.2	1.2	3.4
1990	0.3	- 1.0	1.4	5.5	0.7	7.0
1983-1990	- 0.7	- 17.6	4.1	- 7.3	0.2	- 21.3

- Fuga
+ Repatriación

Fuente: Tomado de Stephany Griffith, *et al.* "El Retorno de Capital a América Latina", en Revista *Comercio Exterior*, México, enero de 1993, pág. 42.

Cualquiera que sea la situación, el regreso de capitales es una tendencia importante y positiva que se observa desde 1989. De acuerdo a los datos del Cuadro 4, entre 1989-1990, se registró una repatriación neta de capitales de 10 500 millones de dólares, lo que contrasta con el período 1987-1988, cuando se fugaron 7 900 millones de dólares. En este sentido, el comportamiento de los cinco países más grandes de la región fue muy heterógeno. Mientras México, Venezuela y Chile registraron importantes volúmenes de repatriación, Argentina y Brasil registraron fugas de capitales.

Cabe mencionar que en el caso de México, aunque es muy difícil cuantificar la adquisición de participaciones accionarias de algunas de las mayores empresas, es muy probable que, desde mediados de 1990, ésta haya adquirido la forma de repatriación de capitales. Ello debido a que por la vía de la participación en el mercado externo de acciones de empresas locales, se elimina el riesgo cambiario involucrado en la repatriación, permite el anonimato y facilita el manejo fiscal. De la misma manera, es muy probable que la conversión de deuda en acciones u otros activos locales (*swaps*), también haya sido un instrumento de repatriación de capitales. Al respecto cabe mencionar que Argentina y México realizaron conversiones de deuda en capital asociadas a programas de privatización.

Según la Corporación Financiera Internacional, perteneciente al Banco Mundial, las bolsas latinoamericanas registraron en 1991 el siguiente crecimiento: Argentina 392%; Colombia 174%; Brasil 152%; México 100%; Chile 90%; Venezuela 34,7%, en términos de dólares. Cabe mencionar que en el caso de México, la sola privatización de TELMEX produjo en 1991 la más grande oferta mexicana de títulos y la mayor oferta de activos netos internacionales por parte de un mercado emergente.

Se estima que no son más de 150 grandes inversionistas los que han adquirido los ADR's y GDR's, con grandes ganancias en el boom de los llamados "mercados emergentes" de América Latina en apenas dos años. Si bien la "toma de utilidades" anticipada y desordenada podría precipitar un crac de las bolsas locales, y por tanto, un descenso en las cotizaciones de dichos valores, no obstante, es probable que esos inversionistas se interesen en lograr una reconfiguración de sus carteras en la medida en que los precios de dichos papeles se establezcan y surjan otros con mayores expectativas. Estos últimos bien podrían ser nuevos títulos procedentes de los mismos mercados⁹.

⁹ El descenso de la rentabilidad en estos mercados alcanzó un primer quiebre fuerte en junio de 1992, que se extendió entre varios países de la región. Se sabe que desde fines de abril de dicho año, funcionarios de cuatro Fondos accionarios latinoamericanos compraron acciones. Según la SEC: Fondo Brasil, Fondo de Ingresos y Acciones Brasil, Fondo Latinoamericano de Acciones y el Fondo de Ingresos y Acciones de México, fueron los que en aquel momento tuvieron que

Por otra parte, resulta alentador que el ingreso de estos capitales en 1991, se haya caracterizado para algunos países, como México y Chile y, en menor medida, Venezuela, por un alargamiento en los plazos. En el caso de Chile, el 65% de esos flujos fue en IED para nuevas inversiones; para México este porcentaje fue de 34%, estableciendo con ello un punto de referencia, ya que se supone que derribó la barrera psicológica al colocar -a través de NAFIN- una emisión de eurobonos por 150 millones de dólares a diez años. Sin embargo, las emisiones mexicanas de bonos internacionales no ha mejorado en mucho sus vencimientos. Según el FMI, los plazos de las emisiones garantizadas subieron de un promedio de 5 años en 1989 a sólo 5.5 años en 1991. En el caso de las emisiones no garantizadas del sector privado, ha sido más significativo el alargamiento de los vencimientos, de 2 años pasó a 4.4 años, pero aún se trata de períodos cortos. Por otra parte, el vencimiento promedio de las emisiones no garantizadas del sector público observó una disminución. Sin embargo, cabe señalar la baja significativa de los diferenciales (*spreads*) en México, en particular en las emisiones públicas no garantizadas (ver Cuadro 5).

A excepción de la IED, algunos bonos y quizá algunas inversiones en cartera, casi todos los flujos de capital privado que han entrado a América Latina han sido a corto plazo, fundamentalmente en instrumentos de dinero, donde las tasas de interés tienden a ser mucho mayores que en Estados Unidos. Por ello, a muchos inversionistas y prestamistas estadounidenses, latinoamericanos y europeos les han atraído los certificados de depósito de la Tesorería, los bonos y el papel comercial, cuyos rendimientos son dos o cuatro veces mayores que la LIBOR en inversiones de corto plazo (ver Cuadro 6).

amortiguar el descenso en sus cotizaciones. Al respecto véase Eugenia Correa, "Una nueva etapa de endeudamiento de América Latina", en *Economía Informa*, Facultad de Economía/UNAM, agosto-septiembre 1992.

Cuadro 5
América Latina
Tasas de Interés Reales
1990 - 1991

	1990	1991
Argentina (tasa de financiamiento intercompañías)	47.4	22.0
Brasil (tasa mensual LTN/BBC)	25.4	32.4
Chile (tasa real anual de depósito a 90-365 días)	9.5	5.5
México (tasa Cetes a 28 días)	34.7	15.9
Venezuela (tasa cupón cero a 91 días)	33.8	35.5
LIBOR (en dólares, promedio de 6 meses)	8.4	4.4

Fuente: Salomon Brothers, Private Capital Flows to Latin America. Nueva York, 12 de febrero de 1992.

Cuadro 6

México. Colocación de Bonos Internacionales

	1989		1990		1991	
	Diferencial*	Vencimiento**	Dif.	Ven.	Dif.	Ven.
Garantizados	165	5	304	4.4	150	5.5
No Garantizados						
Sector Público	820	5	379	4.9	246	4.2
Sector privado	800	2	613	3.6	542	4.4

* Diferencial (spread) = a la diferencia entre el rendimiento del bono en el momento de su emisión y el rendimiento correspondiente a los bonos gubernamentales del país industrial, en la misma moneda y de vencimiento comparable.

** Número de años

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Informe Anual.

En 1992, ante el dinamismo de las transferencias de recursos hacia la región, el problema de la deuda externa pasó a segundo plano. Sin embargo, este súbito y desigual "retorno" de la región a los mercados financieros, podría tener una característica en

común con la etapa previa a la crisis, que es su escasa función de financiamiento y su alto contenido especulativo. Esto lo demuestra el hecho de que la afluencia de capitales privados llegara incluso a países como Perú con agudos problemas económicos y políticos. Lo que sugiere que el descenso marcado en las tasas de interés en los mercados financieros de Estados Unidos constituye una poderosa razón para realizar dichos movimientos especulativos de corto plazo¹⁰.

Es interesante observar que ante los menores rendimientos en su país, los inversionistas estadounidenses hayan incrementado tanto sus inversiones en América latina, a pesar de que las tasas de interés europeas son mucho más altas que las de Estados Unidos. Esto manifiesta que los mercados financieros mundiales aún no están totalmente integrados.

La reforma económica emprendida en la región bajo los lineamientos del FMI y el Banco Mundial y la estrategia calificada como "Washington Consensus"¹¹ han abierto un espacio para este tipo de expansión del capital; en particular la acelerada privatización, la creación de fondos de pensión, la desregulación en el mercado de valores para facilitar la presencia extranjera, la flexibilización de los controles crediticios, los cambios en el régimen de inversión extranjera directa y los cambios en el sistema tributario.

Así, mientras que anteriormente se comprometían las políticas y capacidad de pago de los estados nacionales, incluso la deuda externa privada fue incluida en los paquetes de negociación, y de hecho, garantizada por sus gobiernos. Ahora se compromete la capacidad de pago y, a través de los ADR's y GDR's, la rentabilidad de las empresas públicas y privadas

Bajo este contexto, las fusiones y adquisiciones por inversionistas extranjeros podrán llegar a expandirse en la región durante la década de los noventa. Aunque ya existen

¹⁰ Véase P.P. Kuczynski, "International Capital Flows in to Latin American: What is the Promise?", World Annual Conference on Development, 1992.

