

83
Lej



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA

“LA DEUDA PUBLICA INTERNA.
DE LA MONETIZACION DEL DEFICIT A LA
COLOCACION DE VALORES GUBERNAMENTALES”

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ECONOMIA
P R E S E N T A N ;
ALEJANDRA LOPEZ PORRAS
GABRIELA RIVERA MENDEZ



DIRECTOR DE TESIS:
LIC. CECILIA BARRA GOMEZ Y ORTIGOZA

MEXICO, D. F.

DICIEMBRE DE 1996

**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 esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

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

LA DEUDA PUBLICA INTERNA.
DE LA MONETIZACIÓN DEL
DÉFICIT A LA COLOCACIÓN DE
VALORES GUBERNAMENTALES.

A MIS PADRES:

Con todo mi cariño, respeto, agradecimiento y reconocimiento por sus esfuerzos y sacrificios.

A MIS HERMANOS:

Carmen, Graciela y Manuel, por su invaluable apoyo y buen ejemplo.

A NUESTRA ASERORA:

Lic Cecilia Barra Gómez y Ortigoza, por su confianza en nosotros y por sus valiosos comentarios.

A MIS PROFESORES Y AMIGOS:

Especialmente a Sandra, quien seguirá siendo un gran ejemplo a seguir.

ALEJANDRA.

Dedico esta tesis a todas aquellas personas que de una u otra forma me dieron el aliento para seguir adelante; específicamente a:

**Mi esposo e hija.
Mi madre y hermanos.**

Agradezco también a mi compañera de escuela y de investigación Alejandra López Porras por su valiosa colaboración en la realización de este trabajo, por sus ideas y optimismo.

También doy gracias a la Lic. Cecilia Barra por su paciencia, tiempo y asesoría que nos brindo durante todo este tiempo, para que pudieramos concluir satisfactoriamente nuestro trabajo.

GABRIELA

INDICE

	Pág
Introducción.	
1. La Deuda Pública Interna: Marco Teórico Conceptual.	
1.1 El Sector Público.	1
1.2 La Deuda Pública.	4
1.2.1 Revisión Teórica de la Deuda Pública Interna	8
1.3. La Monetización de la Deuda Interna	11
1.4 El Financiamiento a Tráves de la Emisión de Valores.	14
1.4.1 El Mercado de Valores	16
1.4.2 Características de los Valores Gubernamentales	20
2. La Deuda Pública Interna en la Década de los Ochenta.	
2.1 Antecedentes 1982-1985.	27
2.2 La Crisis Internacional y su Impacto en la Deuda Interna.	31
2.3 El Problema de la Deuda Interna.	33
2.4 Renegociación de la Deuda Externa y Desincorporación de Empresas	35
3. La Deuda Pública Interna y sus Nuevos Agentes de Financiamiento.	
3.1 El Nuevo Sistema Financiero Mexicano y los Valores Gubernamentales.	40
3.2 Comportamiento de los Valores Gubernamentales	49
3.3 Estructura de la Deuda Interna por Tipo de Acreedor.	53
3.4 Plazos y Tasas de Rendimiento de los Valores Gubernamentales.	55

4. Análisis Económico de la Deuda Interna.	
4.1 La Ecuación de Endeudamiento.	60
4.2 Simulación de la Deuda Pública Interna.	68
5. Conclusiones.	70
Apéndice Estadístico.	
Bibliografía.	

INTRODUCCIÓN.

En las últimas décadas el financiamiento del déficit del sector público ha sido muy cuestionado por los efectos que genera en los precios, en los incrementos de la deuda interna y en general en la influencia que tiene sobre la actividad económica.

El endeudamiento interno, principal objeto de estudio en esta investigación, ha sufrido cambios importantes durante la década de los ochenta, impulsado por las necesidades de estabilización económica de nuestro país. Las transformaciones de la deuda interna son importantes por las implicaciones que tiene sobre el control de la inflación y en la organización del sistema financiero, de tal manera, que es necesario analizar su contexto histórico y sus consecuencias más inmediatas.

El periodo a analizar, es de 1982 a 1993, tomando como referencia histórica los acontecimientos de los años 1982 -1987, periodo en el cual se hace evidente la crisis financiera y se plantea un cambio en la forma de enfrentar el déficit público. Consideramos que el año de 1987 es un parteaguas, presentándose como el último año de inestabilidad creciente, el estudio comprende hasta 1993, porque es cuando se comienza a configurar el nuevo ámbito financiero, resultado de la desregulación, liberalización y profundización financiera.

Los objetivos centrales que delinearán la investigación son: analizar la colocación de valores gubernamentales, establecer la influencia del cambio del endeudamiento público en el control de la inflación y determinar las repercusiones de la liberalización financiera en la colocación de deuda pública. Nuestro planteamiento principal es que efectivamente el cambio en la forma de financiar el déficit fue determinante para controlar el crecimiento en el nivel de precios.

Para tal efecto la investigación se divide en cuatro capítulos. El primero comprende la revisión teórica acerca de la deuda interna, analizando sus diferentes modalidades así como sus repercusiones en la economía de un país.

En el segundo capítulo se analizan los instrumentos de política económica utilizados en la primera etapa de ajuste económico referidos a las finanzas públicas y su influencia en la evolución de la Deuda Pública Interna. Incluye un análisis de la situación económica durante los primeros años de los ochenta, período en el que se manifiesta la falta de recursos internos para hacer frente a las necesidades económicas, dentro de ellas el pago de la deuda externa y los crecientes niveles de deuda pública interna que se estaban generando.

Así también, se aborda la influencia de factores externos, como lo fue la caída de los precios internacionales del petróleo y el crack en los circuitos financieros, en la evolución de la deuda pública interna.

Este capítulo resalta la nueva forma de financiamiento que adoptó la deuda interna a partir de 1987, período en el cual se empieza a desarrollar un mercado financiero. Adicionalmente se hace referencia al proceso de renegociación de la deuda externa y la desincorporación de empresas para los siguientes años, que permitieron alcanzar menores niveles de déficit público y consecuentemente menores niveles de deuda.

El tercer capítulo comprende un estudio acerca de la evolución del sistema financiero y, su repercusión en la emisión de deuda. Así mismo se analiza detalladamente la estructura de la deuda interna por tipo de instrumento y por tipo de acreedor.

En el último capítulo se presenta un modelo econométrico de endeudamiento público interno, con el objetivo de demostrar cuales fueron las variables que en términos estadísticos determinan el comportamiento de la deuda interna. En la parte final se presentan conclusiones generales acerca de la deuda interna.

Finalmente quisieramos manifestar nuestra gratitud a la Universidad Nacional Autónoma de México, por habernos brindado la oportunidad de formar parte de ella, y en especial a la Facultad de Economía y sus profesores.

1. LA DEUDA PÚBLICA INTERNA: MARCO TEÓRICO CONCEPTUAL

1.1 El Sector Público

De acuerdo con las definiciones convencionales el sector público está integrado por los distintos niveles de Gobierno, como son: los ministerios, secretarías, institutos de seguridad social, y las empresas de participación estatal. Entre las múltiples actividades que realiza el sector público tenemos:

- El sector público se encarga de los monopolios naturales,¹ al producir bienes e insumos, como energía, transporte, petróleo, etc.
- El sector público produce bienes y servicios, a través de los cuales el Estado procura asegurar las condiciones de bienestar y oportunidades de acceso social, así como contribuir a la elevación de los patrones de eficiencia de la fuerza de trabajo, como educación y salud.
- El sector público es el encargado de brindar seguridad social, a través de establecer una legislación, defensa y vigilancia.
- El sector público produce bienes que ayudan a ampliar la reserva de capital del país lo que se conoce como infraestructura; en donde se incluyen carreteras, puertos, edificios públicos, etc.

¹ Un monopolio natural surge cuando la producción del servicio o producto requiere inversiones de capital extremadamente grandes, de modo que sólo una empresa pueda ser mantenida, redimiblemente, por los consumidores.

La realización de cada una de estas actividades implica por una parte, que el sector público incurre en gastos, y por otra que recibe ingresos por impuestos, y por la venta de los bienes y servicios que ofrece.

Los ingresos² son los recursos que obtiene el sector público por los impuestos y por la venta de bienes y servicios.

Los impuestos se entienden como aquella contribución de carácter obligatorio que establece el Gobierno a personas físicas y morales. El contribuyente podrá disfrutar de los bienes y servicios públicos a que se destinaron sus impuestos, pero no hay una contrapartida específica o explícita de la utilización que se hayan hecho de ellos.

Los impuestos pueden ser clasificados en:

- **Indirectos:** Son aquellos que imponen un " sobreprecio " a las mercancías negociadas y por consiguiente sustraen parte del ingreso privado en favor del Gobierno. Estos impuestos se aplican en el momento en que la familias adquieren los bienes, es decir, son impuestos sobre el consumo.
- **Directos:** Son los impuestos que inciden sobre los ingresos de la propiedad, sueldos, etc., en el momento en que son percibidos por las personas físicas o morales.

Por su parte los gastos resultan de las compras de bienes y servicios y otras erogaciones, como las transferencias (con los cuales el Estado desvía flujos de

² Los ingresos del sector público se clasifican en:

1) Ingresos del Gobierno Federal: tributarios y no tributarios

2) Ingresos de organismos y empresas

ingreso para efectos distributivos). Los gastos tienen como objetivo fundamental el desarrollo de las actividades productivas y el sostenimiento de los servicios destinados a la comunidad.

Los gastos se clasifican de la siguiente manera.

- **Gasto corriente:** Son aquellos que cubren los sueldos y salarios de los trabajadores del Estado, además de las adquisiciones.
- **Gasto de capital:** Son los gastos destinados a la inversión física, como la creación de obras públicas, bienes inmuebles. También comprenden gastos en inversión financiera.

Otra posible clasificación del gasto es:

- **Gasto programable:** Está constituido por las erogaciones correspondientes al gasto corriente, al gasto de capital y a las transferencias, y como su nombre lo dice es susceptible de ser programado cada vez que se elabora el presupuesto.
- **Gasto no programable:** Este comprende las aportaciones otorgadas por el Gobierno a las entidades federativas, así como aquel destinado al pago de intereses internos y externos, y a los gastos realizados en apoyo de las pérdidas cambiarias.

Para poder estimular la producción y brindar servicios, el sector público debe contar con suficientes recursos financieros, los cuales se pueden obtener con la venta de sus bienes y servicios. Sin embargo, muchas de las actividades a cargo del sector público no son directamente remuneradas, ya sea porque no pueden ser

individualizados su beneficiarios (por ejemplo en el caso de los servicios administrativos); porque existe el consenso de que no deben ser vendidos ciertos servicios sociales (educación y salud), o por que al Gobierno se le imputa la tarea de construir obras que sirvan a la colectividad como un todo y por tanto no son objeto de transacciones. En consecuencia, el Estado necesita valerse de otros métodos para hacer frente a los gastos no cubiertos por el ingreso, obtenido por la venta de bienes y servicios y los impuestos recurriendo así al endeudamiento.

La deuda publica se puede dividir en externa o interna, esta última a su vez puede asumir dos modalidades: la primera de ella emitiendo deuda con la colocación de valores gubernamentales entre el público y la segunda con la emisión monetaria y reserva bancaria. El sector público puede optar por una u otra forma de endeudamiento.

1.2 La Deuda Pública

Es aconsejable para la realización de las actividades del sector público, que éste se encuentre en una situación financiera equilibrada, es decir, donde los recursos que gaste sean igual a sus ingresos, contribuyendo de esta manera a un presupuesto balanceado. Empero esta necesidad, en la realidad se pueden generar dos situaciones: la primera, cuando los ingresos son mayores a los gastos, conocida como superávit, y la segunda, cuando los gastos son mayores a los ingresos, conocida como déficit.

Quando un gobierno incurre en un déficit, es necesario contar con recursos adicionales, es decir con endeudamiento público, tal endeudamiento como se explicará en detalle en los siguientes apartados, puede ser externo o interno, éste último a través de la colocación de valores gubernamentales o con la monetización del déficit. La deuda pública es consecuencia directa de los déficit del presupuesto público en el pasado y aumenta cuando hay déficit y disminuye cuando hay superávit.

Para adentrarnos al estudio de la deuda pública es necesario recurrir a la *Teoría de la Deuda Pública*, que se define como aquella parte de la economía, que estudia los métodos por medio de los cuales los gobiernos obtienen poder de compra, entregando voluntariamente a quienes poseen recursos, (como las entidades nacionales y extranjeras e instituciones privadas), documentos que hacen constar su promesa de pago, los cuales traerán implícito las cláusulas que incluyen la emisión, la amortización, conversión y el pago respectivo de los intereses.³

El objetivo general de toda política de deuda pública es obtener recursos en las mejores condiciones posibles, en lo referente a costo, plazos, moneda y estabilidad, buscando en la medida de lo posible no incurrir en financiamiento inflacionario.

El financiamiento puede consistir en: a) donaciones en efectivo, asistencia en especie o ayuda para proyectos; b) préstamos concesionarios de donadores nacionales y multinacionales, que con frecuencia están vinculados a proyectos específicos y; c) préstamos comerciales de proveedores y bancos multinacionales.

³Reitckman Kirk, Benjamin. Finanzas Públicas. Ed. FCE. México 1976.

Para resumir lo antes expuesto presentamos el siguiente diagrama:⁴

EL DEFICIT DEL SECTOR PÚBLICO



La deuda pública puede clasificarse en:

De acuerdo al origen:

- Externa
- Interna

⁴ Esta clasificación es utilizada para el sector público presupuestal

De acuerdo a la fuente de financiamiento:

- Valores
- Bonos
- Pagares
- Crédito Directo
 - Banco de México
 - Banca comercial y de desarrollo

De acuerdo al plazo de amortización:

- Corto plazo
- Largo plazo:
 - Amortizables
 - Perpetua

Por la forma de emisión:

- Titulada
- No titulada

Por lo que se refiere al primer grupo, la deuda externa es contratada por el sector público con agentes económicos no residentes, pagaderos en el exterior tanto en moneda nacional como extranjera. La interna es la suma de las obligaciones a cargo del sector público colocada entre los agentes internos de la economía, pagaderos en el interior del país.

La clasificación por fuentes de financiamiento indica como el endeudamiento puede ser cubierto con distintos instrumentos, tal es el caso, de valores colocados en el mercado bursátil, o bien la solicitud de crédito a las instituciones de la banca (comercial y desarrollo) y al banco central.

La tercera clasificación de la deuda se refiere al plazo de amortización. Se considera de corto plazo cuando su amortización es igual o menor a un año. Su función principal es cubrir los déficit de caja, que se presentan durante la ejecución del presupuesto. La deuda de largo plazo se divide en: amortizable y perpetua, la primera indica que se amortiza a la fecha de vencimiento (siempre mayor a un año), en tanto la segunda no tiene fecha de vencimiento.

En la cuarta y última clasificación tenemos a la deuda titulada, la cual es contratada por el Gobierno en el mercado de valores, en donde emite títulos en serie que son adquiridos por los inversionistas que así lo deseen. La deuda no titulada está constituida por documentos no divisibles, como son los créditos que otorgan las instituciones de crédito.

Como se mencionó, existen diversos mecanismos de contratación de deuda pública interna, dentro de ellos tenemos la colocación de los valores gubernamentales entre los ahorradores,⁵ y la emisión monetaria (base monetaria). El tipo de deuda colocada depende, de alguna manera, de las condiciones imperantes en la economía, tales como un mercado de dinero no desarrollado y/o la presencia de presiones inflacionarias, así como del tipo de política monetaria.

1.2.1 Revisión Teórica de la Deuda Pública Interna

El problema de la deuda pública ha sido estudiado por diversas corrientes teóricas desde los clásicos representados por Adam Smith y David Ricardo, hasta la corriente neoclásica.

⁵ Sector privado no bancario

De acuerdo a la escuela clásica, la única fuente de ingresos del Gobierno debería provenir de los impuestos, a los cuales consideraban como un mal necesario, pues según los clásicos la carga tributaria debería ser lo menos onerosa posible para los contribuyentes. En virtud de que, el pago de impuestos disminuye el ingreso real disponible de los individuos, para la adquisición de bienes y servicios.

Entre los clásicos, el endeudamiento no se consideraba de uso frecuente para financiar las actividades estatales, en todo caso debería recurrirse a él sólo de forma excepcional. De manera que la función del Gobierno, se concentrara al logro de "la paz en el interior y en el exterior, justicia, educación. Fuera de eso, la mano invisible es más eficaz." ⁶

La razón principal de los clásicos, para considerar a la deuda sólo como un recurso excepcional, residía en el hecho de que los recursos que el Gobierno recibía en calidad de préstamo, provenían de los particulares quienes de no haber decidido prestarlos, a cambio de un premio o tasa de interés, los habrían canalizado hacia actividades productivas.

Los clásicos consideraban que finalmente, el costo de contraer empréstitos gubernamentales repercutía en la población, debido a que todo préstamo genera intereses y cuando el Gobierno se viera imposibilitado para cubrir sus obligaciones, recurriría al incremento de los impuestos.