¹¹ Al respecto véase John Williamson (editor), Latin American Adjustment. How much has happened. Institute for International Economics, Washington, abril, 1990.

ejemplos importantes, como es el caso de TELMEX y algunos servicios financieros en México. Cabe mencionar que no todo tipo de empresas participa activamente en este endeudamiento, destacan por su magnitud bancos, empresas de comunicación, energía, cemento, empresas comerciales y líneas aéreas.

Bajo este contexto, las desigualdades en la región podrían agudizarse y el crecimiento económico, si bien no sería nulo, si se tomaría desigual y sumamente polarizado. Por ello, es necesario fortalecer la estrategia frente a la deuda externa y considerar cuidadosamente los elementos coyunturales que han permitido este "retorno" de algunas de las economías de la región a los mercados financieros internacionales.

IV.3.3 MEXICO. La inversión Extranjera en Cartera.

En los últimos años, la Bolsa Mexicana de Valores ha experimentado cambios muy importantes, entre los cuales sobresalen el proceso de globalización e internacionalización de sus operaciones.

Es evidente que dicho proceso fue preparado y estimulado por la reestructuración económica y jurídica del sistema financiero emprendida en 1988; por el proceso de privatización llevado a cabo por el actual gobierno; y por la expectativa de la firma del Tratado de libre Comercio con Norteamérica. Asimismo, las modificaciones a la Regularización S y a la Regla 144A, aprobadas por la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos, jugaron un papel decisivo en este proceso de internacionalización.

Efectivamente, México, entre otros países latinoamericanos, se ha perfilado como uno de los mercados emergentes más dinámicos, en términos de la inversión extranjera en cartera. Entre 1990-1991, ésta mostró un crecimiento del 336%; al pasar de 4252 a 18531 millones de dólares, respectivamente. Este crecimiento extraordinario se explica por la

privatización de Telmex en 1991, que por sí sola logró la más grande oferta de activos internacionales por parte de un mercado emergente.

En 1992, ante las discusiones encontradas sobre los acuerdos paralelos al TLC, la inversión extranjera en cartera en la BMV mostró una desaceleración. Sin embargo, a pesar de esto, se dio un crecimiento del 55% respecto a 1991. De tal manera que representó el 57% del valor total del mercado accionario. Para confirmar este dinamismo basta mencionar que para el primer semestre del presente año, dicha inversión ascendió a los 29 mil millones de dólares, cifra similar a la alcanzada en diciembre de 1992 (ver Cuadro 7).

En la estructura de la inversión extranjera sobresalen los ADR's, que de representar casi el 53% en 1990, pasaron al 73.8% en 1992. Le siguen las acciones de libre suscripción, que han mantenido una participación promedio del 18% durante el período de 1989-1992.

Cabe mencionar que no todos los sectores económicos participan de este endeudamiento externo; sobresalen las empresas de los sectores de comunicación y transporte; de la construcción; de la transformación; y de comercio (ver Cuadro 8). Entre las empresas que han buscado este tipo de recursos para fortalecer su situación financiera se encuentran: Transportación Marítima Mexicana (TMM), Telmex, Cemex, Tamsa, Maseca, Grupo Cifra, Peñoles, Bimbo, Gigante, Liverpool, Sanborns, Sears, Crisoba, Celanese, Kimberly Clark, Bancomer, Banamex, Serfín, Ericson; entre otras.

Cuadro 7

México. Inversión Extranjera en Cartera

1989-1993

(Miles de Dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993*
ADR's	(49.8)	2 228769 (52.4)	13 733462.8 (74.1)	21 153947.4 (73.8)	20 280860.0 (70.0)
Fondo México	(13.2)	274760 (6.5)	488348.6 (2.6)	619000.0 (2.1)	709720.0 (2.4)
Acciones de libre suscripción	(4.3)	1 072744 (25.2)	2 960965.6 (16.0)	5 096980.0 (17.8)	5 378340.0 (18.6)
Fondo Neutro	(32.7)	676035 (15.9)	1 348759.2 (7.3)	1 798077.6 (6.3)	2 603910.0 (9.0)
TOTAL	(100.0)	1 252308 (100.0)	18 531536.2 (100.0)	28 668000.0 (100.0)	28 972830.0 (100.0)
Tasa de crecimiento	-	-	335.8	54.7	-
IEC/VTMA (%)		22.1	47.0	56.8	

* Las Cifras corresponden al 30 de junio.

IEC/VTMA = Inversión extranjera en Cartera/Valor Total del Mercado Accionario.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Cuadro 8
México. Inversión Extranjera en Cartera
Por Sector Económico

1990-1992
(Porcentajes)

Sector	1990	1991	1992
Extractiva	1.1	0.2	0.1
Transformación	22.0	8.7	6.5
Construcción	10.8	9.3	8.0
Comercio	8.2	5.9	8.9
Comunicación y Transporte	50.6	69.5	64.6
Servicios	0.4	2.4	8.0
Varios (Holding)	6.9	4.0	3.9
TOTAL	100	100	100

Fuente: Elaborado con base en los Cuadros 14 a, 14 b, y 14 c del Anexo.

Por otra parte, es sorprendente como ha adquirido mayores proporciones la colocación de títulos del gobierno mexicano en el extranjero. A lo que habría que agregarle la compra de títulos de deuda externa del gobierno mexicano por parte de inversionistas extranjeros. Con respecto a lo primero, la inversión extranjera en valores gubernamentales observó un crecimiento del 165% entre 1991-1992; al pasar de 10 508 a 27 839 mil millones de pesos. Siendo los Cetes los que encabezan esta nueva forma de endeudamiento externo del sector público, ya que su participación en el total supera el 50% (ver Cuadro 9).

Cuadro 9

México. Inversión Extranjera en Bonos Gubernamentales

(Miles de Nuevos Pesos)

	1991		1992		1993*	
		(%)		(%)		(%)
CETES	9 075.19	54.0	28 539.9	64.3	42 720.8	64.6
PAGARES	65.8	0.4	-	-	-	-
BONDES	2 231.1	13.3	3 856.8	8.7	6 881.1	10.4
TEBONOS	790.0	4.7	615.6	1.4	1 652.8	2.5
AJUSBONOS	4 641.5	27.6	11 355.8	25.6	14 833.0	22.5
TOTAL	16 802.7	100.0	44 368.1	100.0	66 087.0	100.0

* Cifras al 17 de septiembre.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil.

Ello, a pesar de la contracción acumulada de 4.5 puntos que ha presentado la tasa de interés de los Cetes a un mes, en lo que va de este año. Es decir, se sigue considerando este título gubernamental como una magnífica alternativa de inversión para los ahorradores nacionales y extranjeros. Si se compara la tasa en dólares de los Cetes de 8.82% con la de un Certificado de Depósito a un mes en Estados Unidos de 2.77%, se observa un diferencial de 6.05 puntos porcentuales a favor de los instrumentos nacionales¹².

Para septiembre de 1993, el flujo de inversión extranjera a través de valores gubernamentales ascendió a 66 mil millones de pesos, cifra que representa el 149 % del

¹² En este sentido es factible que las tasas de interés ya hayan alcanzado su nivel "piso", y es poco probable que en el segundo semestre de 1993 continúen descendiendo.

valor alcanzado en diciembre de 1992. Esto nos permite afirmar que dicha dinámica continuará.

Este nuevo tipo de endeudamiento del gobierno, ha provocado modificaciones en la estructura de la tenencia de títulos del Gobierno Federal. Se observa una mayor proporción en manos del sector externo, en detrimento de la participación del sector bancario, no bancario y del Banco de México.

Cabe mencionar que la menor participación del Banco de México en la deuda del gobierno, también se explica por la mayor demanda de títulos en el mercado secundario, lo que ha provocado que esta institución se desprenda de valores de su cartera incrementando la de otros. Otro elemento que ha favorecido el descenso de su saldo, es la estrategia de convocar cantidades similares a las que vencen, disminuyendo con ello su participación en la tenencia de valores gubernamentales.

Por otra parte, las comisiones por suscripción de acciones en los mercados internacionales, representan alrededor del 4 y 5 por ciento de la transacción. Además, del líder de la colocación, también la emisora principal lleva comisión, de entre 1 y 1.5 %. Se considera que para 1991, los colocadores de papel mexicano bien pudieron haber ganado entre 400 y 500 millones de dólares¹³.

Entre las firmas más importantes que han liderado las colocaciones mexicanas se encuentran: Goldman Sachs, City Bank, J.M. Morgan, Bankers Trust, First Boston, Salomon Brothers, Bear Stearns, Swiss Bank, Deutschebank, Chasse Manhattan. La mayor parte de las operaciones han sido hechas por los intermediarios extranjeros, los nacionales han participado como asesores locales¹⁴.

¹³ Véase Correa, Eugenia. "Una Nueva Etapa del Endeudamiento de América Latina", en Economía Informa, Facultad de Economía-UNAM, agosto-septiembre 1992, México, pp. 32-37.

¹⁴ Por ejemplo, en el caso de las colocaciones de Telmex, participó como líder Goldman Sachs, y tomaron parte Bank of New York, SG Warburg y Wasserstein Perella. Por su parte JP Morgan participó en la operación a través de la cual PepsiCo adquirió Gamsa y en la privatización de Minera de Cananea.

IV.3.3.1: Perspectiva del Mercado de Valores.

La futura evolución del mercado de valores dependerá de dos factores fundamentales. Por un lado, de los procesos de privatización, en particular el de la banca, que modificó radicalmente la estructura del sistema financiero a finales de la década de los ochenta. Por el otro, del proceso de apertura y globalización financiera iniciados, que con la firma del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá se incrementará.

En efecto, tanto la reprivatización de los bancos como la integración de los grupos financieros permitieron, por una parte, terminar con las diferencias formales entre la intermediación bursátil y bancaria, y por la otra, optimizar dicha intermediación financiera. En este sentido, ambas medidas iniciaron el proceso de globalización del sistema financiero mexicano. Por tanto, es de esperarse otras acciones legales tendientes a reconocer que la intermediación financiera debe ser realizada por conglomerados de empresas que ofrecen de manera integrada servicios tales como el aseguramiento, arrendamiento, compra de títulos, manejo de operaciones corrientes, entre otros.

La intermediación financiera deja de tener como objetivo el desarrollo de productos financieros que buscaban captar el ahorro de un mayor número de cuentahabientes; siendo remplazado por operaciones más sofisticadas y complejas, que permitan al usuario de la intermediación recibir una combinación de productos, de tal manera que se convierta en un servicio exclusivo.

Esta tendencia en la evolución de la intermediación financiera, hacia un grupo reducido de grandes clientes, es una manifestación de que el ahorro efectivo disponible en la economía es generado también por un grupo relativamente pequeño de agentes, que son a su vez, los principales demandantes de estos servicios.

En este sentido, no es descartable que el mercado de valores, como un engranje de la intermediación financiera realizada básicamente por grupos integrados, pueda convertirse en

un mecanismo relevante de financiamiento de la inversión. No sólo a través de la colocación de instrumentos tradicionales, sino de nuevos instrumentos que serían diseñados en el futuro.

Si el mercado de valores llega a cumplir de manera más eficaz su papel de mercado de capitales, será a partir de brindar el apoyo a un número limitado de empresas. Sin embargo, este número no necesariamente será menor al actual. Dado que el desarrollo de una nueva cultura y de nuevos hábitos corporativos puede dar lugar a que otras grandes empresas recurran al financiamiento de la Bolsa.

En cambio, para el caso de las empresas medianas no existe una propuesta factible para lograr que el mercado de valores se convierta en una alternativa de financiamiento. Por el contrario, las exigencias y condiciones para la inscripción en la Bolsa ha crecido, con el propósito de ofrecer mayor seguridad a los inversionistas. De ahí que esta opción de financiamiento parece estar cerrada, por mucho tiempo, para las empresas medianas.

Otro factor que debe tomarse en cuenta es la competencia extranjera, que ya se observa en el sistema financiero local, debido a la práctica de operaciones crediticias todavía no autorizadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, por parte de las agencias de bancos extranjeros establecidos en territorio nacional.

Efectivamente, la banca extranjera en particular la norteamericana, lleva a cabo abiertamente operaciones de banca múltiple en el país, y estimula el otorgamiento de financiamiento en moneda extranjera, principalmente en dólares, a empresas mexicanas. Además, promueve la captación de recursos del público ahorrador nacional y apoya sus operaciones cambiarias y de traslado de divisas a sus respectivas matrices, con lo que se agudiza la tendencia de dolarización del crédito que se ha venido observando en el país; incrementándose vertiginosamente el monto de la deuda externa del sector privado.

Esta actividad de la banca extranjera en el país se facilita y es estimulada por la propia situación económica interna; por la incapacidad de las instituciones bancarias nacionales

para atender y satisfacer los requerimientos financieros de las empresas; y por la fuerte diferencia entre las tasas de interés internas y las de los mercados internacionales¹⁵.

Por otra parte, es notable la diferencia en los trámites de los créditos. En las instituciones nacionales los tiempos de autorización y entrega son extremadamente amplios y las garantías solicitadas suelen ser de hasta tres veces más, respecto del monto solicitado. Además, el papeleo es excesivo. En cambio, en las instituciones extranjeras el papeleo se limita a balances financieros, los tiempos se reducen y las garantías suelen ser equilibradas.

Como se observa, las instituciones extranjeras representadas en el país realizan grandes operaciones, cambiarias y crediticias, adelantándose a la firma del Tratado de Libre Comercio con Norteamérica¹⁶.

Por último, cabe mencionar las modalidades que han ido asumiendo la apertura financiera, en especial con Estados Unidos, aún sin la firma del Tratado. En este sentido, resultan de suma importancia las modificaciones que se han dado en la regulación del sistema financiero de éste país.

¹⁵ Las tasas de interés activas que aplican las instituciones financieras privadas nacionales oscilan entre el 50 y 60 por ciento, según sea el tipo de crédito. Por su parte, las instituciones extranjeras aplican tasas activas de 12 por ciento. Cabe mencionar que en el mercado financiero estadounidense las tasas de interés anual para ese tipo de créditos no superan el promedio del 8 por ciento; por lo tanto la banca extranjera carga, aquí, un 50 por ciento más de lo que se cobra en su mercado.

¹⁶ Según los registros oficiales, en México existen 140 oficinas que representan a la banca extranjera de todo el mundo, destacando la presencia estadounidense (37); japonesa (18); española (10); francesa (18); y alemana (5). Entre la banca estadounidense sobresalen el Citibank, que obtendrá autorización del gobierno mexicano para operar como banco nacional; Manufactures Hannover Trust, Bank of America, y Chase Manhattan Bank. Este último, está desarrollando áreas de mercado de capital para atender a empresas mexicanas en proceso de globalización. Véase La Jornada, 5 de septiembre de 1993.

Conclusiones

La dinámica que adquirió, hacia finales de la década de los setenta, el crecimiento de la economía mexicana no le permitió alcanzar los niveles de ahorro y de depósitos en el sistema bancario nacional, que le posibilitara financiar un crecimiento en la inversión productiva. Asimismo, la deuda externa no generó los recursos necesarios para cumplir con las obligaciones financieras derivadas de la misma y disminuir la necesidad de recurrir a ella.

En 1978-1979, el auge de la Bolsa de Valores no se constituyó en un instrumento de financiamiento directo, ya que no se lanzaron nuevas emisiones (emisiones primarias) al mercado. En un ambiente de creciente especulación, la demanda creció, las acciones cambiaron de mano (emisiones secundarias) con asombrosa rapidez, buscando incrementar el valor del principal.

El sector financiero fue seriamente afectado por la disminución de los depósitos; por las dificultades de pago que enfrentaron las empresas; por la fuga de capitales, así como por las presiones sobre el sector público y privado ante la disminución del crédito externo. El sector financiero y la economía conjuntamente propiciaron una estructura productiva desarticulada.

La política económica adoptada durante 1983-1987, estimuló y configuró una estructura productiva desarticulada que impidió incrementar el ahorro interno y generar las divisas necesarias que permiten enfrentar la crisis de la deuda externa, terminando por frenar el crecimiento económico y agudizando la brecha externa.