John M. Keynes y sus seguidores, al contrario de los clásicos, favorecían la contratación de deuda pues la consideraban como un instrumento útil para corregir

⁶ Faya, Viesca. Finanzas Públicas. Ed. Porrúa. México 1981.

desajustes en la economía. Ya que el monto de deuda podría ser utilizado por el Gobierno, para poner a trabajar recursos ociosos que el sector privado no pudiese emplear.

Keynes favorecía al endeudamiento público por ser considerado más ágil que la política tributaria, la cual requiere del tiempo necesario para su aprobación, instrumentación y asimilación, hasta que los recursos provenientes de esta fuente comienzan a llegar finalmente al Gobierno. En tanto que el endeudamiento público requiere de menos tiempo, factor que es muy importante en condiciones de gran inestabilidad económica, en la que es indispensable poner a trabajar recursos ociosos en el menor tiempo posible. Es necesario mencionar también, la importancia que dió Keynes, a la política tributaria como una gran fuente de ingresos, entre sus recomendaciones se encuentra la de un sistema tributario progresivo.

Por su parte, para algunos neoclásicos como Barro, la elección del régimen de financiamiento del gasto público, ya sea por impuesto ó por emisión de deuda, no tiene efectos reales, este planteamiento se conoce como la Equivalencia Ricardiana. El supuesto básico es que la carga impositiva futura, implícita en el saldo presente de deuda pública, es interiorizada por el sector privado. De manera que cuando el mismo nivel de gasto público, es financiado con una proporción mayor de deuda, el ahorro privado se incrementa en magnitud idéntica al endeudamiento público, dado que este representa sólo postergación de impuestos. En consecuencia, tanto el acervo de riqueza como el equilibrio de la economía no son afectados por la decisión de financiamiento del gasto público.

A partir de estas corrientes se derivan tres problemas teóricos de gran importancia en torno a la deuda pública interna y son:

- 1) Los efectos que sobre la demanda agregada tiene un déficit fiscal financiado con deuda pública que paga intereses o bien con deuda monetizada.
- 2) El problema de la carga de la deuda o más específicamente, el problema de si es posible desplazarla en el tiempo.
- 3) La relación existente entre deuda interna e inflación.

Estos tres problemas están relacionados directamente con las modalidades que asume el endeudamiento público, mismos que son analizadas en los próximos apartados, comenzando por la monetización de la deuda.

1.3 La Monetización de la Deuda Interna.

Como se mencionó anteriormente, uno de los mecanismos de financiamiento del déficit es a través de la monetización de la deuda pública. La monetización del déficit, implica que el banco central emite dinero para otorgar financiamiento al Gobierno Federal con el propósito de cubrir el déficit de este último. Dicho mecanismo, conlleva a la creación de dinero primario, de tal manera que cuando la Tesorería emite cheques contra esa cuenta, se está poniendo en circulación dinero de nueva creación.

Cuando el banco central financia al Gobierno Federal, este incrementa la base monetaria.⁷ La cual en términos contables se define como:

$$M = B = RI + CIN$$

donde:

$$CIN = Vg + Cig + Cib + Oap$$

M = medio circulante

B = base monetaria

CIN = crédito interno neto

Vg = valores gubernamentales

RI = reservas internacionales

Cig = crédito al Gobierno por parte del banco central

Cib = crédito a los bancos comerciales

Oap = otros activos netos

Para aumentar o disminuir la base monetaria, el banco central generalmente tiende a aumentar o disminuir el monto de crédito que otorga al Gobierno o a los bancos comerciales, ese aumento se refleja en un aumento del medio circulante.

Se ha discutido mucho en torno a las ventajas o desventajas que acarrea este tipo de financiamiento de deuda, sobre todo cuando se plantea que el aumento en la cantidad de dinero en circulación, trae aparejado el incremento en los niveles de precios. El efecto de un aumento en la cantidad de dinero, eleva el monto de recursos de la población y como en la economía la oferta de bienes es fija (o bien la elasticidad de la oferta es cercana a cero en el corto plazo), este incremento de la demanda agregada vía incremento de la oferta monetaria genera presiones inflacionarias.

Con la monetización de la deuda, bajo el esquema IS-LM, "el incremento en el stock de dinero en circulación desplaza la curva LM generando una disminución

⁷ Hace referencia al balance del Banco de México

de la tasa de interés, lo que a su vez, representa un estímulo a la inversión. Con el nuevo nivel de inversión habrá un aumento de la demanda agregada y de la cantidad de dinero en circulación que se traducen en presiones inflacionarias."⁸

Sin embargo, Milton Friedman plantea que una vez que el ingreso real aumenta, y con él los precios, este efecto tiende a revertirse, pues la demanda de dinero aumenta al mismo tiempo que los saldos monetarios reales se contraen por efecto de la inflación.

A fin de llegar gradualmente a la cantidad óptima de dinero sin producir efectos desestabilizadores, Milton Friedman propone que la oferta monetaria crezca al ritmo que aumenta la población, de modo que los saldos monetarios se mantengan estables y los precios de los bienes bajen de acuerdo con los aumentos en la productividad de la mano de obra.⁹ es decir que la cantidad de dinero en circulación, sea igual a la cantidad deseada por el público.

En este sentido la deuda monetizada es una fuente de financiamiento del sector público que genera inflación. La inflación actúa exactamente igual que un impuesto, porque el sector público al crear dinero para financiar su déficit pone más dinero en circulación entre el público, obligando a la población a pagar la diferencia a cambio de dinero adicional, siendo éste lo que se conoce como el impuesto inflacionario.

En una economía abierta el financiamiento a través de la expansión monetaria, también crea problemas en la balanza de pagos, ya que si se supone que hay un exceso de liquidez, y la demanda de dinero es estable, este aumento se

⁸García Yébenes, Luz María. "El financiamiento del déficit público y su impacto macroeconómico". *Investigación Económica* Núm. 198, oct-dic. México 1991.

⁹M. Friedman, "The Role of Monetary policy" *American Economic Review*, marzo 1968.

traducirá en una mayor demanda también de bienes y activos financieros externos. Esto se explica, porque la gente tenderá a gastar cualquier exceso de dinero que se le ofrezca. Si además, consideramos que el sistema financiero se encuentre poco desarrollado, donde no hay muchas opciones para invertir en activos financieros domésticos, o si la capacidad de producción interna de bienes es limitada, el exceso en la oferta de dinero respecto a la cantidad deseada por el público, se gastará en bienes o en servicios del exterior, con el consiguiente deterioro de la balanza de pagos.

1.4 El Financiamiento a Través de la Emisión de Valores.

La otra forma de financiamiento que dispone el Gobierno y no genera efectos inflacionarios, es la emisión de bonos de deuda pública. Es preocupación central de este trabajo examinar este tipo de financiamiento, debido a la mayor recurrencia del Gobierno en emitir bonos gubernamentales, conforme fue avanzando la década de los ochenta.

El financiar el déficit del Gobierno con emisión de valores gubernamentales,¹⁰ significa que dichos bonos son colocados en el mercado de dinero, a través de operaciones de mercado abierto, tal procedimiento a diferencia de otras formas de financiamiento no genera efectos inflacionarios.

Las operaciones de mercado abierto, en un sentido amplio comprenden la compra o la venta de valores del Estado, tanto a corto como a largo plazo. Las operaciones de mercado abierto están relacionadas con los objetivos de la política monetaria del banco central, en el sentido de reducir o aumentar la cantidad de

¹⁰ Los valores gubernamentales son títulos de deuda que emite el Gobierno.

dinero en circulación. Tal como lo menciona Dornbusch: "En una operación de mercado abierto, el banco central compra bonos a cambio de dinero, aumentando así la cantidad de dinero, o vende bonos a cambio del dinero pagado por los compradores de los bonos, reduciendo así la cantidad de dinero."¹¹

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

Para visualizar mejor como influye la colocación de títulos de deuda en la liquidez del sistema financiero, tenemos que los bonos gubernamentales constituyen una opción para que el ahorrador transmita recursos al Gobierno Federal de tal manera que el Gobierno al vender estos bonos, obtiene recursos que son depositados en una cuenta del banco central, lo que implica que parte del ahorro del sector privado se transfiere al Gobierno. Dicha corriente de ingresos que se desvía de la forma de ahorro como tal, no crea inflación, por que no altera la base monetaria, es decir no hay creación de dinero.

El banco central a través de las operaciones de mercado abierto tiene la posibilidad de mantener los mercados ordenados utilizando el precio de los valores gubernamentales, financiar el déficit gubernamental, financiar la deuda existente y administrar o cambiar la estructura de la deuda pública.¹²

¹¹ Dornbusch, Rudiger. Macroeconomía. Ed. Mac Graw Hill. México 1989.

¹² Tamagna, Frank. "Formulación y Ejecución de la Política Monetaria". MONETARIA. CEMLA. México 1964.

Para efectos de un mejor análisis es preciso demostrar, el proceso de emisión de estos títulos, dentro del mercado de valores y su operatividad. A estas cuestiones haremos referencia en el siguiente apartado.

1.4.1 El Mercado de Valores.

El mercado no es específicamente un lugar físico, pero en él se realizan un serie de transacciones económicas. En este contexto el mercado de valores es donde se llevan a cabo transacciones de una variedad de instrumentos financieros, esto es la compra y venta de valores de una institución financiera hacia otra y a terceros.

Para nuestro estudio el mercado de valores tiene gran importancia, dado que ahí tiene lugar la emisión y la operación de los valores gubernamentales.

La operatividad del mercado de valores en México está enmarcada en la organización y funcionamiento del sistema financiero mexicano, el cual se clasifica en: Sistema financiero bancario cuyas funciones son de depósito, ahorro financiero, fiduciario y crediticio en diversas modalidades, y el sistema financiero no bancario, que abarca a todas las instituciones del mercado de valores, además de las casas de bolsa, aseguradoras y de las instituciones auxiliares de crédito.¹³

El mercado de valores esta definido como un mecanismo que permite la emisión, colocación y distribución de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores. La oferta en este mercado, está formada por el conjunto de títulos emitidos, tanto por el sector público como por el sector privado. La demanda está formada por los fondos disponibles de las personas físicas y morales para su inversión.

Dentro de la operatividad bursátil en este mercado encontramos dos grandes divisiones: **El Mercado de Dinero**¹⁴ y el **Mercado de Capitales**. Esta diferenciación es en razón del plazo, liquidez, tipo de riesgo y monto de las operaciones que se cotizan dentro de cada mercado.

Al mercado de dinero lo podemos definir como aquel compuesto de oferentes y demandantes de recursos financieros a corto plazo, al mayoreo, de gran liquidez,¹⁵ de riesgo mínimo y cuyo destino es financiar principalmente la deuda pública o privada.

Mientras el mercado de capitales,¹⁶ se conforma con la oferta y demanda de recursos a mediano y largo plazo. Dentro de este mercado se cotizan principalmente las acciones y las obligaciones, permitiendo al inversionista, en algunos casos, participar en el capital de la entidad emisora y posibilita su participación en dividendos. Gran parte de los fondos que se demandan son solicitados para destinarlos a la formación de capital fijo.

¹³ Villegas H., Eduardo y Ortega O., Rosa Ma. El Nuevo Sistema Financiero Mexicano, Ed. PAC, México 1992.

¹⁴ El mercado de dinero en México comenzó a perfeccionarse con la fundación del Banco de México en 1925.

¹⁵ Se entiende por liquidez, a la habilidad de convertir capital financiero en efectivo.

¹⁶ La palabra capital, relacionada al mercado de valores, implica una promesa de pago de largo plazo.

Para resumir lo anterior presentamos el siguiente esquema.

CARACTERÍSTICAS DEL MERCADO DE VALORES.

MERCADO DE DINERO

- OPERACIONES DE CORTO PLAZO PREDETERMINADO
- COLOCACIÓN DE EXCEDENTES DE TESORERÍA.
- FINANCIAMIENTO PARA GASTO CORRIENTE.
- RENDIMIENTOS. PREDETERMINADOS O FIJOS.
- BAJO RIESGO Y ALTA LIQUIDEZ.

MERCADO DE CAPITALES

- OPERACIONES CON VENCIMIENTO A MEDIANO Y LARGO PLAZO.
- FINANCIAMIENTO PARA FORMACIÓN DE CAPITAL FIJO.
- INVERSIONES PATRIMONIALES O ESPECULATIVAS.
- RENDIMIENTOS VARIABLES EN ACCIONES Y FIJOS EN BONOS.
- RIESGO EN LA INVERSIÓN.

Como en todo mercado, la fijación del precio, en este caso, reflejado por la tasa de interés, se determina por las condiciones de oferta y demanda. Empero en la práctica, el nivel de la tasa de interés se fija tomando en cuenta las necesidades de liquidez del sistema económico y por la determinación de la política del banco central.

Ante los procesos inflacionarios, devaluatorios y la incertidumbre, el mercado de dinero ha cobrado gran importancia, al posibilitar inversiones a muy corto plazo y con gran liquidez.

En la práctica ambos mercados (el de capital y de dinero), realizan la compra y venta a dos niveles: Uno es el llamado *mercado primario*, en donde se colocan ofertas públicas y privadas (bonos y/o títulos) de manera directa a través de un intermediario en el mercado, y el financiamiento alcanzado es un financiamiento realmente obtenido por el emisor. Otro es el *mercado secundario*, en el que hay un intercambio de títulos ya colocados, donde el emisor no recibe ningún beneficio por el intercambio de valores, aquí las transacciones de compra y venta se realizan entre los inversionistas.

En el mercado primario, se financian las empresas y el Gobierno. El mercado secundario es el que permite dar liquidez a los valores durante su vigencia. Los dos mercados se encuentran íntimamente relacionados, ya que si el mercado secundario atraviesa un momento de auge, es muy probable que las nuevas emisiones del mercado primario tengan una acogida positiva.

Es oportuno mencionar que los intermediarios naturales del mercado de valores son las casas de bolsa. Aunque, la participación de la banca en el mercado de valores ha aumentado considerablemente en los últimos años. La banca ha participado a través de diversas fórmulas en el desarrollo del mercado de valores: manifestándose de manera directa en las operaciones que ésta realiza en sus "mesas de dinero", así como en sus fideicomisos de inversión y en el otorgamiento de créditos. A través de los cuales, se captan recursos del público, fundamentalmente de tesorerías de empresas y casas de bolsa, mismos que son invertidos en fondos

integrados por valores bursátiles y/o bancarios o en instrumentos del mercado de dinero.

1.4.2. Características de los bonos gubernamentales

La colocación de papel gubernamental en el mercado financiero, no sólo ha sido la respuesta a la búsqueda por parte del Gobierno Federal de alternativas más ágiles y flexibles de financiamiento, sino que también, ha sido el resultado de una mayor participación del Estado en el desarrollo de la cultura financiera de nuestro país.¹⁷

Los valores gubernamentales son una obligación contractual en la que se establece una cantidad fija a pagar y un período de vencimiento. La cantidad pagada cada período al comprador, es llamada cupón y el número de años sobre los cuales el bono tiene vida se llama maduración. La cantidad pagada por el vendedor cuando el bono madura, es llamada principal, el cupón expresado como un porcentaje del principal es conocido como la tasa de cupón del bono.

En este sentido los bonos o valores gubernamentales son títulos de crédito, documentos negociables, que el Estado coloca entre el gran público inversionista, recibiendo a cambio un cierto precio y cubriendo como contraprestación la obligación directa e incondicional de reembolsar su valor nominal y en su caso, una tasa de interés en un plazo determinado.

¹⁷ Uno de los indicadores que sirve para determinar el grado de avance y solidez estructural de un país, lo representa la existencia de medios e instrumentos financieros, cuyo fin primordial será dar una fluidez ágil y oportuna a los recursos monetarios existentes en él, permitiendo que los mismos se muevan de donde existen y sobran hacia donde se requieren. Saenz Viesca J., Los Títulos de Valor en el Mercado Mexicano, Academia Mexicana de Derecho Bursátil, México 1986.

El instrumento para la colocación, transmisión y redención de estos valores gubernamentales es a través de la expedición de un título múltiple,¹⁸ en el que se documenta la totalidad de los títulos que integran una misma emisión.

Las características más sobresalientes de los valores gubernamentales son:

- Son una promesa de pago hecha a un prestatario, ante la cual el prestamista debe pagar una cierta cantidad (el principal) en una fecha especificada (fecha de vencimiento del bono) y de pagar intereses.
- Las tasas de rendimiento de las obligaciones que emite el Gobierno no presentan variabilidad en el rendimiento esperado.
- Los bonos tienen gran liquidez, porque hay facilidad para negociarlos antes de su vencimiento.¹⁹
- Los bonos tienen un tratamiento fiscal preferencial que se traduce en tasas de rendimiento reales atractivas a los inversionistas.