Asimismo, el papel de la tasa de interés y la política devaluatoria instrumentadas para generar un aumento en el ahorro interno y en las exportaciones manufactureras, respectivamente, configuraron durante este período un proceso recesivo e inflacionario que debilitó el efecto de dichas variables, obligando a reajustarlas constantemente, contradiciendo con ello los objetivos perseguidos. Debido a que el objetivo de

saneamiento del sistema financiero se contraponen con el de promoción de exportaciones, ya que mientras el primero requiere de aumentos en la tasa de interés y mantener estable (o con bajo desliz) el tipo de cambio; el segundo exige una política devaluatoria.

Así, la política de elevar el ahorro interno mediante rendimientos financieros altos, dadas las condiciones económicas, provocó que la liquidez capturada por esta vía no se convirtiera en financiamiento a la inversión productiva, sino que se colocara en inversiones en cartera que redituaban altos beneficios en el corto plazo.

El cambio en la rentabilidad de los activos financieros a favor de las inversiones bursátiles, junto con la creciente necesidad de recursos financieros internos por parte del sector público, se tradujo en cambios cuantitativos y cualitativos en las modalidades de financiamiento. Por una parte, dada la restricción de recursos crediticios externos, la deuda pública se incrementó, absorbiendo recursos del mercado bursátil de manera creciente. Por la otra, predominó la colocación en instrumentos del mercado de dinero, que se caracterizan por ser de corto plazo y muy líquidos. Siendo los Cetes el instrumento más dinámico de este mercado.

Con el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico, al mantener estable el tipo de cambio y una tasa de interés interna alta, se ofrecieron mayores rendimientos a los depósitos nacionales, en reacción a los ofrecidos por la tasa de interés externa. Ello permitió incrementar la captación del sistema bancario en 1988. Asimismo, a medida que se aseguró la estabilidad cambiaria, la Bolsa mostró síntomas de recuperación hacia 1989. Sin embargo, ésta continuó siendo el mecanismo fundamental de financiamiento del déficit del sector público.

El crecimiento y modernización del mercado bursátil, y el incremento de su peso relativo respecto al sistema bancario, no significa que dicho mercado se haya convertido en una opción significativa para el financiamiento de las empresas, por el contrario, los instrumentos tradicionales (acciones) del mercado de capitales, concebidos como mecanismos de financiamiento a la inversión, han sido absorbidos por la lógica del

mercado de dinero, que se caracteriza por su alta e inmediata rentabilidad, y por su carácter especulativo.

La aparición en 1989, de nuevos instrumentos, tales como los títulos de las sociedades de inversión, de renta fija y variable, fueron todo un acontecimiento para los inversionistas, no así para las empresas. En el caso de los títulos de renta variable, los recursos manejados por los fondos de inversión se utilizan para la adquisición de títulos que ya están en circulación; y en el caso de los títulos de renta fija, los recursos se destinan predominantemente para la adquisición de bonos públicos.

Si el mercado de valores llega a cumplir de manera más eficaz su papel de mercado de capitales, será a partir de brindar apoyo a un número limitado de grandes empresas. En cambio, para el caso de las empresas medianas no existe una propuesta factible para lograr que aquél se convierta en una alternativa de financiamiento.

El "retorno" de América Latina a los mercados internacionales de capitales, en los últimos años, es un factor favorable para la región. No obstante también es cierto que determinados flujos de capital son más deseables que otros. A excepción de la IED, algunos bonos y quizás algunas inversiones en cartera, una proporción considerable de éstos flujos, han sido a corto plazo, fundamentalmente mediante instrumentos de mercado de dinero, donde las tasas de interés tienden a ser mucho mayor que la de Estados Unidos.

En el caso de México, es sorprendente el incremento de la deuda externa pública vía colocación de bonos gubernamentales en los mercados financieros internacionales. En este sentido, esta nueva forma de endeudamiento externo del sector público, podrá tener características comunes a la etapa de endeudamiento masivo, a saber su escasa función de financiamiento y un alto contenido especulativo.

ANEXO ESTADÍSTICO

Cuadro 1
Operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores
1977-1982
(Miles de Millones de Pesos)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
RENTA VARIABLE	5784.1	30310.2	93794.8	74875.3	102497.2	44079.1
Acciones Industriales	4631.3	24456.4	73374.8	55336.5	68806.1	28080.3
Acciones Industriales a plazo	49.6	380.7	1769.5	7756.1	20988	9137.7
Acciones Bancarias	1071.4	5331	18019.3	9568.8	10848.3	5608.9
Acciones Bancarias a plazo	2.6	7.3	77	245.9	1069.5	1149.2
Acciones Seguros y Fianzas	26.6	78.6	541.9	1960.4	772.5	89.8
Acciones de Soc. de Inv.	0.968	2	1.2	2	10.6	8.6
Cupones Industriales	0.999	0.516	10.7	3	0.614	4.6
Cupones Bancarios, Fianzas	0.623	53.7	0.417	2.6	1.6	
RENTA FIJA	163459.3	67750.6	33450.4	25716.5	17134.4	113824.2
Bonos Financieros	64319.7	8912.5	1259.1			
Bonos Hipotecarios	57105.8	26694	7682.3			
Cedulas Hipotecarias	7482.3	910.2	203.7			
Certificados de Part. Inmobiliaria	16615.1		13324.3			
Certificados de Depósito	0.146					
Nacional Financiera	12930.4	23559.9				
Obligaciones Industriales	3522.7	4936.8	4528.6	2716	2651.6	4853.2
Obligaciones Industriales a plazo	0.505		0.711	132.1	653.2	98.2
Petrobonos	1482.7	2737.4	6451.7	22868.4	13829.6	108872.8
MERCADO DE CAPITALES	169243.4	98060.8	127245.2	100591.6	119631.6	157903.3
MERCADO DE DINERO		70081.1	229066.4	381531.4	1069103.6	2157241.1
Cetes		70081.1	229066.4	379622.6	1022207.6	1730868.8
Oro y Plata Amonedados					1.1	197.8
TOTAL MERCADO DE VALORES	169243.6	168141.9	356311.7	482123.3	1188735.2	2315342.3

FUENTE: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil.

Cuadro 2

Títulos de Renta Fija en Circulación
1975-1982

(Miles de Pesos)

EMISOR	1975	1977	1978	1979
TOTAL	320.9	468.2	546.5	680.4
GOBIERNO	175.1	297.5	389.5	503.6
Gobierno Federal	172.0	294.1	385.2	498.2
Bonos	172.0	292.1	356.4	448.8
Cetes	-	-	25.5	40.7
Petrobonos	-	2.0	3.3	8.7
Patronato del Ahorro Nacional	3.1	3.4	4.3	5.4
BANCARIOS	135.7	131.0	111.1	126.6
Banca Nacional	35.5	40.0	41.0	38.1
Banca Privada	100.2	91.0	70.1	88.5
EMPRESAS Y PARTICULARES	10.1	39.1	45.9	50.2
Cédulas Hipotecarias	0.4	0.2	0.1	0.1
Certificados de Participación	2.3	4.7	6.4	9.4
Fideicomisos Oficiales	-	-	-	40.7
Obligaciones	7.4	34.8	39.4	-

Fuente: Banco de México. Informe Anual, varios años.

Cuadro 3

Títulos de Renta Fija por Tipo de Tenedor

1975-1979

(Millones de Pesos)