La colocación de títulos de deuda pública se realiza en el mercado de dinero²⁰ a través de subastas, es decir los valores son vendidos al mejor postor. Con base en ésta mecánica, las casas de bolsa, los bancos y otros intermediarios autorizados pueden presentar sus posturas en función de la tasa de descuento o precio unitario según sea el caso. Las posturas deberán presentarse especificando el

¹⁸ Cuando se habla de título múltiple, se está haciendo referencia a un título en el que se permite que varios inversionistas en valores gubernamentales sean titulares de un mismo documento.

¹⁹ Una de las fortas a través de las cuales se puede medir el grado de liquidez de un instrumento, es a través del número de operaciones realizadas con él, durante un período de tiempo dado.

²⁰ En México el mercado de dinero se desarrolló con los CETES y posteriormente comenzaron a surgir algunos instrumentos privados.

monto a valor nominal de los títulos solicitados, teniendo una fecha y hora límite para su presentación.

Una vez emitidos y colocados los títulos, se busca que estos tengan un mercado secundario amplio y eficiente.²¹

En México, el mercado de dinero está integrado en su mayoría por instrumentos gubernamentales que promedian más del 90 por ciento del total de los importes operados en este mercado y tan solo el 10 por ciento restante corresponde a los instrumentos privados. Dentro de los primeros encontramos a los CETES, los AJUSTABONOS, los BONDES, los PAGAFES y los TESOBONOS, mientras que en los instrumentos privados encontramos al PAPEL COMERCIAL y a las ACEPTACIONES BANCARIAS. A continuación mencionaremos las características de cada uno de ellos.

Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES).

Los CETES son títulos de crédito al portador con los cuales el Gobierno Federal tiene la obligación de pagar una suma fija de dinero en una fecha determinada, el valor nominal de cada título es de 100 pesos. Los CETES se manejan mediante un mecanismo mixto de operación, que consiste en efectuar las transacciones entre los intermediarios y los clientes fuera de bolsa, así mismo se realizan operaciones entre agentes en bolsa, a fin de que la situación del mercado se refleje en las cotizaciones hechas en el salón de remates. Estos títulos son emitidos en base a descuento y su rendimiento está dado por el diferencial entre el precio de compra y el de venta.²²

²¹ Hablamos de un mercado secundario amplio y eficiente cuando es competitivo, es decir permite establecer un estrecho contacto entre la oferta y la demanda y logre la máxima liquidez posible para el inversionista.

²² En el Apéndice Estadístico se demuestra la mecánica de colocación de estos valores.

Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).

Son títulos de crédito nominativos a largo plazo, denominados en moneda nacional, su valor nominal es de 100 pesos y su rendimiento esta referido al valor de adquisición de los títulos y a la tasa de interés que los mismos devenguen. Estos títulos tienen por objetivo hacer llegar al Gobierno Federal recursos a largo, plazo a fin de financiar proyectos de maduración prolongada.

Pagarés de la Tesorería de la Federación (PAGAFES).

Son títulos de crédito emitidos por la Tesorería de la Federación, denominados en dólares americanos pero liquidables en moneda nacional al tipo de cambio controlado de equilibrio que el Banco de México publique en el Diario Oficial de la Federación, su valor nominal es de 1,000 dólares. Uno de sus objetivos, es ofrecer al inversionista una cobertura cambiaria, captando así un ahorro interno que tradicionalmente saldría del país.

Bonos de la Tesorería de la Federación (TESOBONOS).

Respondiendo a la inquietud del Gobierno Federal, en cuanto a la captación de los recursos financieros de los inversionistas, que buscando proteger su patrimonio de devaluaciones y que tradicionalmente se canalizan hacia divisas extranjeras, se emitieron los TESOBONOS cuyas características son similares a las de los PAGAFES, con la única diferencia del tipo de cambio aplicable, que en este caso es el dólar libre calculado por la Bolsa Mexicana de Valores.

Bonos Ajustables del Gobierno Federal (AJUSTABONOS).

Son créditos cuyos títulos son nominativos, denominados en moneda nacional a cargo del Gobierno Federal. Cada título tendrá un valor nominal de 100 pesos y dicho valor se ajustará periódicamente a las variaciones del índice nacional de precios al consumidor. Al ajustarse estos bonos se contrarresta el efecto de la inflación, por lo que sus intereses devengados se convierten en una tasa real garantizada, por arriba de la inflación.

Papel Comercial.

Es instrumento de financiamiento e inversión a corto plazo emitido por grandes empresas y adquirido por personas físicas y morales. El papel comercial esta representado por pagarés que son expedidos señalando como beneficiarios a las casas de bolsa, su plazo de vencimiento máximo es de 365 días, son emitidos por importes mínimos de 100 pesos y su rendimiento se da en base a la diferencia entre su precio de colocación y su precio de amortización

Aceptaciones Bancarias.

Tienen el propósito de financiar las necesidades financieras de las medianas y pequeñas empresas. El procedimiento para su colocación consiste en, girar letras a cambio que son aceptadas por un banco acreditante a quien le fueron giradas y endosadas, para que éste a su vez los pueda negociar entre inversionistas del mercado de dinero.

Aún cuando el financiamiento a través de la emisión de valores, no se considera inflacionario, tiene una serie de repercusiones sobre todo en los países en desarrollo, como el nuestro, en el que el sistema financiero está altamente centralizado y es muy limitado en términos de los instrumentos de financiamiento que ofrece el sector privado.

Una de las repercusiones de este tipo de financiamiento, es el llamado efecto desplazamiento ("Crowding Out"), pues si tomamos en cuenta las características antes citadas de los bonos gubernamentales (de ser altamente atractivos a los inversionistas por su gran liquidez y bajo riesgo), y si consideramos que es el sector financiero, el escenario de esta forma de financiamiento, donde las necesidades de empréstito del sector público compiten directamente con las demandas crediticias del sector privado, en algún momento se provocará ese desplazamiento del financiamiento al sector privado hacia el sector público.

Para visualizar aún más este proceso, cabe mencionar que para hacer los títulos de deuda pública más atractivos a los inversionistas e incrementar su costo, los gobiernos suelen adoptar medidas destinadas a hacer menos atractivas la deuda privada. La más obvia de tales medidas, es imponer un tope máximo a la tasa de interés de los depósitos realizados por el sector privado. Esta clase de política es una restricción financiera que en última instancia, estimula al Gobierno a contar con un ingreso significativo y desalienta todos los demás instrumentos e instituciones de financiamiento.

En resumen el efecto desplazamiento se presenta en dos sentidos:

1. Cuando el Gobierno presiona al sistema financiero desviando parte de los recursos, tanto para consumo como para ahorro, del sector privado al sector público.
2. Cuando se da un cambio en la composición del portafolio de los inversionistas, sustituyendo en el mismo, la tenencia de valores privados por valores públicos (esto último no tiene ningún efecto en términos del monto total de ahorro disponible por inversión de valores, porque únicamente es una sustitución en la cartera de inversión de los tenedores de bonos, pero en cambio sí tiene un efecto en términos de la distribución de ese ahorro, debido a que por esta vía, no se destinarán los recursos necesarios para el financiamiento de la actividad privada, por trasladarse hacia el financiamiento de la actividad pública).

El efecto desplazamiento no solo se presenta en el ámbito financiero, sino también a otros niveles. Sin embargo, para efectos de nuestro análisis solo nos interesa rescatar lo antes mencionado, pues un análisis más extenso sería objeto de otro estudio.

2. LA DEUDA PÚBLICA INTERNA EN LA DÉCADA DE LOS OCHENTA: EL CASO DE MÉXICO.

2.1 Antecedentes: 1982 - 1985.

Este periodo se caracteriza por un crecimiento inusitado de la deuda interna, que fue resultado del creciente déficit del sector público. La principal fuente de financiamiento interno para estos años consistió en el uso directo del crédito otorgado por el Banco de México al sector público, la influencia de este último en el nivel de precios empezó a ser considerable, de tal forma que fue necesario replantear la forma de financiar el déficit.

Empezaremos por explicar como el aumento en el nivel del déficit influyó en el crecimiento de la deuda.

En 1982 el nivel del déficit del sector público ²³ fue del orden de 1,513.4 millones de pesos (mp) y como porcentaje del PIB llegó a representar más de 10 puntos porcentuales, se puede decir que fue una de las principales causas de la crisis económica del país durante esos años. La expansión del déficit en 1982, en más de 50 por ciento nominal respecto al año anterior, estuvo asociada al crecimiento inusitado en el gasto del sector público, el cual creció en términos nominales en 80.1 por ciento para el mismo año y no pudo ser cubierto por los ingresos; a pesar de que estos últimos, crecieron en 76.3 por ciento en términos nominales.

²³ El déficit económico del sector público se constituye por la diferencia entre el gasto y el ingreso del sector público no financiero. Entendiéndose por sector público no financiero, el Gobierno Federal, los organismos y empresas dentro del presupuesto, TELMEX (hasta 1991), metro y DDF (hasta 1994) y el resto de las empresas y organismos conocidas como "chiquillería".

Cabe aclarar que el comportamiento de los gastos del sector público, se debió a la aplicación de una política fiscal expansionista, seguida en años anteriores, basada en subsidios y transferencias, con el objetivo de reactivar la actividad económica.²⁴ Los gastos del sector público también se incrementaron por el creciente pago de intereses externos (317.7 mp), 16.0 por ciento superior en términos nominales a 1981.

El aumento en el pago de intereses externos se originó porque la principal fuente de financiamiento del déficit provenía del ahorro externo,²⁵ situación que se revierte después de la crisis y obliga a ampliar el financiamiento del déficit con recursos internos.

La deuda interna en 1982, creció en 12.3 por ciento en términos nominales, a diferencia de la deuda externa que sólo lo hizo en 7.0 por ciento nominal con respecto al año anterior. El tipo de endeudamiento interno, estaba constituido básicamente con crédito directo otorgado por el Banco de México al sector público. Lo que además de significar la monetización del déficit del sector público, tenía implicaciones directas sobre la actividad económica por los efectos que causaba sobre el nivel de precios. El crédito directo otorgado por el Banco de México al sector público pasó de 2,022.8 mp en 1982 a 6,251.4 mp en 1985, por su parte la inflación fue de 58.9 y 57.7²⁶ por ciento respectivamente, en el mismo período.

²⁴ Durante la década de los setenta el sector público, para contrarrestar las tendencias al estancamiento de la economía, aplicó una política expansionista. Los gastos durante el período de 1978-1982 presentaron un crecimiento promedio de 13.5 por ciento en términos nominales.

²⁵ La disponibilidad de recursos externos, fue posible por la confianza de los acreedores sobre los ingresos que obtenía el país por la exportación de hidrocarburos.

²⁶ Inflación promedio del año.

La relación que se estableció entre la forma de financiar el déficit y la inflación, planteó la necesidad de contar con finanzas públicas sanas. En virtud de ello, en 1982 se estructuró un programa de saneamiento, con cinco objetivos principales:²⁷

I. Reducir el déficit del sector público de 16.5 por ciento del PIB en 1982, al 8 y 5.5 por ciento por ciento para 1983 y 1984 respectivamente, hasta alcanzar una cifra del 3.5 por ciento en 1985.

II. Liberar precios y eliminar subsidios de los bienes y servicios producidos por el sector público.

III. Controlar la inflación mediante una disciplina estricta en la emisión monetaria y a través del control del salario para contener la expansión de la demanda.

IV. Establecer tipos de cambio realistas, que reflejaran las condiciones de competitividad con el exterior.

V. Promover tasas de interés que ofrecieran rendimientos atractivos al ahorrador pero que a su vez fueran moderadas²⁸.

Uno de los ajustes más evidentes para llevar a la práctica el proceso de saneamiento, fue el buscar establecer un cambio en la forma de contratación de la deuda interna, particularmente se amplió la colocación de deuda en el mercado de dinero.

²⁷ Informe Anual del Fondo Monetario Internacional, 1983.

²⁸ Las altas tasas reales de interés aumentan los requerimientos financieros del sector público.

Cabe destacar que en los primeros años de los 80's, el desarrollo del mercado de dinero era muy incipiente, ocasionando que el Gobierno sólo contara con los recursos del mercado primario provenientes de la colocación de CETES y PETROBONOS. Los CETES en 1982 crecieron 64.0 por ciento en términos reales respecto al año anterior, mientras la venta de PETROBONOS presentó un incremento de 76.2 por ciento en términos reales en el mismo año.

Los CETES al igual que los PETROBONOS a partir de 1982 incrementaron considerablemente su circulación, los últimos pasaron de 12 mp en 1981 a 21 mp en 1982, mientras que los CETES incrementaron su colocación de 96 mp a 320 mp para los mismos años. La distribución de la tenencia de ambos bonos se concentró en el sistema bancario nacional que tenía el 54.0 por ciento²⁹ y el Banco de México que era tenedor de 27.0 por ciento del total de deuda y el resto pertenecía al sector privado.

Como resultado de la ampliación de la colocación de la deuda interna a través de valores, el pago de intereses internos también aumentó, estos sucesos de alguna manera entorpecieron los esfuerzos que en materia de disciplina fiscal se realizaban, (como en su caso lo era tener un control más estricto de los gastos del sector público para reducir los montos del déficit), dando continuidad al círculo vicioso entre deuda, déficit e inflación. La deuda tuvo un crecimiento real promedio entre 1982 y 1985 de 65.9 por ciento, el déficit en 46.0 por ciento en términos reales para el mismo periodo y la inflación promedio anual fue de 75.6 por ciento.

²⁹ La concentración de los bonos en el sistema bancario obedeció a la política monetaria. Que establecía el crédito forzoso del sistema bancario al sector público.

2.2 La Crisis Internacional y su Impacto en la Deuda Interna: 1986 - 1987 .

En 1986 el objetivo de disminuir el déficit público a partir del saneamiento de las finanzas públicas, se interrumpió con la crisis de liquidez internacional y con la disminución de los ingresos petroleros. Estos dos eventos fueron determinantes para que en ese año, la deuda pública interna creciera en términos reales en 8.5 por ciento respecto al año anterior, y para que el déficit del sector público alcanzara su máximo crecimiento (36.0 por ciento en términos reales), durante la década de los 80's con un monto de 27,789 mp.

Con esos dos acontecimientos, las finanzas públicas se vieron afectadas en tres sentidos: el primero fue que dada la disminución de los precios internacionales del petróleo, el sector público vio disminuido el nivel de sus ingresos, presionando el crecimiento del déficit; el segundo de ellos, fue la disminución en el flujo de los recursos externos; y el tercer efecto a consecuencia de lo anterior, fue un crecimiento en el monto de deuda interna en términos reales de 81.0 por ciento para 1987.

La crisis petrolera incrementó el déficit del sector público, ya que los ingresos percibidos por la exportación petrolera disminuyeron en términos reales en 53.1 por ciento, pues el precio del petróleo pasó de 25.3 dólares por barril en 1985 a 11.9 dólares en 1986. Lo anterior hizo que los ingresos totales del sector público, disminuyeran en términos reales en 22.9 por ciento, mientras que el déficit presentó un crecimiento real de 36.0 por ciento en 1986 y llegando a representar el 14.9 por ciento del producto.

Aunado a la crisis del petróleo, el financiamiento del déficit con recursos externos se interrumpió considerablemente. Así el flujo de la deuda externa en 1987 tan sólo aumentó 2,945 millones de dólares (md), tanto menor al flujo de 1986. Esta evolución obedeció principalmente a la pérdida de confianza de los acreedores internacionales sobre la solvencia del país y a la inestabilidad en el comportamiento del nivel de precios.

Por lo que respecta a la parte interna del financiamiento, ésta creció para contrarrestar la falta de recursos externos. La deuda interna aumentó su monto en promedio en el período 1986-1988 en 27.8 por ciento real y el pago de su servicio lo hizo en 18.5 por ciento en términos reales. El aumento en el pago de intereses de la deuda interna se produjo por los altos niveles inflacionarios, lo que hacía que las tasas de interés reales fueran muy elevadas.³⁰

El financiamiento del déficit con recursos otorgados por el Banco de México al sector público, con emisión monetaria seguían constituyendo la principal fuente de financiamiento, dicho crédito aportaba el 53.3 por ciento del total de financiamiento interno. Cabe aclarar que, a partir de este año sufrió una considerable reducción, si tomamos en cuenta que en 1982 aportaba más del 90.0 por ciento para financiar el déficit interno. Por lo que respecta a la deuda denominada en valores gubernamentales, se incrementó en más de 50 por ciento.³¹ En 1982 constituía tan sólo el 4.4 por ciento del total de financiamiento interno del déficit y en 1987 alcanzó el 46.3 por ciento del total.

³⁰ En 1987 la tasa de los CETES a 28 días, alcanzó su máximo nivel de 96.1 por ciento.

³¹ El incremento en la colocación de la deuda se vio favorecida con un explosivo crecimiento de la Bolsa de Valores, que tuvo su origen en la colocación de nuevos instrumentos de participación en el capital de la banca recién nacionalizada.

Para estos años la colocación de deuda con valores empezó a diversificarse, con la aparición de los PAGAFES³² en 1986 y de los BONDES en 1987, (estos últimos con vencimiento a largo plazo). Ambos títulos favorecían la estructura de los plazos de vencimiento de la deuda interna y consecuentemente el pago de sus intereses.

2.3 El Problema de la Deuda Interna: 1988 - 1989.

En estos años, uno de los acontecimientos más importantes, fue el elevado monto de la deuda interna del país, asociado al nivel del déficit del sector público.

El desarrollo de la situación financiera del sector público, en este período fue muy difícil, por la permanencia de un creciente déficit, el cual llegó a ser del 10.9 por ciento del PIB, y que en promedio durante estos tres años alcanzó un monto de 29,975.6 mp en términos nominales. Es importante mencionar que en este período, el desequilibrio presentado por las finanzas públicas fue el más alto durante la década de los ochenta. La causa principal no fue ni la expansión del gasto programable, ni la falta de ingresos, su crecimiento se debió a la evolución del pago de servicio de la deuda interna que crecía a tasas anuales de 20.0 por ciento en términos reales, configurándose así un círculo vicioso entre deuda, déficit y servicio.

La deuda interna en 1987 presentó un crecimiento real de 81.0 por ciento, y su servicio de 16.1 por ciento, ambas tasas muy superiores a las presentadas en 1982 cuando surge el financiamiento interno a través de bonos. La deuda interna con valores gubernamentales, cobró más fuerza a partir de 1988, así en tan sólo un

³² Los valores gubernamentales serán analizados en el capítulo 3.

año creció en 45.2 por ciento en términos reales, mientras la emisión monetaria sólo lo hizo en 4.3 por ciento en términos reales.

El hecho de que se incrementara fuertemente la colocación de deuda con valores gubernamentales, fue posible por los cambios ocurridos en la política monetaria y en la política fiscal, tales como:³³

I. La reducción del crédito directo del Banco de México al sector público. Lo que significaba que el financiamiento del déficit del sector público no crearía condiciones de inestabilidad en los precios y, que la base monetaria se ajustara al crecimiento de la actividad económica en condiciones de estabilidad.

II. Abandonar paulatinamente el financiamiento otorgado al Gobierno por parte del sistema bancario, para que fuera posible la generación del ahorro interno y su retención en concordancia con los recursos para la inversión productiva.

III. Reducir el nivel de deuda pública a través de la disminución del déficit del sector público.

Sin la aplicación de estas tres medidas no hubiera sido posible la mayor colocación de valores gubernamentales, ni las operaciones de mercado abierto hubieran significado el punto nodal de la estrategia de endeudamiento interno.

³³ Aspe, Pedro. "La Reforma Financiera de México". Comercio Exterior. México, diciembre 1994. p. 1047.

Las medidas anteriores además, obligaron a mejorar el perfil de la deuda interna emitiendo títulos cuyo vencimiento se situara en el largo plazo, como fue el caso de valores como los BONDES con plazos de 364, 532 y 728 días. Por otra parte, se crearon nuevos instrumentos, los TESOBONOS y AJUSTABONOS. Los valores gubernamentales diferentes a CETES incrementaron su participación en el saldo total de la deuda interna en 20.6 por ciento en 1989. El saldo de la deuda interna colocada en valores gubernamentales en el público³⁴ representó el 55.2 por ciento en 1989 frente al 34.5 por ciento del año anterior, su variación anual fue de 59.0 por ciento en términos reales.

El incremento en el monto de los valores de largo plazo, significó para el sector público la reestructuración del pago de intereses para los siguientes años y la disminución en el corto plazo de las presiones financieras del sector público por concepto de intereses. En general, el nuevo perfil de la deuda, reforzó los instrumentos de captación, redujo los costos financieros, y respondió a las necesidades de estabilización de la economía.

2.4. Renegociación de la Deuda Externa y Desincorporación de Empresas: 1990 - 1993.

En 1990 el nivel del déficit disminuyó en 53.0 por ciento en términos reales con respecto al año anterior y de hecho las finanzas públicas alcanzaron un superávit en 1991. Tal comportamiento estuvo influido por dos acontecimientos de gran alcance en la economía nacional, el primero de ellos fue el proceso de desincorporación de empresas estatales y el segundo la renegociación de la deuda externa.

³⁴ Dentro del público se considera al sistema bancario y al sector privado, es decir la colocación en todos los

Con el proceso de desincorporación de empresas estatales, fue posible que el sector público alcanzará un superávit en sus finanzas, ya que dicho proceso implicó por una parte, la reducción de las obligaciones financieras del sector público y por otra, contar con ingresos extraordinarios que le servirían para disminuir sus presiones financieras. La estrategia de redimensionamiento del sector público, implicó no sólo vender empresas, sino que contempló otras alternativas adicionales:

I. **Fusión.-** Cuando la relación existente entre la actividad de una empresa permitiera unificar programas y objetivos con otra.

II. **Extinción.-** Cuando las empresas hubieran realizado y alcanzado los propósitos para las cuales habían sido creadas, y no se podían transferir al sector privado.

III. **Transferencia.-** Consistió en transferir los activos de las empresas del Gobierno al sector privado. El objetivo era contribuir al fortalecimiento de la descentralización.

IV. **Liquidación.-** Cuando las empresas no tenían un carácter estratégico, pero a diferencia de la extinción las empresas podían ser vendidas a bajo precio.

A partir de la desincorporación de empresas el sector paraestatal se redujo, en menos de 3 años, a casi la mitad (de 412 empresas en 1988 pasó a 210 en 1993). La reducción en el número de empresas, se tradujo en un menor gasto del sector público, el cual disminuyó para 1990 y 1991 en términos reales, en 6.2 y 7.2 por ciento respectivamente.

El monto de recursos obtenidos por la venta de empresas públicas de 1989 a 1993 ascendió a 76,735.9 mp. Los mayores ingresos provinieron de la venta de las instituciones de banca múltiple (BANCOMER, BANAMEX y BANCO

INTERNACIONAL entre otras) que equivalió a 39,711.2 mp, y de la venta de Teléfonos de México (19,336.1 mp).

El proceso de desincorporación de empresas no sólo fue importante por el efecto que produjo en la reducción del número de empresas, ni por el monto de recursos obtenidos, sino por la aplicación de los mismos, que permitió disminuir la deuda interna del sector público. Ya que con los recursos provenientes de la venta de empresas se creó el llamado "Fondo de Contingencia", que tenía como objetivo principal, amortizar la deuda pública, además de enfrentar las posibles dificultades asociadas a la inestabilidad del mercado petrolero.

El total de los recursos acumulados de 1990 a 1993 del "Fondo de Contingencia" ascendió a 78,821.4 mp. El 93.0 por ciento de ellos se destinaron a la amortización de la deuda pública interna (69,166.2 mp), de los cuales 64,999.1 mp fueron para amortización de valores gubernamentales, 2,487 mp se utilizaron para la liquidación de acciones para el Fondo de Protección al Ahorro y 1,680 mp se destinaron para amortizar deuda de empresas privatizadas.³⁵ La amortización de la deuda con los recursos provenientes del "Fondo de Contingencia" significó un ahorro permanente para el sector público, por la disminución en el pago de intereses internos en ese año y ayudaría a disminuir la carga de la deuda para períodos posteriores.

El otro acontecimiento importante que influyó, para que el sector público tuviera un superávit en sus finanzas, fue el proceso de renegociación de la deuda externa que se llevó a cabo en 1990. El cual permitió disminuir el flujo de la deuda externa en 15.1 por ciento en términos reales.

³⁵ Excélsior (Periódico), 5 de febrero de 1990, Sección A, p.10

El objetivo del proceso de renegociación era disminuir el monto total de la deuda externa o bien los intereses. A grandes rasgos el acuerdo de renegociación consistió en³⁶:

1. Reducción en el valor del monto del principal por medio de bonos a 30 años con una tasa de descuento del 35 por ciento de su valor nominal. Al momento de amortizar la deuda, el país pagaría 65 por ciento del capital inicialmente estipulado.
2. Reducción de la tasa de interés mediante el intercambio de los préstamos antiguos por bonos a 30 años con el mismo valor nominal. Estos bonos " a la par " pagarán una tasa de interés fija de 6.25 por ciento, lo cual podrá significar una reducción anual en el servicio de la deuda (de alrededor de 40 por ciento).
3. Préstamo de nuevos recursos o reciclaje de los intereses que debería pagar México, teniendo los bancos que comprometer el equivalente a 25 por ciento del valor nominal de la deuda original a su favor.
4. Al mismo tiempo , se acordó establecer un mecanismo de contingencia mediante el cual, México recibiría recursos financieros adicionales en caso de que los precios del petróleo caigan por debajo de un mínimo de referencia equivalente a 10 dólares por barril.
5. Se acordó desarrollar un programa de intercambio de deuda por capital hasta por mil millones de dólares anuales durante un período de tres años y medio.

³⁶ Idem.

Así el acuerdo quedó formalmente concluido el 10 de enero de 1990, estipulando que 41 por ciento de los bancos privados internacionales optaba por condonar una parte de la deuda, 47 por ciento por reducir intereses y sólo 12 por ciento otorgaría nuevos préstamos.

La reestructuración de la deuda pública externa se reflejó en: a) las colocaciones de papel del sector público en los mercados internacionales de capital; b) el flujo de créditos nuevos para el financiamiento de actividades productivas dada la recuperación de la confianza de los inversionistas extranjeros; y c) así como el ingreso al país de importantes montos que por concepto de inversión extranjera directa y en cartera.

El proceso de renegociación le permitió al sector público disminuir su gasto programable, sobre todo el pago de intereses externos, que en promedio de 1990 a 1993 disminuyeron en 16.1 por ciento en términos reales.

Con el proceso de desincorporación y la reestructuración de la deuda externa, se logró un desendeudamiento del sector público en términos reales durante el período de 961.8 mp, que se reflejó en el fortalecimiento de las finanzas públicas. El superávit de las finanzas públicas representó el 3.1, 4.6, 0.7 por ciento del PIB en 1991, 1992 y 1993 respectivamente.

3. LA DEUDA INTERNA Y SUS NUEVOS AGENTES DE FINANCIAMIENTO

En los capítulos anteriores se analizó la sustitución por tipo de financiamiento de la deuda interna durante la década de los ochenta y los primeros años de los noventa. Sin embargo dicha sustitución fue posible gracias al desarrollo presentado en el mercado de dinero en particular y en el sector financiero en general. En este sentido el objetivo principal de este capítulo, es abordar las medidas y los procesos de transformación financiera que posibilitaron al Gobierno la emisión de un monto mayor de valores gubernamentales.

En el presente capítulo analizaremos en el primer apartado, la reforma al sistema financiero y sus implicaciones en la colocación de deuda a través de valores gubernamentales. En el segundo apartado se analizarán las características de los títulos gubernamentales, sus principales tenedores, así como su estructura por plazos y tasas de rendimiento.

3.1.- El Nuevo Sistema Financiero Mexicano y Los Valores Gubernamentales.

El sistema financiero³⁷ ha experimentado cambios importantes durante las últimas décadas, que han afectado a las instituciones financieras, a los patrones de regulación y a las condiciones de rivalidad y competencia del sistema en su conjunto. Es decir, el sistema financiero ha pasado de un modelo de represión financiera, a otro de liberalización financiera.

De 1983 a 1988 la evolución del sistema financiero estuvo subordinado técnica y políticamente por las metas macroeconómicas de los programas de ajuste y

³⁷ La transformación del sistema financiero comenzó en 1925 con la promulgación de la Ley que creó el Banco de México y con el establecimiento del marco jurídico que dio origen al sistema financiero en tres niveles: 1) banca comercial, 2) instituciones auxiliares de crédito y, 3) la banca de fomento.

estabilización del Gobierno. Un claro ejemplo de ello es la doble función que desempeñó el sector bancario, por un lado impidió la quiebra masiva de empresas y por otro financió déficits fiscales crecientes.

En general entre 1983 y 1988 los recursos de los bancos se destinaron a financiar los programas de ajuste. Sin embargo a partir de 1990, dadas las necesidades de procurar la estabilidad económica y generar recursos para el endeudamiento público, sin que este último provocará cambios en el nivel de precios, fue necesario readecuar las funciones y los mecanismos de participación del sector financiero.

En primera instancia se tenían que modificar las medidas, a través de las cuales el sector público obtenía recursos del sistema bancario, entre las que destacan: a) fijar tasas de interés a los bancos sobre sus activos y pasivos, b) imponer un coeficiente de liquidez y, c) aplicar encaje legal.

El control que se ejerció sobre el sistema financiero durante muchos años tuvo como consecuencia inmediata, que dicho sector no cumpliera con los objetivos de impulsar el desarrollo de actividades productivas, a través de otorgar créditos a programas de inversión del sector privado, reflejándose en la baja penetración financiera.³⁸

De esta manera, fue necesario impulsar el crecimiento de un sistema financiero más flexible, acorde con las nuevas necesidades económicas del país, que evitara principalmente el deterioro de los balances de los intermediarios financieros, y el financiamiento inflacionario. Es así, como se planteó la modernización del

³⁸ La penetración financiera es un indicador que mide el grado en que se canalizan los ahorros mediante el sistema bancario para proporcionar financiamiento a la inversión. En México se suele medir con la razón

sistema financiero que consistió en la liberalización de los mercados financieros y su consecuente desregulación. Las reformas atendieron a tres propósitos: 1) *el rescate de las finanzas públicas*, 2) *el fondeo de las empresas privadas*, y 3) *la reorganización de un sistema financiero más sólido*.

Dada la magnitud de las reformas del sistema financiero, a continuación sólo presentaremos aquellas que tuvieron una relación directa con la contratación de deuda pública.

1. La Liberalización Financiera.

Fue un proceso que se inició en de 1988 y concluyó en 1990. El objetivo fue sustituir un sistema, basado en la mejor asignación del crédito y en las tasas de interés reguladas, por uno más libre. Su instrumentación significó por un lado, que la autoridad monetaria dejó el manejo de las tasa de interés a los bancos, y por otro eliminó cuotas crediticias y préstamos obligatorios. De esta manera los bancos pudieron decidir brindar o no recursos a proyectos públicos, lo que significó que el Gobierno dejará de captar la mayoría de los recursos captados por la banca comercial. La liberalización financiera eliminó el encaje legal,³⁹ que por muchos años constituyó una muy importante fuente de recursos financieros para el sector público.

M4/PIB . Cartens Mansell, Catherine. Las Finanzas Populares en México CEMLA, ITAM. Ed Milenio, México 1980.

³⁹ Durante muchos años el uso intensivo del encaje legal fue el medio para transferir importantes recursos financieros de las entidades ahorradoras al Gobierno, con los cuales el Banco Central adquiría bonos gubernamentales a largo plazo. El instrumento del encaje legal ha sido muy eficaz, cuando se ha utilizado para contraer el crédito, no así cuando su propósito ha sido inyectar recursos para expandir el financiamiento. Ídem.

Por lo anterior, una de las implicaciones más evidentes de la liberalización financiera fue la ampliación de los créditos concedidos por la banca comercial al sector privado y la reducción en el crédito otorgado al sector público. El primero de ellos en 1990 fue de 104,106 mp y aumento a 403,917, en 1994, creció en promedio real anual en 40.3 por ciento para el período, mientras que el crédito otorgado al sector público pasó de 40,182 mp a 18,064 mp en el mismo período, su crecimiento promedio real fue negativo en 15.4 por ciento.

2. El Desarrollo del Mercado de Dinero.

Esta medida entre otras, fue consecuencia de la búsqueda de mecanismos para financiar el déficit con recursos no inflacionarios. Cabe señalar que también fue una reacción ante la eliminación de requisitos de reserva obligatoria establecidos por el banco central. La implicación más evidente es que el Gobierno se financie mediante una mayor colocación de instrumentos de deuda en los mercados de crédito.

En este sentido, el desarrollo del mercado de dinero permitió que mientras del total de financiamiento interno del sector público que se otorgó en 1988, el 40 por ciento lo constituyeran valores gubernamentales, el otro 40 por ciento fuera crédito del Banco de México y el restante 20 por ciento fuera financiamiento del sistema bancario; en 1993 la totalidad de su financiamiento provino del mercado de dinero.⁴⁰ Un reflejo del desarrollo del mercado de dinero fue también la diversificación de los bonos de deuda pública.

⁴⁰ Ortiz, Guillermo, *La reforma financiera y la desincorporación bancaria*. Ed. FCE. México 1994. p 48.

3.- Reprivatización y Banca Universal .

Esta etapa consistió en la desincorporación de los bancos comerciales de propiedad del Estado y la formación de grupos financieros. Con la privatización de 18 bancos, el sector público obtuvo ingresos por 39,711.2 mp, que fueron utilizados para cancelar una parte de la deuda que mantenía el sector público con el sistema bancario.⁴¹

Por otra parte, la creación de la banca universal, tenía el objetivo de crear una sola entidad financiera que pudiera ofrecer múltiples servicios, por medio de una o más filiales, para así captar un mayor número de clientes y darles acceso a una variedad de servicios al menor costo posible.⁴² De manera que un grupo financiero puede tener como filial a un banco, una casa de bolsa, una compañía de arrendamiento, una almacenadora y una casa de cambio. De los 18 bancos privatizados, 14 los adquirieron grupos financieros o casa de bolsa.