EMISOR/TENEDOR	1975			1977			1978			1979		
	Banca Privada	Banca Nac.	Emp. y Part.	Banca Privada	Banca Nac.	Emp. y Part.	Banca Privada	Banca Nac.	Emp. y Part.	Banca Privada	Banca Nac.	Emp. y Part.
TOTAL	7 663.3	161361.7	151895.7	8779.0	265971.7	193490.1	7224.7	348275.0	190986.3	5666.4	446923.2	227767.2
GOBIERNO	-	158112.6	17003.7	-	263176.1	34356.9	693.0	346493.5	42353.3	155.5	440305.7	63096.9
Gobierno Federal	-	158112.6	13914.0	-	263176.1	30885.4	693.0	346493.5	38041.3	155.5	440305.7	57770.7
Bonos	-	158112.6	13914.0	-	263176.1	19259.8	-	322720.9	33689.4	-	414955.8	33867.4
CEYES	-	-	-	-	-	-	593.7	23175.2	1744.1	112.2	24792.6	15826.8
Petrobonos	-	-	-	-	-	-	99.3	597.4	2607.8	43.3	557.3	8076.5
Patronato Ahorro Nacional	-	-	3089.7	-	-	3471.5	-	-	4312.0	-	557.3	5326.2
BANCARIOS	7 140.0	3136.3	125460.4	7728.3	2731.3	120577.1	4115.0	1648.7	105329.6	3372.4	3303.6	119964.4
Banca Nacional	4 216.0	1683.5	29569.1	6007.8	1417.5	32558.3	2950.3	1458.8	36632.0	3361.1	3177.4	31607.9
Banca Privada	2 924.0	1452.8	95891.3	1720.5	1313.8	88018.8	1164.7	189.6	68697.6	11.3	126.2	88356.5
EMPRESAS Y PARTICULARES	523.6	113.2	9431.6	1050.7	64.3	38556.1	2416.7	132.8	43303.4	2138.5	3313.9	44705.9
Cédulas Hipotecarias	53.5	36.9	247.6	137.6	-	-	13.7	-	70.8	43.8	-	1.9
Certificados de Participación de Fideicomisos Oficiales	-	-	2332.0	55.0	-	4667.3	1390.8	-	5035.9	1142.6	3127.7	5171.7
Obligaciones	470.1	76.3	6852.0	858.1	64.3	33888.8	1012.2	132.8	38196.7	952.1	186.2	39532.3

Fuente: Banco de México. Informes Anuales, varios años.

Cuadro 4

Operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores
Por Tipo de Mercado
1975-1982

(Millones de Pesos)

TIPO DE MERCADO	1975	1977	1979	1980	1981	1982
Mercado de Dinero	109928.5	163409.5	262505.9	407222.2	1016220.9	2271149.3
Mercado de Capitales	3687.6	5834.1	93805.9	74901.1	102514.3	44193.0
Total Mercado de Valores	113616.1	169243.6	356311.8	482123.3	1118735.2	2315342.3

Fuente: Banco de México. Informe Anual, varios años.
Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Cuadro 5

Operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores
Por Tipo de Emisión
1975-1982

(Millones de Pesos)

TIPO DE EMISIÓN	1975	1977	1979	1980	1981	1982
Total de Emisiones Primarias	12113.5	528.0	11239.8	6600.0	5800.0	N.C.
Total de Emisiones Secundarias	101502.6	1168715.6	344982	475523.3	1112935.2	2315342.3
Total de Operaciones	113616.1	169243.6	356311.8	482123.3	1118735.2	2315342.3
TCA de las Operaciones (%)	-	(49.4)	(110.5)	(35.3)	(132.0)	107.0

N.C. = No hubo colocaciones primarias.

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil, varios años.

Cuadro 6

Captación de Recursos a través del Sistema Bancario

(Millones de Pesos)

	1975	1977	1979	1980	1981	1982
CAPTACIÓN TOTAL	472.6	1097.3	2613.6	3538.8	4184.9	9564.9
Captación en Moneda Nacional	365.0	676.2	1877.1	2544.5	2614.4	5795.2
Instituciones Privadas	261.2	355.4	744.2	1050.8	1366.2	2708.2
Instituciones Nacionales	45.1	102.5	631.3	833.4	400.8	851.1
Banco de México	58.7	218.3	501.6	660.3	847.4	2235.9
Captación en Moneda Extranjera	107.6	421.1	736.5	994.3	1570.5	3769.7
Instituciones Privadas	14.8	105.5	251.0	384.4	634.3	1231.0
Instituciones Nacionales	9.2	315.0	380.8	455.5	685.6	2448.0
Banco de México	0.4	0.6	104.7	154.4	250.6	90.7

Fuente: Banco de México. Informe Anual, varios años.

Cuadro 7
Financiamiento otorgado por el Sistema Bancario
1977-1982

(Miles de Millones de Pesos)

	1977	1979	1980	1981	1982
Sistema Bancario	930.0	1,496.6	2,042.4	3,101.2	7,204.6
- Moneda Nacional	611.0	1,068.4	1,470.3	2,042.8	3,944.1
- Moneda Extranjera	319.0	428.2	572.1	1,058.4	3,260.5
Banco de México	308.0	481.8	658.6	951.2	2,460.6
- Moneda Nacional	244.3	411.4	544.1	713.8	1,828.1
- Moneda Extranjera	63.7	70.4	114.5	237.4	632.5
Banca de Desarrollo	334.3	459.1	598.3	952.0	2,575.0
- Moneda Nacional	134.9	227.4	340.5	482.0	896.0
- Moneda Extranjera	199.4	231.7	257.8	470.0	1,679.0
Banca Comercial	287.7	555.7	785.5	1,198.0	2,169.0
- Moneda Nacional	231.8	429.6	585.7	847.0	1,120.0
- Moneda Extranjera	55.9	126.1	199.8	351.0	949.0

Fuente: Banco de México. Informe Anual, varios años e Indicadores Económicos.

Cuadro 8
Pasivos del Sistema Bancario
1977-1982

(Miles de Millones de Pesos)

	1977	1979	1980	1981	1982
PASIVOS TOTALES	763.8	1,271.2	2.7	4.1	9.5
- Moneda Nacional	517.7	914.7	1.8	2.6	5.7
- Moneda Extranjera	246.1	356.4	0.9	1.6	3.8
Pasivos Monetarios	196.0	344.6	0.5	0.6	1.0
- Banco de México	90.5	149.6	0.2	0.3	0.5
- Banca Nacional	3.1	6.7	0.01	0.02	0.02
- Banca Privada y Mixta	102.4	188.3	0.3	0.3	0.5
Pasivos No Monetarios	567.8	926.6	2.3	3.5	8.4
Moneda Nacional	321.7	570.2	1.3	1.9	4.7
- Banco de México	12.8	6.9	0.4	0.5	1.7
- Banca Nacional	70.2	126.3	0.2	0.4	0.8
- Banca Privada y Mixta	238.7	436.9	0.7	1.0	2.2
Moneda Extranjera	246.1	356.4	0.9	1.6	3.8
- Banco de México	4.5	5.1	0.2	0.3	0.09
- Banca Nacional	179.2	220.7	0.4	0.7	2.4
- Banca Privada y Mixta	62.4	130.7	0.3	0.6	1.2

Fuente: Banco de México. Informe Anual, varios años.

Cuadro 9

Principales Indicadores de la Deuda Externa Total
1976-1982

(Millones de Dólares)

	1976	1978	1980	1981	1982
1) PIB (Millones de pesos de 1970)	41207.5	31267.5	36682.1	37077.3	16025.5
2) Exportaciones Totales	8277.2	11653.1	24947.3	30809.8	28919.4
3) ExporL. de Mercancías	3655	6063	15511	20102	21229
3) Exportaciones Petroleras	563.0	1863.0	10441.0	14574.0	16477.0
4) Deuda Externa Total	26135.0	35662.2	57141.6	77916.4	85830.3
5) Desembolsos de la Deuda Externa	4062.8	8546.5	8904.5	13244.3	11905.5
6) Servicio de la Deuda	1581.8	6258.7	7855.9	8486.2	9400.0
- Amortizaciones	753.3	4399.3	4009.3	3702.0	3276.1
- Intereses	828.5	1859.3	3846.6	4784.2	6123.9
7) Fuga de Capitales *	3144	602	1102	13307	7788

* Errores y Omisiones + Activos a Corto Plazo.

Fuente: Macro Asesoría, 1991 y World Bank, Tablas.

Cuadro 10

Financiamiento Bancario por Sector e Institución
1977-1987

(Miles de Millones de Pesos)

	1977/81*	1982	1983	1984	1985	1986	1987
FINANCIAMIENTO BANCARIO	1671	6760	10090	14878	26425	57276	130265
Al Sector Público	979	5154	7583	10264	18940	43765	94738
Del Banco de México	522	2138	3035	3794	5380	8414	5654
De la Banca de Desarrollo	398	2279	3234	4511	8645	21463	56454
De la Banca Comercial	60	738	1314	1959	4915	13888	325630
Al Sector Privado	691	1606	2507	4614	7485	13511	35527

* Promedio anual.

Fuente: Banco de México, Informe Anual e Indicadores Económicos.