⁴¹ Consultar el cuadro referente a los recursos del Fondo de Contingencia en el Anexo Estadístico.

⁴² La consolidación de las unidades financieras les permite aprovechar las ventajas de las economías de escala y de alcance.

Actualmente la banca universal queda conformada de la siguiente manera:

INTEGRACION DE GRUPOS FINANCIEROS



4.- Medidas para Incrementar la Competencia.

El sector financiero mexicano ha estado sumamente concentrado, como ejemplo de ello tenemos que en solamente tres bancos se ubican al rededor de 70 por ciento de los depósitos. Sin embargo con la autorización a diversas instituciones tales como: casas de cambio y compañías de factoraje, arrendamiento, administración de fondos de inversión, almacenadoras afianzadoras y aseguradoras, de realizar intermediación financiera no bancaria, así como la puesta en práctica de las disposiciones relativas de los servicios financieros incluidas en el TLC⁴³ en 1993 que autorizan a las instituciones estadounidenses y canadienses el ingreso limitado

⁴³ El Tratado de Libre Comercio es un acuerdo de liberalización comercial entre México, Estados Unidos y Canadá, el cual tiene como principios básicos la eliminación de las barreras al comercio. En lo referente a los acuerdos sobre servicios financieros, autorizan a los bancos comerciales y de inversión, las compañías de arrendamiento y factoraje, casas de cambio, sociedades de inversión afianzadoras y aseguradoras

en el mercado mexicano a principios de 1994 y las nuevas autorizaciones para el establecimiento de bancos y grupos financieros. Son medidas que incrementarán los niveles de eficiencia en el servicio de las instituciones nacionales y posibilitarán la descentralización en este sector.

5. Reforma de la Banca de Desarrollo

La banca de desarrollo ha sido un instrumento de política económica con miras a apoyar la actividad productiva, canalizando ahorro a sectores que desarrollen actividades de beneficios sociales, o bien financiando grandes inversiones de largo plazo. Sin embargo en la práctica, los créditos otorgados por estas instituciones se han destinado a empresas paraestatales necesitadas de liquidez a tasas de interés inferiores a las del mercado, ocasionando un acentuado deterioro de las carteras de la banca de desarrollo y de los fideicomisos.

Con la reforma, se ha impuesto a la banca de desarrollo la necesidad de redefinir su papel de acuerdo con las nuevas condiciones de desregulación y mayor competitividad, de modo que cumpla con su función de fomento y mantenga una posición financiera rentable.

Por ello se han adoptado medidas que incluyen la reasignación de crédito de empresas paraestatales y otros organismos públicos, a empresas productivas de los

estadounidenses y canadienses a entrar parcialmente en el mercado mexicano en un periodo de transición que se inició en 1994 y terminará en el año 2000

sectores productivo y social.⁴⁴ La canalización será a través de la banca de segundo piso, con el fin de fomentar la complementariedad con los intermediarios financieros bancarios y no bancarios para impedir que la banca de desarrollo asuma riesgos de manera directa en las operaciones crediticias.

6.- Autonomía del Banco Central.

Con el fin de continuar y consolidar la estabilización, se estableció la reforma al artículo 28 constitucional y la Ley Orgánica del Banco de México, en los cuales se otorga autonomía al banco central, dotándolo de una nueva naturaleza jurídica y actualizando sus fines y funciones

Con esta reforma se estableció que el actuar del Banco de México estará supeditado al Congreso de la Unión, y que además no podrá financiar los déficit presupuestarios del Gobierno. Su propósito fundamental será procurar la estabilidad de precios. De alguna manera, la repercusión más importante de éste hecho fue controlar y restringir la emisión monetaria para fines de financiamiento. "Esto confirma la transición hacia un financiamiento no inflacionario del déficit a través del mercado, a la vez que otorga una mayor independencia al banco central en la conducción de la política monetaria".⁴⁵

⁴⁴ Nacional Financiera apoyaba en 1989 a sólo 11.000 empresas, frente a 160.001 en la actualidad, de las cuales el 98 por ciento son micro y pequeñas empresas, por su parte BANCOMEXT incremento 50 por ciento el monto de financiamiento otorgado, de 10.000 md en 1988 pasó a 18.000 md en 1994. Por último, BANOBRAS incremento en más de 150 por ciento el valor real de los créditos otorgados de 1989 a 1993. Comercio Exterior. Vol 44, No. 12. México, dic. 1994. P. 1046.

⁴⁵ Aspe Armella Pedro. El Camino Mexicano de la Transformación Económica. Ed. FCE. México 1993 p.85.

En resumen las medidas adoptadas para la reforma del sistema financiero fueron:

REFORMAS AL SISTEMA FINANCIERO

- ELIMINACIÓN DEL COEFICIENTE DE LIQUIDEZ.
- CREACIÓN DE GRUPOS FINANCIEROS.
- AUTONOMÍA DEL BANCO CENTRAL.
- AUTORIZACIÓN DE NUEVOS BANCOS MEXICANOS Y DE SUBSIDIARIAS DE BANCOS EXTRANJEROS BAJO EL T.L.C.

Podemos decir que las medidas de mayor influencia en el cambio en la forma de financiamiento del déficit fueron: La liberalización financiera, la autonomía al Banco Central y, el impulso al mercado de dinero. Con las dos primeras el sector público vio disminuido el monto de recursos provenientes del sistema bancario, teniéndolo que sustituir con una mayor participación en el mercado de dinero. Lo anterior puede advertirse observando la disminución del financiamiento por parte del Banco de México a los requerimientos financieros del sector público. El saldo del crédito del Banco Central descendió en términos reales en una tasa promedio del 14 por ciento anual entre 1982 y 1991. Lo que confirma la transición hacia el financiamiento del déficit a través del mercado de dinero.

Estas medidas estuvieron apoyadas por un nuevo marco legislativo del Sistema Financiero Mexicano, en el cual se estableció el régimen mixto de la prestación del servicio de banca y crédito, con el objeto de ampliar el acceso y mejorar la calidad de los servicios, lograr eficiencia y dedicación a áreas

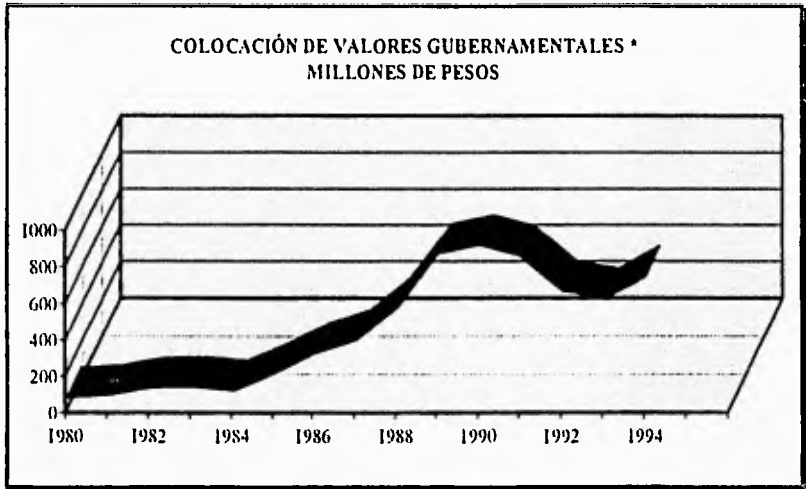
estratégicas, lograr su capitalización y modernización, y fortalecer a las instituciones de fomento en actividades específicas.

A pesar de las expectativas que se formaron en torno a los beneficios que generaría la integración de nuevos grupos financieros, y del apoyo que estos grupos brindarían a otros sectores de la economía, en la práctica, estas medidas tuvieron un efecto negativo en el desarrollo de la actividad económica, como fue la insolvencia de los bancos y el aumento en la cartera vencida, y finalmente el costo que ha representado para el Gobierno el rescate de algunas instituciones de crédito. Sin embargo adentrarnos a un análisis más profundo en torno a los problemas generados por la reforma financiera requiere de otra investigación.

3.2 Comportamiento de los Valores Gubernamentales

De 1983 a 1993 más del 86.2 por ciento del total de los bonos colocados en el mercado de dinero corresponde a los bonos gubernamentales. El monto total de valores gubernamentales, aumento considerablemente desde 1985, a partir de ese año ha presentado una tasa de crecimiento real anual en promedio de 18.8 por ciento. Alcanzando su máximo monto en 1991 con 170,289.7 mp (ver Gráfica 1).

Gráfica 1



* Incluye: CETES, PETROBONOS, PAGAFES, BONDES, TESOBONOS Y AJUSTABONOS.

Fuente: Indicadores Económicos. Banco de México, varios años

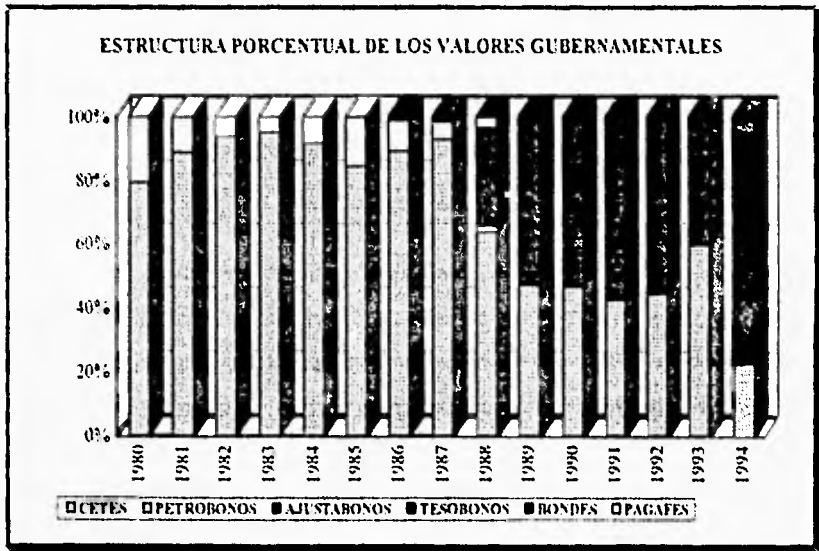
A pesar que el monto total de valores gubernamentales fue en aumento, es necesario mencionar que su participación dentro del mercado de dinero no siguió esta misma tendencia. Mientras que en 1983, el monto de los valores gubernamentales representaban el 97 por ciento de la emisión en el mercado de dinero, para 1991 disminuyó esta participación llegando a un nivel de 85 por ciento. Esto se debió, principalmente a la creación de nuevos instrumentos de inversión destinados al sector privado.

La estructura del monto total de valores gubernamentales colocados,⁴⁶ ha presentado grandes variantes, a pesar de ello los valores gubernamentales más representativos han sido los CETES, que de 1987 a 1994 representaron en promedio 52.5 por ciento del total (ver Gráfica 2).

⁴⁶ Consultar Apéndice Estadístico.

Cabe aclarar que, la participación de los CETES ha venido disminuyendo a lo largo de la década de los ochenta y principios de los noventa, si en 1987 representaba el 79.4 por ciento del total de valores colocados, en 1991 llegó a representar el 42.5 por ciento hasta alcanzar a un nivel de 23 por ciento para el año de 1994. Este comportamiento se debió a la diversificación de los instrumentos de endeudamiento gubernamental (ver Gráfica 2).

Gráfica 2



* Incluye: CETES, PETROBONOS, PAGAFES, BONDES, TESOBONOS Y AJUSTABONOS.

Con el aparición de los BONDES en 1987, los CETES dejaron de ocupar la primacía en la colocación total de valores. Los BONDES tuvieron un crecimiento real en promedio de 1987 hasta 1994 de 25.6 por ciento. De representar el 1.2 por ciento en 1987, aumentaron su participación continuamente durante los años

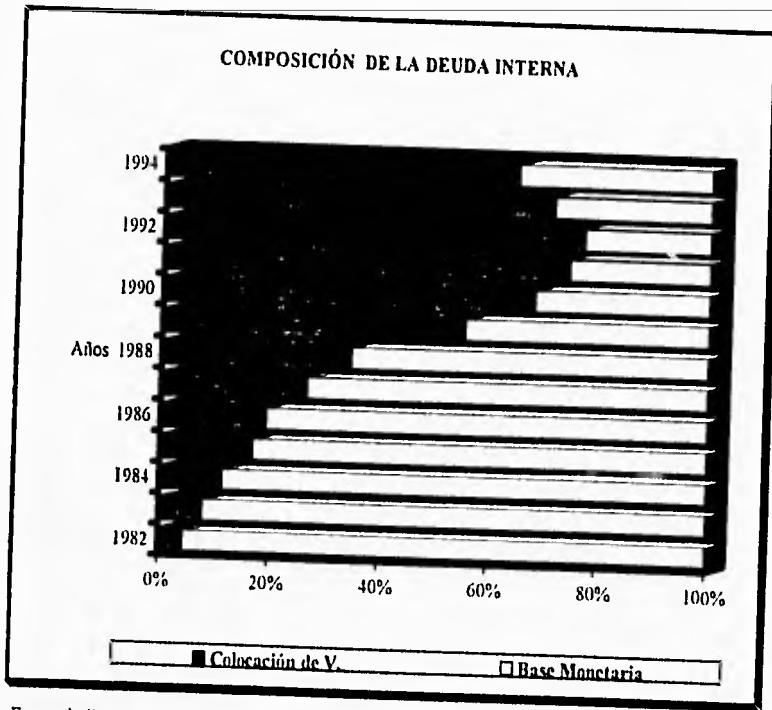
siguientes, pasando a representar el 48.9 por ciento para 1989, aunque disminuyeron en 1993 al llegar a un nivel de 12.6 por ciento. Este comportamiento se puede explicar, porque se presentaron como una alternativa de inversión de largo plazo en un contexto de relativa estabilidad.

Aunado a la aparición de los BONDES, tenemos la emisión de otro tipo de bonos, los AJUSTABONOS. En tan sólo tres años a partir de su aparición, 1989, presentaron tasas de crecimiento real de 132.0 por ciento en 1990. Su participación en el total de valores colocados llegó a representar en promedio para los años 1989 a 1993 el 17.4 por ciento.

Con el objetivo de diversificar los instrumentos de deuda pública y de contribuir a la tranquilidad cambiaria, aparece también en 1989, un nuevo título gubernamental igual de atractivo para los inversionistas, los TESOBONOS. Se buscaba que estos bonos protegieran al inversionista del riesgo cambiario. Su participación no fue tan activa en comparación con los otros valores de deuda pública hasta 1994, es cuando comienza a presentar un mayor dinamismo al alcanzar un porcentaje del total de valores colocados de 55.0 por ciento.

A partir de lo anteriormente señalado podemos concluir, que el gran dinamismo de los valores gubernamentales y su diversificación, permitieron que la composición de la deuda interna por tipo de instrumento cambiará drásticamente en la década de los ochenta y que continuara en los primeros años de la actual década. Como se muestra en la Gráfica 3, en 1982 menos del 5 por ciento de la deuda se denominaba en valores gubernamentales, mientras que en 1989 ya alcanzaba más del 50 por ciento. En 1991, el endeudamiento a través de valores ocupó el 76.3 por ciento del total de la deuda, y el restante correspondió al endeudamiento con emisión de dinero, aunque para 1994 disminuye a 64.8 por ciento.

Gráfica 3



Fuente Indicadores Económicos. Banco de México. Varios años.

3.3 Estructura de la Deuda Interna por Tipo de Acreedor.

En este apartado nos ocuparemos del estudio de la deuda interna a través de la colocación de valores por tipo de acreedor: Banco de México, Sector Bancario y Sector Privado.

Durante muchos años, el Banco de México fue el principal acreedor del sector público. En 1982 tenía 49 por ciento del total de la deuda denominada en valores, pero al llegar a 1989 sólo tenía 18 por ciento, esta participación para los años siguientes fue decreciente alcanzando niveles del 7 y del 4 por ciento para 1993 y 1994 respectivamente (ver Gráfica 4). Los principales valores adquiridos por esta institución fueron los CETES (ver Anexo Estadístico), dada la carencia de otros instrumentos y posteriormente fueron los BONDES. La disminución en el monto adquirido por el instituto central estuvo influido por la participación más amplia del sector privado en las operaciones de mercado abierto, quienes en tan sólo cinco años aumentaron su tenencia en más de 20 por ciento, en 1987 su participación era del 12 por ciento y en 1994 alcanzaron ya el 52.1 por ciento.

Gráfica4



Fuente Indicadores Económicos. Banco de México. Varios años.

Por lo que respecta al sistema bancario, su adquisición de bonos antes de la liberación financiera de 1982 a 1987 alcanzó una participación en promedio de 60.2 por ciento, su adquisición de bonos se concentró en BONDES. El monto de

BONDES adquirido por el sistema bancario presentó una tasa de crecimiento promedio de 126.5% para los años de 1988 a 1991.

Sin embargo a partir de 1990 disminuyó su participación, como consecuencia de la liberación financiera y la desaparición de obligaciones para el sector bancario, de tal forma que su participación en el gran total se reduce para 1993 a un 44.7 por ciento.

Quizá el sector que ha mantenido una participación constantemente creciente en los últimos años en lo referente a la tenencia de bonos gubernamentales, ha sido el sector privado, quien desde 1987 hasta 1992 ha duplicado su participación. En 1982 sólo era tenedor del 2 por ciento, mientras que en 1988 y 1994 alcanzó un participación de 22.1 por ciento y 52.4 por ciento respectivamente. A diferencia del Banco de México y del sistema bancario, el sector privado presenta una mayor diversificación en la compra de bonos de deuda pública (CETES, AJUSTABONOS y BONDES) dadas sus características, plazos y rendimientos.

3.4 Plazos y Tasa de Rendimiento de los Valores Gubernamentales

La principal función de los bonos gubernamentales, como ya se ha mencionado, es cubrir de manera directa las necesidades de financiamiento del sector público. Para cumplir con este objetivo, es necesario que los valores gubernamentales ofrezcan tasas de rendimiento mayores que otros instrumentos de inversión, y que además tengan gran liquidez a través del manejo de diferentes plazos.

En México la estructura de plazos y el nivel de la tasa de interés que ofrecen los bonos gubernamentales, sufrió cambios reveladores a partir de 1987, ello en función de la aparición de nuevos instrumentos de deuda pública, como los AJUSTABONOS, TESOBONOS, BONDES, entre otros.

Por lo que se refiere a la tasa de interés, cabe destacar que los CETES⁴⁷ presentaron una tasa más atractiva en comparación con los otros bonos que cotizan en el mercado de dinero, aun cuando en algunos años el rendimiento ofrecido por las Aceptaciones Bancarias y el Papel Comercial fue superior al que ofrecían los CETES⁴⁸. A pesar que estos últimos, exentan a las personas físicas del pago de impuestos derivados de las ganancias obtenidas por la inversión en ese instrumento.

La tasa líder de los CETES a 28 días presentó su nivel más bajo en términos reales en la década de los ochenta en 1982 y 1987 como se puede observar en la Gráfica 5.

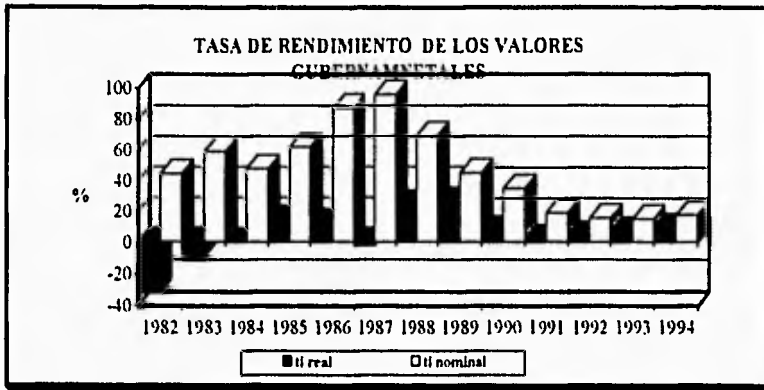
⁴⁷ En lo referente a la tasa de interés, se determina en función de los rendimientos de otros instrumentos de inversión, y de la oferta y la demanda de los mismos, expresándose en porcentaje anual.

Descuento = Tasa de descuento * Valor nominal.

Donde valor nominal es igual a N\$10.

⁴⁸ La tasa de los CETES a 28 días considerada la tasa líder en el mercado en el corto plazo, sirve como referencia en la determinación de las tasas de largo plazo de otros valores

Gráfica 5



Fuente Indicadores Económicos. Banco de México, varios años.

El nivel alcanzado por las tasas de rendimiento en 1982 y 1987 se explica por que en estos dos años la inflación creció de manera significativa provocando que la tasas reales de interés fueran negativas. El repunte que se observa en los siguientes períodos se asoció a la falta de recursos tanto internos como externos y

al control paulatino de la inflación. En estos años la tasa de interés funcionó como el mecanismo de ahorro interno, atrayendo recursos de inversionistas nacionales y extranjeros.

Para 1990-1993 las tasas reales de interés de los CETES disminuyeron en más de 20 puntos, reflejando por una parte la recuperación de la confianza de los inversionistas y por otro lado el cumplimiento de los objetivos de la política económica de reducir la inflación y sanear las finanzas públicas.

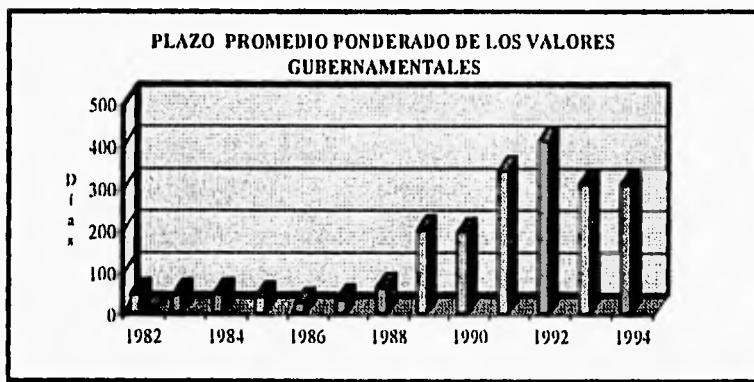
La recuperación de la confianza en la economía específicamente de las finanzas públicas y la renegociación de la deuda externa ayudaron en mucho a

disminuir el nivel de las tasas de interés. Con la renegociación se disminuyeron las presiones financieras del sector público, de tal manera que bajaron la tasa de interés, esto último permitió a su vez la colocación de deuda pública de largo plazo.

Si observamos las Gráficas 5 y 6 se denota claramente como a medida que disminuya la tasa de interés aumenta el plazo de los valores gubernamentales.

El plazo promedio ponderado de los valores gubernamentales aumento a partir de 1987, se pasó de un plazo promedio⁴⁹ de 32.4 días a uno de 60.5 días en 1988, el plazo para los años siguientes se incrementó en más de 150 por ciento, hasta alcanzar un promedio de 337 días en 1991 y 406.9 días en 1992.(ver Gráfica 6)

Gráfica 6



Fuente Indicadores Económicos del Banco de México

El plazo de los valores gubernamentales dadas las condiciones de inestabilidad económica que prevaleció en los primeros años de la década de los ochenta y de la necesidad de ofrecer a los inversionistas instrumentos con gran

liquidez (para obtener rendimientos reales), determinaron que el corto plazo de los valores fuera el más representativo. Mientras los valores gubernamentales a largo plazo pudieron incrementar sus monto sólo a partir de 1989 debido a la mayor confianza que se tenía en el comportamiento de la economía, específicamente en la inflación.

Es indudable que la colocación de la deuda interna por plazos fue relevante para no incrementar el nivel del déficit, sin embargo es claro que en la economía mexicana no creó mecanismos adicionales de financiamiento capaces de afrontar los vencimientos de valores de largo plazo, como ocurrió con los TESOBONOS.

⁴⁹ Para obtener el plazo promedio, se tomó en cuenta por un lado el monto de valores emitidos a corto plazo, de menos de un año, y por otro el monto de valores con plazos superiores a un año, de allí se obtuvo un promedio del plazo para cada uno de los años.

IV ANÁLISIS ECONOMÉTRICO DE LA DEUDA INTERNA.

El análisis precedente de la evolución de la deuda pública interna nos permite, de manera clara establecer cuales fueron las variables que más determinaron su comportamiento. El objetivo central de este capítulo es abordar la evolución de la deuda interna a través de un análisis econométrico.

En el primer apartado se define la ecuación de endeudamiento público interno a partir de un breve análisis de estudios econométricos. Así mismo, se establece las relaciones e interrelaciones generales de la deuda pública interna con las variables que la determinan según la evidencia empírica de nuestro país. Una vez formalizado el modelo econométrico de endeudamiento, en el segundo apartado se establecerán los resultados de la ecuación.

4.1 La Ecuación de Endeudamiento.

El desarrollo de modelos econométricos en donde la deuda interna es el punto de partida, ha sido muy amplio. Algunos de ellos aún se utilizan para la determinación del comportamiento y la tendencia del financiamiento público interno.

Entre estos modelos encontramos a: WHARTON (1978), HACIENDA (1979) PROGRAMA (1978), GALILEO (1984) y MODEM (1984) entre otros. La

mayoría de estos a excepción de HACIENDA son de carácter Keynesiano, que difieren entre sí ya sea por los objetivos que persiguen o por el tamaño y grado de desagregación, o por el énfasis que se pone en cierto número de variables y la forma en que se determinan las ecuaciones de comportamiento.

Las variables sobre financiamiento público consideradas en cada uno de los modelos dependen del tipo de sector público definido. Así mientras WHARTON y HACIENDA excluyen en su clasificación del sector público, al gobierno local, y a las empresas no controladas; GALILEO y MODEM si los consideran.

La forma de definir o clasificar al sector público se explica a partir de los objetivos y del planteamiento teórico de cada modelo, lo cual determina el nivel de desagregación de las relaciones funcionales e identidades sobre el financiamiento público. Dentro de los modelos antes citados, cada uno presenta varias ecuaciones de deuda, en su mayoría igualdades, sólo WHARTON y MODEM estiman una ecuación de comportamiento respectivamente.

- WHARTON obtiene el endeudamiento público interno (EGI), de la suma del crédito interno total al sector público con un rezago (CIG_{T-1}) y la variación del crédito interno (VGI) se estima en función del superávit gubernamental (SG), excluidos otros requerimientos financieros, y de la variación de los activos internacionales (VAG).

$$EGI = CIG_{T-1} + VGI$$

$$VGI = SG + VAE$$

- **MODEM** plantea unas ecuaciones en las que hace referencia sólo a la deuda pública interna (DGI), que se obtiene de esta misma con un rezago (DGI_{t-1}), más el déficit público financiero (DFG), menos la deuda pública externa por el tipo de cambio controlado (DGe(TCC)). Los bonos gubernamentales (BMG) se determinan como la diferencia de los depósitos bancarios (RSB), menos el crédito bancario al sector privado y las reservas en efectivo del sistema bancario (VRE).

$$DGI = DGI_{t-1} + DFG + DGe(TCC)$$

$$BMG = RSB - VRE(TCC)$$

- **HACIENDA** por su parte determina que el crédito interno al sector público EGI, es igual al crédito interno en el periodo inmediato anterior (CIG_{t-1}) más el financiamiento del Banco de México al sector público (BMG). Este último está constituido por el déficit financiero (DFG), menos el endeudamiento externo (EGE) de tal forma que su ecuación queda como:

$$EGI = CIG_{t-1} + BMG$$

$$BMG = DFG - EGE$$

- **PROGRAMA**, presenta una relación de la fuentes de financiamiento público interno (FIG), compuestas por: encaje legal (EL), valores gubernamentales (CGF), financiamiento internos de la banca nacional al gobierno (BNG) y otros financiamiento interno (OFG). Este modelo introduce una ecuación para el financiamiento del Banco de México (BMG) al sector público, que se obtiene de

la variación del crédito del Banco de México (MC), el déficit financiero público interno (DIG) y el saldo de la balanza de pagos (BP).

$$\text{FIG} = \text{EL} + \text{CGF} + \text{BNG} + \text{OFG}$$

$$\text{BMG} = \text{MC} + \text{DIG} + \text{BP}$$

- **GALILEO** obtiene el endeudamiento público interno (EGI) de dos formas: primero, como la diferencia del déficit financiero público (DFG), menos el endeudamiento público externo (EGE); y como la suma del crédito bancario al sector público (CBI) y los valores gubernamentales (VG). El crédito público interno se determina endógenamente por funciones de comportamiento y también como una variable de ajuste dado el endeudamiento público externo.

1. $\text{EGI} = \text{DFG} - \text{EGE}$

2. $\text{EGI} = \text{CBG} + \text{VG}$

En nuestro caso planteamos una ecuación de comportamiento, a partir de identificar las variables que en los últimos años (1982 - 1994) han influido en el comportamiento de la deuda pública interna, entre ellas están consideradas: el déficit, los recursos externos, la inflación, y el comportamiento de las tasas de interés.¹

A partir de esta identificación planteamos que el endeudamiento interno del sector público (EGI) es una función lineal de déficit del sector público (SG), de los recursos externos (DGE), de la inflación (INFLA), de la tasa de interés externa (TX), de la deuda pública interna rezagada $\text{EGI}(t-1)$, y del déficit rezagado un

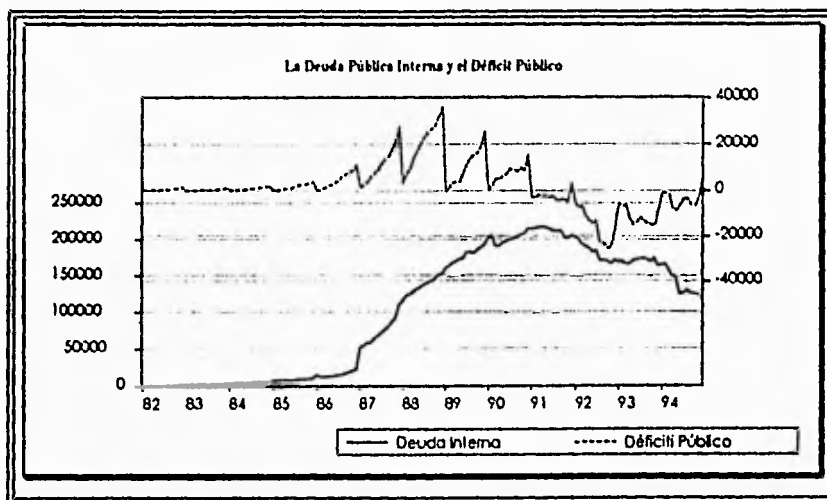
periodo SG(t -1), una variable dicotomica, para ajustar movimientos de una variable discordante -outlier- (DUMMY).

$$EGI = C1 + C2SG + C3DGE + C4INFLA + C5TX + C6EGI(t-1) + C7SG(-1) + C8DUMMY$$

El déficit del sector público está comprendido por el déficit económico, ya que consideramos como sector público al Gobierno Federal y al sector paraestatal. Los recursos externos están representados por la deuda externa, para la inflación utilizamos el índice nacional de precios al consumidor, para el caso de la tasa externa utilizamos la tasa libor, y por último la variable DUMMY representa el cambio estructural del tipo de endeudamiento externo por el interno. Todos los datos utilizados corresponden a las cifras mensuales a partir de 1982 a 1981.

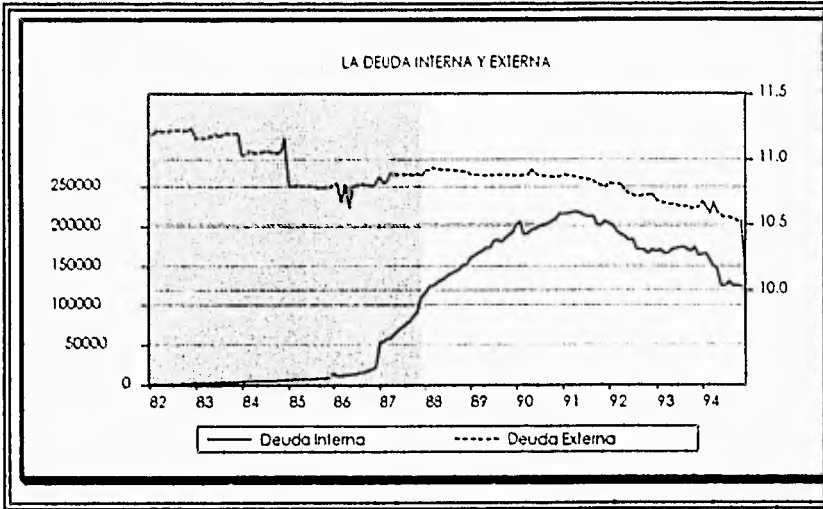
La experiencia nos ha demostrado que la relación entre el déficit y la deuda, es una relación directa, pues a medida que aumenta el déficit, su aumento se verá reflejado en el incremento de la deuda, en este sentido, el parámetro C2, destaca las variaciones del endeudamiento interno debido a los cambios en el déficit y será positivo, la siguiente gráfica nos muestra tal comportamiento.

Gráfica 7



Por su parte el valor de C_3 será negativo, dada la relación inversa que se establece entre la deuda pública interna y los recursos externos es decir, ante la disminución de los recursos externos, el sector público para continuar con sus actividades debe recurrir a la contratación de recursos internos, como el caso de la deuda pública interna, de tal manera que se espera que dicho parámetro nos muestre los incrementos de la deuda interna ante la disminución de la deuda externa, tal como se observa en la Gráfica 8.

Gráfica 8



Durante gran parte de la década de los ochenta se argumentó que el creciente déficit, traducido en incrementos de la deuda interna, generaba un círculo vicioso entre inflación y deuda, bajo este contexto C4 indicara el aumento del endeudamiento interno ante incrementos de la inflación y se espera que sea mayor a cero.