Cuadro 11

Estructura de la Deuda Interna del Sector Público a través de Valores
1981-1987

(Saldos en Miles de Millones de Pesos)

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
TOTAL	948.2	2448.3	3482.7	4819.6	5754.3	9857.2
CETES	96.5	321.2	620.5	757.3	2287.1	8037.0
Instituciones Financieras	37.9	68.6	212.1	82.5	1291.8	5365.7
Banco de México	12.9	- 11.8	110.7	25.0	1174.1	5009.9
Otras	25.0	80.4	101.4	57.5	117.7	355.8
Sector Público no Bancario	14.8	31.1	72.7	67.1	100.7	106.3
Empresas Privadas y Part.	43.8	221.5	335.7	607.7	894.6	2565.0
PETROBONOS	11.8	20.9	31.2	70.0	209.2	430.5
Instituciones de Crédito	2.5	1.1	1.2	4.1	4.9	18.5
Sectores no bancarios	9.3	19.8	30.0	65.9	204.3	412.0
BONOS DE LA DEUDA PÚBLICA	839.9	2106.2	2725.4	3855.3	3114.8	1199.0
BONOS DE INDEMNIZACIÓN BANCARIA	-	-	105.6	137.0	143.2	123.5
Instituciones de Crédito	-	-	6.0	35.2	62.1	49.6
Sectores no Financieros	-	-	99.6	101.8	81.1	73.9
PAGARES	-	-	-	-	-	67.2

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos, 1988.

Cuadro 12
Estructura del Mercado Bursátil
1982-1987
(Miles de Millones de Pesos)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Acciones Inds. Com. y de Serv	37218	133328	353391	578531	2254658	16806480
Acciones Bancarias	6758.1					
Acciones, seguros y Finanzas	89.8	177	9100	24989	74052	318547
Acciones Casas de Bolsa				2586	20984	2080375
Certificados de aportación						2231102
Sociedades de Inversión	8.6	1086	8387	524829	1351184	1588324
TOTAL RENTA VARIABLE	44079.1	134590.1	370878	1130934.9	3700870.3	23024828
Obligaciones Industriales	4951.3	46847	126140	157622	535136	702541
Obligaciones Subordinadas						516022
Petrobonos	108872.8	143531	282702	684465	2432630	4389976
Bonos de Indem. Bancaria		28228	269375	84735	118857	94725
Bonos de Desarrollo				98	211	967
Cert. de Part. Inmobiliaria						5378
Bonos de Renov. Urbana					6850	13531
TOTAL RENTA FIJA	113824.1	218605.2	678217	926919	3093680	5723139.7
TOTAL MERC. DE CAPIT.	15790.2	353195.3	1049095	20578539	6794558.3	2873967.7
Certificados de la Tesorería	1730868.8	5254625	13734574	19602480	37307889	171574281
Cert. de la Tes. Mismo Día					3785160	68501690.3
Papel Comercial	426372.3	550690	289362.8	494062	2713479	10082262
Aceptaciones Bancarias			289025.2	3281296.4	2493148.4	25872380.4
Pagare con Rendimiento Liquidable al Vencimiento					105317.6	8120.3
Pagares de la Tesorería					30865.1	2938511.9
Bonos de Descuento del Gobierno Federal						50172.2
TOTAL MER. DE DINERO	2157241.1	5805315	14312962	23377838	68775541	279027418.1
Certificados de Plata						
Centenarios						
Onza Troy						
Total Mercado de Metales	197.8		0.87		96.9	210331
Total Mercado de Valores	2315342.1	6158509.4	15362058.2	25435691.9	75675514.4	307985716.9

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil.

Cuadro 13
Estructura del Mercado Bursátil
1988-1992

(Miles de Millones de Pesos)

	1988	1989	1990	1991	1992
TOTAL MERCADO DE CAPITALES	27.4	44234.4	67699.8	144219.1	191778.9
Acciones Ind. Coms y de Servs.	11.7	13444.6	28017	75511.7	113320.4
Acciones, Seguros y Fianzas	0.1	53.3	220.3	380.1	344.8
Acciones Casas de Bolsa	0.5	390.7	720.9	4676.3	5944.9
Sociedades de Inversión	4.5		20026	23878.9	18517.4
Certificados de Aportación Ordinaria sobre Acciones Bancarias	0.7	1512.2	5616.4	9004.8	
Warrants				396.5	18291.8
				5755	46.6
TOTAL RENTA VARIABLE	17.5	15401.4	54600.7	119603.4	156465.9
Obligaciones Ind. Com. y de Serv.	2	3559.8	6451.8	13056.7	16196.8
Obligaciones Subordinadas	0.1	18.5	317.2	1937.6	8368.2
Bonos de Indemnización Bancarias	0.1	4.4	19.3		0.5
Bonos de Renovación Urbana		0.6	8.7	2	9.1
Bonos Bancarios de Desarrollo		820.4	2415.4	2128.3	2012.8
Bonos Bancarios para Vivienda		50	849.5	3189.2	301.4
Petrobonos	7.6	3784	2410.9	1606.3	
Certificados de Participación Inmobiliaria	0.1	217.9	288.1	142.9	27.4
Pagaré a Mediano Plazo				2288.6	6717.6
Pagaré Fiduciario					262.6
Certificados de Participación Ordinaria			338.2	263.7	
TOTAL RENTA FIJA	9.9	8455.6	13091.1	24615.4	35313
Cetes	836.6	997885.5	1969658.3	4632913.6	10172952.3
Papel Comercial	127.4	33033.1	87664.6	63878.2	46036.4
Aceptaciones Bancarias	6.7	16.4	69.2	2.6	738.4
Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento	38.7	2409.7	8671.7	982	4815.7
Pagarés de la Tesorería		11242.3	5298.7	3382.2	
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal	10.6	64268.1	81874.5	116562.4	241774
Bonos de Desarrollo Industrial		488.7	7933.7	959.1	409.5
Bonos de la Tesorería		36.6	3344.6	1004.5	8587.9
Bonos Ajustables		172.1	45269.4	269581	476805.6
Pagaré Pemex			1081.7		
Certificados de Depósito				203	
Certificados de Participación Ordinaria				652	
TOTAL MERCADO DE DINERO	938.2	1125963.2	2210867.6	5089139.4	10954293
TOTAL MERCADO DE METALES	78.6	51.9	30	25.2	19.2
TOTAL MERCADO DE VALORES	965.7	117025	2278597.4	5233383.7	11146091.1

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil.

Cuadro 14a

Inversión Extranjera en Cartera por Sector
1990

(Miles de Dólares)

	ADR's	Fondo Neuro	Fondo México	Acc. Libre Susc.	TOTAL
Extractiva	0	20 908	18 889	7 058	46 855
Transformación	279 391	401 104	97 207	159 433	937 135
Construcción	141 700	78 204	20 293	219 458	459 655
Comercio	46 152	25 968	42 171	233 493	347 784
Comunicaciones y Transporte	1759 460	18 271	35 472	340 322	2153 525
Servicios	0	0	12 958	0	12 958
Varios (Holding)	2 066	131 580	47 770	112 979	294 395
TOTAL	2 228 769	676 035	274 760	1 072 743	4 252 307

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil.

Cuadro 14b

Inversión Extranjera en Cartera por Sector Económico
1991

(Miles de Dólares)

	ADR's	Fondo Neutro	Fondo México	Acc. Libre Susc.	TOTAL
Extractiva	-	19567.48	4403.32	5470.94	29441.74
Transformación	662946.0	581527.89	127450.89	248434.60	1 620359.24
Construcción	231872.34	310086.94	52299.76	1 136062.80	1 730321.84
Comercio	350691.0	140736.88	98689.59	508482.30	1 098599.44
Comunicaciones y Transporte	12 109382.0	-	52494.05	692934.92	12 854810.7
Servicios	136950.0	0.11	54795.87	237992.77	429242.75
Varios	241622.0	296839.93	79388.89	131587.27	749438.28
TOTAL	13 733463.0	1 348759.23	488348.58	2 960965.60	18 531536.20

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil.

Cuadro 14c

Inversión Extranjera en Cartera por Sector Económico

1992

(Miles de Dólares)

	ADR's	Fondo Neutro	Fondo Méxic	Acc. Libre Susc.	TOTAL
Extractiva	-	30 600	-	9 495.2	40 096.1
Transformación	623390.8	690904.6	111186.2	382298.2	1807779.8
Construcción	906525.1	339425.7	97981.3	897303.7	2241235.8
Comercio	1 346823.1	133789.8	114087.1	914487.2	2509247.1
Comunicación y Transporte	16861454.0	105604.9	69481.2	1097065.1	18133605.0
Servicios	1003900.7	8548.5	95883.7	1144259.0	2252591.9
Varios	411793.5	489203.3	110458.4	72738.4	1084193.6
TOTAL					28068749.1

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anurao Bursátil.

APÉNDICE

APENDICE

REQUERIMIENTOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO

Los requerimientos financieros del sector público se componen principalmente de dos elementos: el balance primario y el gasto financiero sobre la deuda interna y externa (pago de intereses).

Podemos expresar los requerimientos financieros del sector público (RFSP) de la siguiente manera:

$$\text{RFSP} = (\text{G-I}) + \text{iDI} + \text{iDE} \quad (1)$$

Donde: RFSP = Requerimientos financieros del sector público.

G = Gasto total o financiero del sector público

I = Ingresos totales (tributarios y no tributarios)
del sector público.

iDI = Intereses sobre la deuda pública interna no monetaria.

iDE = Intereses sobre la deuda pública externa.

En la identidad (1), el término (G-I) se refiere al balance primario del sector público, mientras que la suma iDI + iDE, compone el gasto financiero.

Para el financiamiento de los requerimientos financieros del sector público, se dispone de tres fuentes: i) un incremento en la deuda interna; ii) un incremento en la deuda externa; y iii) financiamiento inflacionario.

Entonces tenemos que:

$$RFSP = \Delta DI + \Delta DE - \Delta RIN + TX\pi \quad (2)$$

Donde:

ΔDI = Incremento en la deuda interna no monetaria.

ΔDE = Incremento en la deuda externa neta.

ΔRIN = Incremento en las reservas internacionales netas.

$\Delta TX\pi$ = Impuesto inflacionario.

De las fuentes disponibles para cubrir sus requerimientos financieros, el sector público tiene que elegir la combinación que considere más adecuada, dependiendo de los objetivos de política económica que pretenda alcanzar.

Así, la fuente de financiamiento que mayores costos impone a la sociedad es el impuesto inflacionario, ya que introduce en la economía toda una serie de distorsiones que se reflejan en una asignación ineficiente de los recursos productivos, con los consecuentes costos en el bienestar de la sociedad.

La inflación puede considerarse como un impuesto sobre la tenencia real del dinero, apropiándose de éste el gobierno, debido al poder que tiene para emitir dinero.

Efectivamente, el impuesto inflacionario surge cuando el gobierno emite dinero a una tasa no consistente con la estabilidad de precios. El mecanismo es el siguiente. Al emitir dinero para financiar parte del déficit, el gobierno puede adquirir bienes y servicios en el mercado doméstico. El valor real de estos bienes y servicios que el gobierno adquiere con dinero recién creado es el monto de la recaudación por concepto de impuesto inflacionario.

Existen dos fuentes para la emisión de dinero: el crédito neto al gobierno y la acumulación de reservas internacionales. Ambos conceptos forman parte de los activos del Banco de México. De esta forma, para el gobierno la base del impuesto inflacionario es la base monetaria y la recaudación por concepto de emisión de dinero, en valor real. Esto es:

$$Tx\pi = \frac{\Delta (RIN + C)}{P_t} \quad (3)$$

Donde:

RIN = Reservas Internacionales Netas.

C = Créditos interno neto del Banco de México al Sector Público.

P_t = Nivel de precios en el período t (Índice Nacional de Precios al Consumidor).

Si definimos

$$B = RIN + C \quad (4)$$

y sabemos que:

$$B_t = (1 + \mu) B_{t-1} \quad (5)$$

Donde μ es la tasa de crecimiento de la base monetaria. Entonces podemos expresar la identidad (3) de la siguiente forma:

$$Tx\pi = \frac{(1 + \mu) B_t - 1}{P_t} \quad (6)$$

Otra forma de entender el impuesto inflacionario es la siguiente: al existir inflación, el valor real de los pasivos monetarios del Banco de México (billetes y monedas en poder del público) disminuye; por lo tanto, esta pérdida en el valor de la deuda monetaria representa para el gobierno una ganancia de capital, la cual debe contabilizarse como un ingreso para el gobierno. A esto es lo que llamamos impuesto o ganancia inflacionaria sobre la deuda monetaria.

Por otra parte, el gobierno también tiene como pasivo el saldo de la deuda interna no monetaria, sobre la cual paga intereses nominales.

En una situación de equilibrio, se supone que la tasa de interés, además de cubrir el costo real de los recursos, determinado por la tasa real de interés también cubre la tasa de inflación. Siendo éste el pago que se realiza para mantener constante el valor real del principal.

Así, la tasa de interés nominal se puede expresar de la siguiente forma:

$$(1 + i) = (1 + r)(1 + \pi)$$

Donde:

i = Tasa nominal de interés.

r = Tasa real de interés

π = Tasa de inflación.

Es decir, el pago de intereses sobre la deuda interna del gobierno se compone del pago real por el uso de los recursos financieros y un pago por concepto de amortización inflacionaria.

Según lo anterior, es posible que si la tasa nominal de interés no cubre la tasa de inflación, resultando; por lo tanto, una tasa real de interés negativa, el gobierno esté amortizando, mediante la inflación, parte de su deuda interna.

Al enfrentar una tasa de interés real negativa sobre su deuda interna no monetaria, el gobierno estaría obteniendo una ganancia de capital, que al igual que en el caso de la deuda monetaria, debe contabilizarse como un ingreso. Así este ingreso se le conoce como ganancia o impuesto inflacionario sobre la deuda no monetaria.

La suma de la ganancia inflacionaria sobre la deuda interna monetaria y no monetaria es el impuesto inflacionario con el cual, el gobierno financia parte de su déficit.

INDICE DE PRECIOS Y COTIZACIONES DEFLACTADO (MERCADO ACCIONARIO)

Para deflacionar el Índice de Precios y Cotizaciones del mercado accionario se aplicó la siguiente fórmula.

$$IPyC_j = 100 \times \frac{IPyC^*_j}{IPyC_0} \times \frac{INPC_0}{INPC_j}$$

Donde.

$IPyC_j$ = Índice de Precios y Cotizaciones deflactado en el período j .

$IPyC^*_j$ = Índice de precios y Cotizaciones nominal en el período j .

$INPC_j$ = Índice Nacional de Precios al Consumidor en el período en el período j .

$INPC_0$ = Índice Nacional de Precios al Consumidor en el período base.

$IPyC_0$ = Índice de Precios y Cotizaciones en el período base.

Para el $IPyC_0$ se tomó 1978 = 781.62

Para el $INPC_0$ se tomó 1978 = 100.0

CALCULO DE LA PARIDAD TECNICA DEL TIPO DE CAMBIO

Para calcular la paridad técnica del tipo de cambio se utilizó la técnica de poder comparativo de compra.

Para aplicar este método es necesario encontrar el momento, donde se considera se dio el valor técnico ("paridad técnica") y, por lo tanto, su nivel de sub o sobrevaluación respecto a su valor actual. En este caso tomamos 1983, ya que fue en este año cuando se inició el desliz de 13 centavos diarios para restaurar el poder comparativo del peso contra el dólar.

$$PT_t = \frac{(1 + \pi_{\text{Méx.}})(PT_{t-1})}{1 + \pi_{\text{EEUU}}}$$

Donde:

PT_t = Paridad Técnica del tipo de cambio en el período t.

$\pi_{\text{Méx.}}$ = Inflación en México para el período t.

π_{EEUU} = Inflación en Estados Unidos en el período t.

ANALISIS BURSATIL

Entre los indicadores que nos permiten analizar el comportamiento del mercado de valores se encuentran el múltiplo precio de mercado/valor en libros y el múltiplo precio de mercado/utilidad.

PRECIO DE MERCADO/VALOR DE LIBROS

La relación precio de mercado/valor de libros indica cuantos pesos o fracciones de pesos se pagan en el mercado por cada peso de valor contable, o en que proporción el precio de la acción está por encima o por debajo de su valor de libros.

Un múltiplo precio de mercado/valor en libros, menor que 1 significa que el precio de mercado se encuentra por debajo de su valor de libros. Es decir, que por determinados problemas por los que atraviesa la empresa se vende el peso de activos expresados en la acción a menos de un peso, por lo cual se dice que el precio está subvaluado.