C5 muestra el cambio en el endeudamiento debido a las modificaciones en la tasa de interés externa, al aumentar la tasa de interés externa disminuirá el monto invertido en recursos externos y por lo tanto la deuda interna aumentará su valor esperado sea positivo.

Los parametros C6 y C7 se espera que sean mayores a cero, ya que en la medida que aumente el deficit y la deuda, sus efectos se sentirán en el período siguiente, así la deuda en el período actual es consecuencia directa de la carga de la deuda de períodos anteriores (intereses). Por su parte se espera que C8 sea diferente de cero, de tal manera que indique la corrección de las variables discordantes.

Para efectos de medir estos cambios o elasticidades de la deuda interna con respecto a sus variables explicativas, fue necesario realizar un transformación al modelo original, aplicando logaritmos naturales, de tal forma que el modelo de deuda quedó de la siguiente manera:

$$\text{LEGI} = C1 + C2 \text{LSG} + C3 \text{LDGE} + C4 \text{LINFLA} + C5 \text{LT X} + C6 \text{LEGI}(t-1) + C7 \text{LSG}(-1) + C8 \text{DUMMY}$$

4.2 Simulación De La Deuda Pública Interna.

Una vez realizado las transformaciones adecuadas a la ecuación fundamental, los resultados fueron los siguientes :

$$\text{LEGI} = 23.6\% + 1.198 \text{ LSG} - 4.257 \text{ LDGE} + 0.399 \text{ LINFLA} + 0.589 \text{ LT X} + 0.459 \text{ LEGI}(t-1) - 0.685 \text{ LSG}(-1) + 0.711 \text{ DUMMY}$$

Parámetro	T-student	Std Error
C1	1.97	12.01
C2	6.22	0.19
C3	-2.03	5.04
C4	5.14	0.07
C5	2.06	0.28
C6	7.74	0.05
C7	-3.24	0.21
C8	4.09	0.17

Otros estadísticos :

$$R^2 = .9744$$

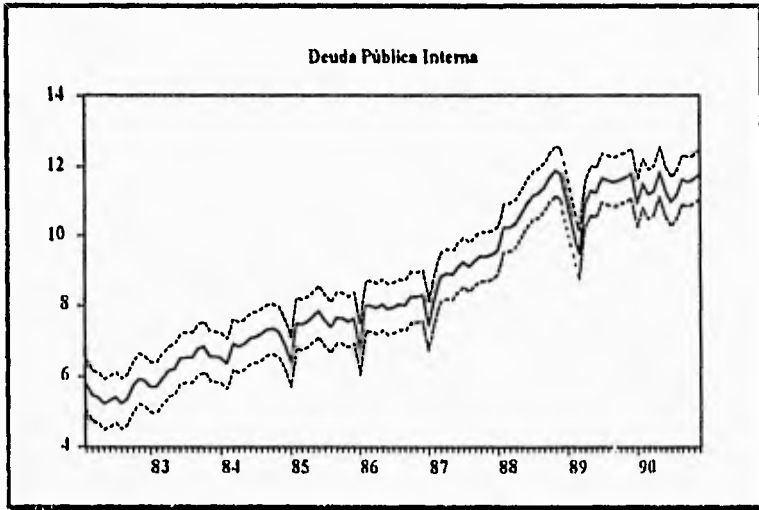
$$F = 528$$

$$DW = 1.7$$

ESTA TESIS NO DEBE VALER DE LA BORDA

La estimación de la deuda pública interna es representada en la siguiente gráfica.

Gráfica 9



Retomando las hipótesis planteadas sobre el valor de los parámetros, en general podemos decir que fueron los esperados. Sin embargo para el caso del déficit con un rezago, este presentó un coeficiente negativo, totalmente contrario a lo que se esperaba, lo cual no significa que sea incorrecto, sino que evidencia una de las tendencias recientes de la deuda y el déficit del sector público en los años noventa, pues en estos años ha ocurrido que a pesar que el déficit ha disminuido la deuda ha crecido en los siguientes años.

Por lo que respecta a la variable DUMMY revelo tener gran significación estadística lo que sin lugar a dudas evidencia que efectivamente se produjo un cambio estructural dentro del financiamiento del sector público.

CONCLUSIONES

La deuda pública en los últimos años, como ya se demostró en páginas precedentes, sufrió cambios importantes, encausados por las condiciones económicas prevalecientes en general, y por los programas de estabilización económica para el control de la inflación, en particular. Las modificaciones presentadas por la deuda pública interna ocurrieron, tanto en la forma de contratación, así como en su origen.

Cabe señalar que la transformación ocurrida en la forma de financiar el déficit público, fue obligada por la cancelación de recursos provenientes del sistema bancario y de otros considerados como inflacionarios (crédito directo del Banco de México al sector público). Pero además dicho cambio sólo se realizó con la ayuda y promoción de la reforma del sistema financiero. Ambas condiciones promovieron un ambiente propicio para la mayor colocación de valores en el mercado de dinero.

La deuda pública diversificó considerablemente sus instrumentos, aparecieron nuevos bonos con distintos valores nominales y plazos de vencimiento, cubriendo así objetivos especificados dentro del programa de estabilización y las necesidades financieras del sector público.

Es un hecho inegable que el control sobre el ritmo de crecimiento presentado por la inflación en estos últimos años, fue consecuencia directa de la colocación de valores gubernamentales, aún cuando la intervención de otros factores como el tipo de cambio y la disminución del déficit público fueron importantes. Lo anterior se confirma, con la información del capítulo 4, en donde se estableció la relación clave existente entre el crecimiento del déficit y la deuda, así como con la inflación.

Sin embargo, a pesar de que la deuda denominada en bonos, haya mitigado el crecimiento inflacionario, su composición y vencimiento provocó serios problemas para la economía nacional. Ya que en estos años se dió un proceso de sustitución de papel denominado en moneda nacional por deuda de corto plazo denominada en moneda extranjera. Tal como sucedió con valores como, Bondes y Ajustabonos (de largo plazo), que en conjunto descendieron a 16.1 por ciento de la deuda pública interna, mientras los títulos de corto plazo, Tesobonos entre otros, llegaron a representar el 83.9 por ciento.

La amortización de Tesobonos en 1995 llegó casi a 40 mil millones de dólares y la mayor parte de ellos estaban en manos de extranjeros, lo que representó una presión adicional sobre el mercado de divisas provocando la devaluación del tipo de cambio. La situación generada por la devaluación puso en evidencia la vulnerabilidad de la economía mexicana y deterioro los esfuerzos que en materia de estabilización y saneamiento de las finanzas públicas se lograron en años anteriores

Por un lado fue necesario demandar ayuda financiera con agentes externos y por otro, el sector público tuvo que crear fondos para ayudar a los sectores más afectados por la crisis, con el consecuente deterioro de sus finanzas.

Por lo anterior, es necesario replantear la forma de financiar el déficit público, es indispensable buscar un mecanismo que además de ayudar a controlar la inflación no entorpezca todo un proceso de crecimiento económico. Es fundamental, establecer que los plazos, rendimientos y denominación de los valores de endeudamiento público correspondan a la realidad económica, o en su caso crear condiciones económica estables, sin incertidumbre y brinden soluciones adecuadas para el sector público.

Finalmente quisieramos señalar que sería aprovechable explorar nuevas posibilidades, tomar en cuenta los cambios que presenta la economía, y pensar en planteamientos económicos distintos, corrigiendo aspectos que se han hecho a un lado y plantear que las medidas económicas funcionen realmente en bien de la colectividad.

APÉNDICE ESTADÍSTICO

INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO
FLUJOS ACUMULADOS EN MP

	TRIBUTARIOS	EXPORTACION DE PEMEX
1980	485.1	4.3
1981	647.1	16.4
1982	967.4	123.9
1983	1,838.2	189.2
1984	3,049.0	220.2
1985	4,862.0	496.6
1986	8,979.0	488.2
1987	20,821.0	316.8
1988	47,385.0	795.7
1989	61,139.0	1,511.3
1990	79,251.0	3,511.9
1991	103,509.0	1,430.8
1992	126,529.0	1,954.4
1993	142,983.0	1,796.0
1994	160,028.0	

INGRESOS DEL SECTOR PÚBLICO
TASA DE CRECIMIENTO REAL

	TRIBUTARIOS	EXPORTACION DE PEMEX
1980	-2.2	-75.9
1981	2.6	194.9
1982	-26.6	271.0
1983	3.1	-17.2
1984	2.9	-27.8
1985	-3.1	37.0
1986	-11.9	-53.1
1987	-12.4	-75.5
1988	55.6	71.7
1989	11.2	63.6
1990	1.4	81.7
1991	10.6	-65.5
1992	20.2	34.3
1993	4.6	-14.9
1994	5.6	-100.0

**GASTOS DEL SECTOR PÚBLICO
PAGO DE INTERESES**

FLUJOS ACUMULADOS EN MP

	TOTAL	INTERNOS	EXTERNOS
1980	144.7	94.1	50.6
1981	286.8	165.2	121.6
1982	1,156.6	838.9	317.7
1983	2,265.2	1,457.0	808.2
1984	3,598.0	2,496.0	1,102.0
1985	5,055.0	3,848.0	1,207.0
1986	13,390.0	9,738.0	3,652.0
1987	38,374.0	29,932.0	8,442.0
1988	66,938.0	52,010.0	14,928.0
1989	67,109.0	49,208.0	17,901.0
1990	67,118.0	50,299.0	16,819.0
1991	47,233.0	29,872.0	17,361.0
1992	39,956.0	24,496.0	15,460.0
1993	33,333.0	18,796.0	14,537.0
1994	26,788.0	10,255.0	16,533.0

**GASTOS DEL SECTOR PÚBLICO
PAGO DE INTERESES**

TASA DE CRECIMIENTO REAL

	TOTAL	INTERNOS	EXTERNOS
1981	98.2	75.6	140.3
1982	303.3	407.8	161.3
1983	95.8	73.7	154.4
1984	58.8	71.3	36.4
1985	40.5	54.2	9.5
1986	164.9	153.1	202.6
1987	186.6	207.4	131.2
1988	74.4	73.8	76.8
1989	0.3	(5.4)	19.9
1990	0.0	2.2	(6.0)
1991	(29.6)	(40.6)	3.2
1992	(15.4)	(18.0)	(10.9)
1993	(16.6)	(23.3)	(6.0)
1994	(19.6)	(45.4)	13.7

**FINANZAS DEL SECTOR PÚBLICO
FLUJOS ACUMULADOS EN MP**

	GASTO *	INGRESO *	DEF.(+) O SUP.(-) ECONÓMICO
1980	1,390.0	1,139.5	292.6
1981	2,240.0	1,548.7	797.1
1982	4,033.0	2,726.3	1,531.8
1983	6,941.7	5,686.3	1,455.0
1984	11,089.0	9,221.0	2,106.0
1985	17,636.0	14,379.0	3,902.0
1986	33,129.0	23,229.0	11,126.0
1987	83,737.0	57,036.0	27,789.0
1988	151,295.0	113,278.0	36,386.0
1989	168,507.0	141,880.0	25,752.0
1990	202,168.0	188,271.0	15,440.0
1991	221,469.0	254,445.0	(26,656.0)
1992	250,195.0	297,880.0	(47,072.0)
1993	276,796.0	293,891.0	(8,405.0)
1994	327,356.0	325,735.0	4,028.0

* presupuestal consolidado

**FINANZAS DEL SECTOR PÚBLICO
TASA DE CRECIMIENTO REAL**

	GASTO *	INGRESO *	DEF.(+) O SUP.(-) ECONÓMICO
1980	4.9	4.5	6.8
1981	24.0	4.5	109.6
1982	(11.6)	(13.5)	(5.6)
1983	(6.6)	13.1	(48.5)
1984	(0.9)	0.6	(10.2)
1985	(3.4)	(5.3)	12.6
1986	(10.4)	(22.9)	36.0
1987	(4.6)	(7.3)	(5.7)
1988	23.5	35.8	(10.5)
1989	(4.0)	7.9	(39.0)
1990	(6.2)	3.8	(53.1)
1991	(7.2)	14.5	(246.2)
1992	11.1	15.1	73.6
1993	2.4	(8.6)	(83.5)
1994	(0.2)	8.1	(145.2)

	INFLACION	TASA DE INTERÉS *
1980	29.8	41.6
1981	28.7	45.9
1982	98.8	44.4
1983	80.8	58.7
1984	59.2	47.7
1985	63.7	61.8
1986	105.7	87.3
1987	159.2	96.1
1988	51.6	69.0
1989	19.7	45.0
1990	29.9	34.7
1991	18.8	19.0
1992	11.9	15.6
1993	8.0	14.9
1994	6.0	12.4

* Cetes a 28 dias

	TIPO DE CAMBIO (pesos * dólar)	PRECIO DEL PETRÓLEO * (dólares * barril)
1980	23.3	31.6
1981	26.2	29.7
1982	148.5	28.7
1983	161.4	26.3
1984	209.7	26.7
1985	447.5	25.6
1986	915.0	11.9
1987	2.227.5	16.0
1988	2.297.5	13.4
1989	2.680.8	15.8
1990	2.943.2	19.4
1991	3.074.9	14.8
1992	3.089.7	14.9
1993	3.169.0	13.2
1994	6.072.1	12.7

* Corresponden al final de diciembre

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA
MP DE 1980

	TOTAL	INTERNA	EXTERNA
1982	4,653.0	762.6	3,890.4
1983	2,963.8	756.2	2,207.5
1984	2,608.5	765.9	1,842.7
1985	2,224.7	711.8	1,512.9
1986	2,298.2	772.2	1,526.0
1987	2,883.0	1,397.4	1,485.6
1988	2,394.0	1,315.0	1,079.0
1989	2,495.1	1,433.5	1,061.6
1990	2,332.6	1,430.9	901.7
1991	1,750.0	1,016.6	733.4
1992	1,516.9	830.7	686.1
1993	1,370.8	781.2	589.6
1994	1,147.4	525.9	621.6

DEUDA PÚBLICA
TASA DE CRECIMIENTO REAL

	TOTAL	INTERNA	EXTERNA
1983	-36.3	-0.8	-43.3
1984	-12.0	1.3	-16.5
1985	-14.7	-7.1	-17.9
1986	3.3	8.5	0.9
1987	25.4	81.0	-2.6
1988	-17.0	-5.9	-27.4
1989	4.2	9.0	-1.6
1990	-6.5	-0.2	-15.1
1991	-25.0	-29.0	-18.7
1992	-13.3	-18.3	-6.4
1993	-9.6	-6.0	-14.1
1994	-16.3	-32.7	5.4

DEUDA PÚBLICA INTERNA
POR TIPO DE INSTRUMENTO

	VALORES	BASE MONETARIA *
1982	4.4	95.6
1983	8.5	91.5
1984	8.9	91.1
1985	13.4	86.6
1986	16.0	84.0
1987	26.5	73.5
1988	34.5	65.5
1989	55.2	44.8
1990	68.2	31.8
1991	74.3	25.7
1992	77.0	23.0
1993	71.3	28.7
1994	83.5	16.5

* Comprende el crédito directo otorgado por el Banco de México al Sector Público.