En cambio, si este múltiplo tiene un valor mayor a 1, se dice que el mercado reconocer excelentes perspectivas a la empresa, por lo que quien quiera comprar la acción tendrá que pagar un valor mayor por cada peso contable.

Por último, un valor de este múltiplo igual a 1, significa que en el mercado se compra el valor en libros a su "valor"; es decir, el precio de mercado coincide con el valor en libros de la acción.

PRECIO DE MERCADO/UTILIDAD

Esta razón indica el número de veces que es mayor el precio de la acción, en relación con la utilidad que cada acción respalda. En otras palabras, indica cuanto se paga a precio de mercado por cada peso de utilidad generada. Por lo tanto, el valor "real" del múltiplo debiera ser la unidad, lo que significaría que la utilidad por acción se compra a su equivalente. Un valor que rebasa varias veces a la unidad, indicaría que es muy "cara" la compra de utilidad; y en gran cantidad de veces sería excesivamente "cara".¹

¹Para una mayor explicación véase Núñez Estrada, Héctor R. *Mercado de Dinero y Capitales*, Editorial PAC, S. A. de C.V., México, 1992, pp. 265 - 269.
Marmolejo G., Martín, *Inversiones. Práctica, metodología, estrategia y filosofía*, Editado por INEF, México, 1991, pp. 252 - 257.

Bibliografía

- ALCOCER, Jorge. "La Bolsa Mexicana de Valores, en 1979" en *¿La Crisis Quedó Atrás?*, Taller de Coyuntura de la División de Estudios de Posgrado, Facultad de Economía-UNAM. Editorial ACERE, México, 1980.
- BACHA, Edmar. *El Milagro y la Crisis. Economía Brasileña y Latinoamericana*. Ed. F.C.E., México, 1986.
- CARDERO, María Elena. *Patrón Monetario y Acumulación en México. Nacionalización y Control de Cambios*. Ed. Siglo XXI, México, 1984.
- CORREA, Eugenia. "Una Nueva Etapa del Endeudamiento de América Latina", en *Economía Informa*, agosto-septiembre, 1992, Facultad de Economía-UNAM.
- CLINE, William. "International Debt Systematic Risk and Policy Response", mimeo, Institute for International Economics, Washington, D.C., 1989.
- DORNBUSCH, Rudiger. "External Debt, Budget Deficits and Disequilibrium Exchange Rates", *NBER WP*, Núm. 1336.
- _____. "Our LDC Debts", *NBER WP*, Núm. 2138.
- _____. "Debt Problems and the World Macro Economy", *NBER WP*. Núm. 2379.
- EJEA, Guillermo, et al. *Mercado de Valores. Crisis y Nuevos Circuitos Financieros en México, 1970-1990*. Editado por la Universidad Autónoma Metropolitana, Atzacotalco, México, 1991.
- EFRENCH-DAVIS, Ricardo. *Las Relaciones Financieras Externas*. Ed. F.C.E., Selección de Lecturas, Núm. 47, México, 1983.
- FRY, M. "Models of Financially Repressed Developing Economics", en *World Development*. Núm. 10, 1982.
- GALBIS, V. "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries", en *The Journal of Development Studies*. Núm. 13, 1977.
- GREEN, Rosario. *La Deuda Externa de México*. Editorial Nueva Imagen, México, 1988.
- _____. *Estado y Banca Transnacional en México*. Editado por Nueva Imagen-CEESTMEN, México, 1981.
- GAVITO, M. Javier, et al. *Deuda Externa y Crecimiento Económico*. Editado por IMEF, México, 1989.
- GONZÁLEZ, Eduardo y Alcocer, Jorge. "El papel del Sistema Financiero en la Reactivación" en 1979, *¿La Crisis quedó atrás?*. Facultad de Economía-UNAM-ACERE, México, 1980.

- _____. "El Comportamiento de las Ganancias en el Sector Monopólico-Financiero de la Economía Mexicana: 1977-1979", en 1979, *¿La Crisis quedó atrás?*. Facultad de Economía-UNAM-ACERE, México, 1980.
- HEYMAN, Timothy. *Inversión contra Inflación. Análisis y Administración de Inversiones en México*. Editorial Milenio, México, 1992.
- HUERTA, G. Arturo. *Liberalización e Inestabilidad Económica en México*. Ed. Diana, México, 1992.
- KATZ, Isaac M. *Tipo de Cambio, Comercio Exterior y Crecimiento Económico*. Editado por IMEF, México, 1990.
- KRUGMAN, Paul. "Market Based Debt-Reduction Schemes", *NBER WP*, Núm. 2587, 1988.
- KUCZYNSKI, P. P. "International Capital Flows into Latin America: What is the Promise?", *World Bank Annual Conference on Development Economics*, 1992.
- M.A. El-Erian. "Restoration of Access to Voluntary Capital Market Financing", *IMF Staff Papers*, vol. 39. Núm. 1, marzo de 1992.
- MACHLUP, Fritz. "The Transfer Problem Revisited. International Payments". *Debts and Gold Collected Essays*, N.Y., University Press, 1976.
- MANSELL, C. Catherine. *Las Nuevas Finanzas en México*. Editado por ITAM-IMEF-Milenio, México, 1992.
- MCKINNON, R. "Money and Capital in Economic Development", *Brookings Institution*, Washington, 1973.
- MARMOLEJO, G. Martín. *Inversiones. Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía*. Ed. IMEF, México, 1991.
- MÉNDEZ, V. Sofía. *La Crisis Internacional y la América Latina*. Ed. F.C.E., Selección de Lecturas Núm. 55, Tomo 1, México, 1984.
- NUÑEZ, Estrada H. Rogelio. *Mercado de Dinero y Capitales*. Ed. PAC, México, 1992.
- ORTIZ, Edgar. "GDRs: Atractiva Opción para el Financiamiento Internacional", en *Capital*, Núm. 5, abril, 1992.
- QUIJANO, J. Manuel, et al. "La Deuda Externa Mexicana en el período 1970-1984", en *Finanzas, Desarrollo y Penetración Extranjera*, José M. Quijano, Hilda Sánchez y Fernando Antía. Editado por la Universidad Autónoma de Puebla, Col. Pensamiento Económico Núm. 2, Puebla, México, 1985.
- QUIJANO, J. Manuel (coordinador). *La Banca: Pasado y Presente (Problemas Financieros Mexicanos)*. Editado por el CIDE, Colección Ensayos, México, 1983.
- _____. *México: Estados y Banca Privada*. Editado por el CIDE. Col. Ensayos, México, 1981.

- RUIZ, Durán Clemente. "Moneda y Crédito", en *México: Informe sobre la Crisis, (1982-1986)*, Carlos Tello (coordinador). Editado por el Centro de Investigaciones Interdisciplinarias en Humanidades-UNAM, México, 1989.
- SOLOMON, Brothers, Inc. "Debt for Equity Swaps: a Country by Country Update on Market Characteristics and Regulatory Initiatives", mimeo, New York, mayo de 1988.
- _____. "Private Capital Flows to Latin America: Volume Triples to US\$40 in 1991", mimeo, New York, 12 de febrero de 1992.
- SNOWDEN, P. "Financial Market Liberalization in LDSs: The Incidence of Risk Allocation Effects of Interest Rate Increases", en *The Journal of Development Studies*, 1987.
- STEPHANY, Griffith-Jones, et al. "El Retorno de Capital a América Latina", en *Comercio Exterior*, México, enero de 1993.
- VAZQUEZ Seijas, Alicia. *Mercados Internacionales de Capitales*. Editado por la Universidad Autónoma metropolitana, Azcapotzalco, México, 1989.
- VILLARREAL, René. *Industrialización, Deuda y Desequilibrio Externo en México. Un Enfoque Neoestructuralista (1929-1988)*. Ed. F.C.E., México, 1981.
- WIONCZEK, Miguel S. *La Crisis de la Deuda Externa en América Latina*. Ed. F.C.E., Selección de Lecturas Núm. 59, Tomo I y II, México, 1987.

Fuentes Estadísticas

- BOLSA MEXICANA DE VALORES, Anuario Bursátil, Informe Anual e Indicadores Bursátiles.
- CIEMEX-WEFA. *Perspectiva Económica de México*, 1992.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Informe Anual.
- MACRO-ASESORIA, ECONÓMICA, A.C. *Realidad Económica de México*, 1992.
- WORLD BANK. *World Debt Tables*, Edition 1987 y 1992.