COLOCACION DE DEUDA A TRAVES DE VALORES GUBERNAMENTALES

ESTRUCTURA PORCENTUAL

	CETES	PETROBONOS	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	79.4	20.6	-	-	-	-
1981	88.9	11.1	-	-	-	-
1982	93.8	6.2	-	-	-	-
1983	95.2	4.8	-	-	-	-
1984	91.9	8.1	-	-	-	-
1985	84.5	15.5	-	-	-	-
1986	89.2	9.7	-	-	-	1.1
1987	92.9	5.5	-	-	1.2	0.4
1988	63.9	1.9	-	-	30.7	3.5
1989	47.1	0.8	2.8	0.2	48.6	0.5
1990	46.6	0.5	9.3	0.8	41.8	1.0
1991	42.5	-	22.9	0.5	34.0	-
1992	44.5	-	27.2	0.7	27.6	-
1993	59.8	-	24.9	2.8	12.6	-
1994	23.0	-	17.2	55.0	4.8	-

TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA

ESTRUCTURA PORCENTUAL

	BANCO DE MEXICO	BANCA DE DESARROLLO	BANCA COMERCIAL	S. PUBLICO NO BANCARIO	SECTOR PRIVADO
1982	3.2	0.9	22.3	9.1	64.5
1983	17.9	4.8	11.4	11.8	54.0
1984	3.1	3.2	3.9	8.3	81.4
1985	49.8	1.9	3.0	4.4	40.9
1986	60.4	1.5	3.6	1.3	33.1
1987	45.0	2.9	9.2	0.6	42.3
1988	26.6	1.2	21.9	0.7	49.5
1989	31.4	1.0	21.2	0.6	45.7
1990	27.0	0.4	22.2	0.8	49.7
1991	21.2	0.5	32.2	1.5	44.6
1992	25.8	0.1	15.1	3.4	55.6
1993	8.1	0.0	1.8	3.7	86.4
1994	-30.5	1.8	5.1	5.4	118.1

**TENEDORES DE LA DEUDA PÚBLICA INTERNA
ESTRUCTURA PORCENTUAL**

	TOTAL	BANCO DE MEXICO	BANCA DE DESARROLLO	BANCA COMERCIAL	S. PÚBLICO NO BANCARIO	SECTOR PRIVADO
1980	100.0	29.1	0.9	0.7	18.2	51.0
1981	100.0	13.4	0.6	24.5	15.5	46.0
1982	100.0	3.2	0.9	22.3	9.1	64.5
1983	100.0	17.9	4.8	11.4	11.8	54.0
1984	100.0	3.1	3.2	3.9	8.3	81.4
1985	100.0	49.8	1.9	3.0	4.4	40.9
1986	100.0	60.4	1.5	3.6	1.3	33.1
1987	100.0	45.0	2.9	9.2	0.6	42.3
1988	100.0	26.6	1.2	21.9	0.7	49.5
1989	100.0	31.4	1.0	21.2	0.6	45.7
1990	100.0	27.0	0.4	22.2	0.8	49.7
1991	100.0	21.2	0.5	32.2	1.5	44.6
1992	100.0	25.8	0.1	15.1	3.4	55.6
1993	100.0	8.1	0.0	1.8	3.7	86.4
1994	100.0	-30.5	1.8	5.1	5.4	118.1

**TASA DE CRECIMIENTO DE LA ESTRUCTURA PORCENTUAL
DE LOS SECTORES TENEDORES DE DEUDA**

	TOTAL	BANCO DE MEXICO	BANCA DE DESARROLLO	BANCA COMERCIAL	S. PÚBLICO NO BANCARIO	SECTOR PRIVADO
1980						
1981	0.0	-53.9	-31.9	3260.4	-14.9	-9.9
1982	0.0	-76.1	41.4	-8.9	-41.6	40.4
1983	0.0	458.6	449.9	-48.8	30.4	-16.3
1984	0.0	-82.5	-33.5	-65.7	-29.7	50.8
1985	0.0	1483.6	-39.7	-23.3	-47.4	-49.7
1986	0.0	21.4	-21.7	20.1	-69.7	-19.0
1987	0.0	-25.5	88.9	155.9	-51.6	27.5
1988	0.0	-40.8	-56.3	137.2	8.3	17.1
1989	0.0	17.9	-16.5	-3.2	-11.6	-7.6
1990	0.0	-14.0	-64.6	4.6	22.3	8.7
1991	0.0	-21.7	27.0	45.1	101.5	-10.1
1992	0.0	21.8	-73.4	-53.0	122.5	24.6
1993	0.0	-68.4	-70.7	-88.1	8.5	55.3
1994	0.0	-473.9	4913.7	184.1	48.5	36.8

TEENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR EL BANCO DE MÉXICO

MILLONES DE PESOS

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	16.0	16.0	-	-	-	-
1981	13.0	13.0	-	-	-	-
1982	(11.0)	(11.0)	-	-	-	-
1983	111.0	111.0	-	-	-	-
1984	25.0	25.0	-	-	-	-
1985	1,174.0	1,174.0	-	-	-	-
1986	4,981.0	5,011.0	-	-	-	(30.0)
1987	12,802.3	13,759.0	-	-	-	(956.7)
1988	18,110.3	14,743.3	-	-	4,457.0	(1,090.0)
1989	38,314.1	29,541.1	321.0	4.0	8,778.0	(330.0)
1990	44,389.6	33,473.6	1,441.0	1,086.0	8,158.0	231.0
1991	36,380.8	34,666.7	1,396.0	(1,005.0)	1,348.4	(25.3)
1992	35,818.4	30,123.2	1,211.8	(1,352.1)	5,835.5	-
1993	11,155.2	9,864.6	703.0	(2,291.1)	2,878.7	-
1994	(36,534.6)	14,825.9	(525.0)	(56,067.0)	5,231.5	-

TEENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR LA BANCA DE DESARROLLO

MILLONES DE PESOS

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	0.5	0.5	-	-	-	-
1981	0.6	0.6	-	-	-	-
1982	3.0	3.0	-	-	-	-
1983	29.8	29.8	-	-	-	-
1984	25.5	25.5	-	-	-	-
1985	45.6	45.6	-	-	-	-
1986	124.8	124.8	-	-	-	-
1987	813.3	780.0	-	-	-	33.3
1988	849.2	239.0	-	-	557.0	53.2
1989	1,272.9	490.9	-	-	782.0	-
1990	607.7	315.7	-	-	292.0	-
1991	807.8	744.2	63.0	-	0.6	-
1992	173.9	0.8	111.5	-	61.6	-
1993	50.2	10.2	34.8	-	5.2	-
1994	2,204.8	8.0	581.7	1,615.0	0.1	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR LA BANCA COMERCIAL

MILLONES DE PESOS

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	0.4	0.4	-	-	-	-
1981	23.7	23.7	-	-	-	-
1982	76.4	76.4	-	-	-	-
1983	70.7	70.7	-	-	-	-
1984	31.2	31.2	-	-	-	-
1985	71.0	71.0	-	-	-	-
1986	298.1	253.7	-	-	-	44.4
1987	2,631.7	2,460.7	-	-	-	171.0
1988	14,911.1	11,775.8	-	-	3,037.0	98.3
1989	25,898.2	13,340.0	-	-	12,412.0	146.2
1990	36,516.3	17,252.0	28.0	-	19,104.0	132.3
1991	55,450.0	8,629.9	5,086.8	-	41,732.0	1.3
1992	21,054.0	90.7	3,014.5	-	17,948.8	-
1993	2,460.5	1,226.1	434.2	403.9	396.3	-
1994	6,122.6	1,237.6	1,199.0	3,626.4	59.6	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES AL S. PÚBLICO NO BANCARIO

MILLONES DE PESOS

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	10.0	10.0	-	-	-	-
1981	15.0	15.0	-	-	-	-
1982	31.0	31.0	-	-	-	-
1983	73.0	73.0	-	-	-	-
1984	66.0	66.0	-	-	-	-
1985	103.0	103.0	-	-	-	-
1986	109.1	104.0	-	-	-	5.1
1987	182.3	179.0	-	-	-	3.3
1988	471.8	454.0	-	-	10.0	7.8
1989	748.6	263.0	17.0	2.6	466.0	-
1990	1,233.8	278.0	450.0	-	496.5	9.3
1991	2,601.9	1,025.0	1,257.6	-	319.3	-
1992	4,680.0	596.1	2,508.6	10.6	1,564.4	-
1993	4,998.9	1,394.6	3,100.7	21.4	482.2	-
1994	6,501.2	754.2	2,187.7	3,098.0	461.3	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR EL SECTOR PRIVADO
MILLONES DE PESOS

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	28.0	28.0	-	-	-	-
1981	44.5	44.5	-	-	-	-
1982	221.0	221.0	-	-	-	-
1983	334.0	334.0	-	-	-	-
1984	648.0	648.0	-	-	-	-
1985	966.0	966.0	-	-	-	-
1986	2,733.5	2,656.0	-	-	-	77.5
1987	12,023.5	10,798.0	-	-	358.6	866.9
1988	33,626.0	18,281.0	-	-	12,125.0	3,220.0
1989	55,739.6	18,660.0	2,887.0	192.0	33,239.0	761.6
1990	81,634.0	31,597.0	12,392.0	116.0	36,462.0	1,067.0
1991	76,761.7	29,021.0	31,185.0	1,931.5	14,552.0	72.2
1992	77,347.8	34,221.7	29,425.0	2,263.9	11,437.2	-
1993	118,212.6	69,809.0	29,422.6	5,707.5	13,273.5	-
1994	141,611.6	18,995.4	13,672.2	106,386.0	2,558.0	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR EL BANCO DE MÉXICO
MILLONES DE PESOS DE 1980

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	14.5	14.5	-	-	-	-
1981	9.1	9.1	-	-	-	-
1982	-3.8	-3.8	-	-	-	-
1983	20.7	20.7	-	-	-	-
1984	2.9	2.9	-	-	-	-
1985	82.4	82.4	-	-	-	-
1986	166.8	167.8	-	-	-	-1.0
1987	161.9	174.0	-	-	-	-12.1
1988	156.5	127.4	-	-	38.5	-9.4
1989	285.3	220.0	2.4	-	65.4	-2.5
1990	258.4	194.9	8.4	6.3	47.5	1.3
1991	179.4	170.9	6.9	-5.0	6.6	-0.1
1992	173.7	146.1	5.9	-6.6	28.3	-
1993	50.1	44.3	3.2	-10.3	12.9	-
1994	-154.7	62.8	-2.2	-237.5	22.2	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR LA BANCA DE DESARROLLO
MILLONES DE PESOS DE 1980

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	0.5	0.5	-	-	-	-
1981	0.4	0.4	-	-	-	-
1982	1.0	1.0	-	-	-	-
1983	5.6	5.6	-	-	-	-
1984	2.9	2.9	-	-	-	-
1985	3.2	3.2	-	-	-	-
1986	4.2	4.2	-	-	-	-
1987	10.3	9.9	-	-	-	0.4
1988	7.3	2.1	-	-	4.8	0.5
1989	9.5	3.7	-	-	5.8	-
1990	3.5	1.8	-	-	1.7	-
1991	4.0	3.7	0.3	-	0.0	-
1992	0.8	0.0	0.5	-	0.3	-
1993	0.2	0.0	0.2	-	0.0	-
1994	9.3	0.0	2.5	6.8	0.0	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR LA BANCA COMERCIAL
MILLONES DE PESOS DE 1980

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	0.4	0.4	-	-	-	-
1981	16.6	16.6	-	-	-	-
1982	26.2	26.2	-	-	-	-
1983	13.2	13.2	-	-	-	-
1984	3.6	3.6	-	-	-	-
1985	5.0	5.0	-	-	-	-
1986	10.0	8.5	-	-	-	1.5
1987	33.3	31.1	-	-	-	2.2
1988	128.9	101.8	-	-	26.2	0.8
1989	192.8	99.3	-	-	92.4	1.1
1990	212.6	100.4	0.2	-	111.2	0.8
1991	273.4	42.6	25.1	-	205.8	-
1992	102.1	0.4	14.6	-	87.0	-
1993	11.0	5.5	1.9	1.8	1.8	-
1994	25.9	5.2	5.1	15.4	0.3	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES AL S. PÚBLICO NO BANCARIO
MILLONES DE PESOS DE 1980

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	9.1	9.1	-	-	-	-
1981	10.5	10.5	-	-	-	-
1982	10.6	10.6	-	-	-	-
1983	13.6	13.6	-	-	-	-
1984	7.6	7.6	-	-	-	-
1985	7.2	7.2	-	-	-	-
1986	3.7	3.5	-	-	-	0.2
1987	2.3	2.3	-	-	-	0.0
1988	4.1	3.9	-	-	0.1	0.1
1989	5.6	2.0	0.1	-	3.5	0.1
1990	7.2	1.6	2.6	-	2.9	0.1
1991	12.8	5.1	6.2	-	1.6	-
1992	22.7	2.9	12.2	0.1	7.6	-
1993	22.4	6.3	13.9	0.1	2.2	-
1994	27.5	3.2	9.3	13.1	2.0	-

TENENCIA DE VALORES GUBERNAMENTALES POR EL SECTOR PRIVADO

MILLONES DE PESOS DE 1980

	TOTAL	CETES	AJUSTABONOS	TESOBONOS	BONDES	PAGAFES
1980	25.5	25.5	-	-	-	-
1981	31.1	31.1	-	-	-	-
1982	75.9	75.9	-	-	-	-
1983	62.2	62.2	-	-	-	-
1984	74.9	74.9	-	-	-	-
1985	67.8	67.8	-	-	-	-
1986	91.5	83.9	-	-	-	2.6
1987	152.0	136.5	-	-	4.5	11.0
1988	290.6	158.0	-	-	104.8	27.8
1989	415.0	138.9	21.5	1.4	247.5	5.7
1990	475.3	184.0	72.1	0.7	212.3	6.2
1991	378.5	143.1	153.8	9.5	71.8	0.4
1992	375.0	165.9	142.7	11.0	55.5	-
1993	530.7	313.4	132.1	25.6	59.6	-
1994	599.8	80.4	57.9	450.6	10.8	-

BIBLIOGRAFÍA

- ⇒ Aceituno, G. y I.S. Ruppha. "Déficit público e inflación", *Economía Mexicana*, No. 4, F.E. UNAM, pp.47-61.
- ⇒ Alfaro, Desentis Samuel. "Efectos reales del endeudamiento público interno: evidencia empírica para México". *Trimestre Económico*. Vol.52, No. 220. F.E.
- ⇒ Aspe, Armella Pedro. *El Camino Mexicano de La Transformación*, FCE, México 1993.
- ⇒ Aspe, Armella Pedro. "México: deuda externa y crecimiento económico". Compilación de Solís, Leopoldo y Dwight S. Brothers, México en busca de una nueva estrategia de Desarrollo, *Series de Lecturas del Trimestre Económico*. No.74, F.E.
- ⇒ Blejer, Mario. "Las políticas fiscales y monetarias en la estabilización", *Política Económica de la Inflación*. Colegio Nacional de Economistas, México 1988.
- ⇒ Boothe, Paul y Bradford. "Debt management objectives for a small open economy". *Journal of Money Credit and Banking*. Vol. 24, No. 1.
- ⇒ Buitier, Willem H. 1977. "Crowding out and effectiveness of fiscal policy". *Journal of Public Economics*. No.7. North-Holland Publishing Co.
- ⇒ Canto, Saenz Rodolfo. "Crisis fiscal y monetarismo en México 1983-1986". El Dilema de la Economía Mexicana, *Ensayos de Interpretación*. UAM, México 1988.
- ⇒ Córdoba, Montoya José. "Lecciones de la reforma económica en México". Compilación de Bazdresch, Carlos y otros, México. auge crisis y ajuste, *Serie de Lecturas del Trimestre Económico*. No. 73, F.E.
- ⇒ Díaz, Alejandro Carlos. "Good bye financial repression, hello financial crash". *Journal of Development Economics*. No. 19, 1985, pp 1-24.
- ⇒ Dornbusch, Rudiger, y Alejandro Reynoso. "Financial factors in economic development". *American Economic Review*, Documentos y Procedimientos. No. 79, 1989, pp 2204-209.
- ⇒ Dornbusch, Rudiger y Stanley Fisher. *Macroeconomics*. MacGraw Hill 1987.
- ⇒ Easterly, William. *Fiscal Adjustment and deficit financing during the debt crisis*, The World Bank, 1991
- ⇒ Ejea, Guillermo y Garrido Celso. *Mercado de Valores: Crisis y Nuevos Circuitos Financieros en México, 1970-1990*. UAM, México 1991.

- ⇒ Friedman, Benjamin M. "Crowding out or crowding in?". Economic consequences of financing government deficits, *Brooking Papers on Economy Activity*. The Brookings Institution, Washington, D.C. 1978.
- ⇒ García, Yévenes Luz María. "El financiamiento del déficit público y su impacto macroeconómico. Algunos aspectos de interés". *Investigación Económica*, No. 198, octubre-diciembre 1991, pp 217-239.
- ⇒ García , A y Serra P.J. "Causas y efectos de la crisis económica en México". *Jornadas*. No. 104 Colegio de México.
- ⇒ González, Méndez Héctor. "Desregulación financiera en México", *Monetaria*, abril-junio 1993.
- ⇒ Guillén, Romo Hector. "El dogma de las finanzas sanas en México". *Investigación Económica*. No. 200, abril-junio 1992.
- ⇒ Gutiérrez, Pérez Antonio y Perrotini Ignacio. "Liberalización financiera y estabilización macroeconómica en México: desafíos y perspectivas". *Investigación Económica*. No. 209, julio-septiembre 1994.
- ⇒ Lasa, Alcides José. "Una nota sobre el concepto de déficit real del sector público; el caso de México". *Investigación Económica*. No. 178, octubre-diciembre 1986.
- ⇒ Mantey, Guadalupe. "Los mercados financieros y la eficiencia económica". *Investigación Económica*. No. 164, abril-junio 1983, pp 101-114.
- ⇒ Reyes, Heróles Jesús. "Estabilización y crecimiento en México: Gestión de la Deuda Pública Interna". *El Trimestre Económico*. Vol 57, No.226, F.E.
- ⇒ Reynoso, Alejandro. *Inflación y Estructura Económica*. Mimeo. Secretaria de Hacienda y Crédito Público. 1990
- ⇒ Ruiz Duran, Clemente. "Financiamiento del desarrollo e innovación financiera". *Investigación Económica*. No. 182, octubre-diciembre 1987, pp 229-254.
- ⇒ Trigueros, Ignacio. "Programas de estabilización sin credibilidad e intervención financiera". *El Trimestres Económico*. Vol. 2 No.especial julio 1990.
- ⇒ Villegas, Eduardo y Ortega Rosa M. *El nuevo sistema financiero mexicano*. PAC. México 1991.