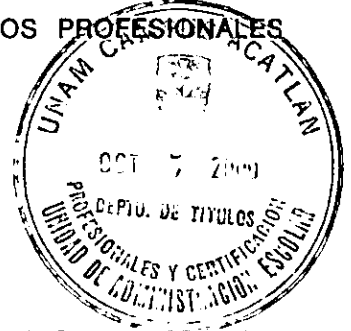


1



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES "ACATLAN"



FLUJOS DE INVERSION EXTRANJERA INDIRECTA Y FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO 1989-1994

283997

SEMINARIO - TALLER EXTRACURRICULAR

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE: LICENCIADO EN ECONOMIA

PRESENTA: OFELIA ACEVEDO PEÑA

ASESORA: MTRA. MA. TERESA LOPEZ GONZALEZ

ACATLAN, EDO. DE MEXICO.

SEPTIEMBRE DE 2000



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.

A mis padres Placido Acevedo Carranza y Graciela Peña Serrano a quien debo lo que soy y les agradezco con todo mi amor.

A mis hermanos Rafael, Celina, Ma. Carmen, Margarita, Alicia, Ma. Lourdes, Lucía y Juana por todo el cariño y apoyo que me han brindado siempre.

Quiero manifestar mi agradecimiento a la Mtra. Teresa López González por el apoyo brindado para la elaboración de este trabajo.



## **FLUJOS DE INVERSION EXTRANJERA INDIRECTA Y FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT PUBLICO 1989-1994.**

### **INDICE**

<b>Introducción</b>	1
<b>Capitulo I</b>	3
<b>Mercados Emergentes e Inversión Extranjera Indirecta</b>	3
1.1 Surgimiento de los Mercados Emergentes	6
1.2 Crisis de Deuda en América Latina y Mercados Emergentes	10
1.3 Inserción de México en los Mercados Emergentes	13
<b>Capitulo II</b>	17
<b>Flujos de Inversión Extranjera Indirecta y El Mercado De Valores En México 1989-1994.</b>	17
2.1 Estructura del Mercado de Valores en México	17
2.2 Comportamiento del Mercado de Valores 1989-1994	21
2.3 Flujos de Capital Externo en Cartera (Inversión Extranjera Indirecta)	24
2.3.1. Principales Instrumentos de Inversión Extranjera Indirecta	26

<b>Capítulo III</b>	37
<b>El Mercado de Valores y el Déficit Público</b>	37
3.1 Política de Ajuste y Financiamiento del Déficit Público 1983-1987	37
3.2 Política Económica Anti-Inflacionaria	47
3.3 Flujo de Capitales y Financiamiento del Déficit Público 1988-1994	51
3.4 Relación entre indicadores Económicos y Déficit Público	65
<b>Conclusiones</b>	71
<b>Bibliografía</b>	75

## INTRODUCCIÓN

El tema central del presente estudio es la inversión extranjera indirecta y su relación con el déficit público gubernamental, durante el periodo salinista 1988-1994, en el contexto de apertura económica, comercial y financiera.

La postura de quienes sustentan que el crédito externo ha sido palanca no sólo de financiamiento gubernamental, sino también promotor del desarrollo e incentivador de las ramas productivas no se cumple, no sólo en América Latina, sino tampoco en México donde la inversión extranjera sustituyó de alguna manera a éste crédito. El gobierno realizó cambios a la estructura financiera y bursátil con el objetivo de atraer los suficientes capitales al país, que le permitieran dinamizar la actividad económica, el resultado fue sólo la atracción masiva de recursos, que convirtió a México en un país de alta rentabilidad financiera y cuyos recursos se concentraron principalmente en el sector bursátil.

La estrategia adoptada por el gobierno salinista para atraer recursos frescos a la economía consistió en la rentabilidad del capital externo, que ávido de altas ganancias, encontró muy atractivo el mercado de capitales emergentes que se estaba configurando en México. Ello explica los grandes volúmenes de inversión extranjera indirecta que empezaron a fluir a partir de 1989. Todo parecía indicar que la economía mexicana se había convertido en uno de los principales mercados emergentes.

La gran afluencia de recursos provenientes de la inversión extranjera indirecta, generó reservas internacionales que permitieron aplicar una política económica basada en una política monetaria restrictiva y en una apolítica cambiara de sobrevaluación, que permitió hacer frente a la política de apertura comercial indiscriminada. Esto no hubiera sido posible en un contexto de inestabilidad económica. Por ello, era importante lograr la estabilidad y el ajuste de los

desequilibrios macroeconómicos, que permitieran generar en los agentes económicos expectativas de certidumbre y crecimiento.

No obstante, hacia mediados de 1992, empezaron a mostrarse los primeros signos de contradicciones de estas políticas, alto déficit externo, desarticulación de la planta productiva y una caída drástica en los salarios reales.

Bajo esta perspectiva analítica, en este trabajo abordamos, el análisis de los efectos y consecuencias de los flujos de capitales externos de corto plazo y su relación con el déficit público, para ello en el capítulo I, se analizan las características de los mercados emergentes y la inversión extranjera indirecta en un marco de globalidad financiera internacional, en el que los mercados financieros nacionales sufren cambios drásticos que la propia dinámica internacional les exige para insertarse en el mismo.

En el capítulo II, se estudian las características y comportamiento de la inversión extranjera indirecta en el Mercado de Valores, lo que nos permitirá entender la relación que se estableció entre este tipo de inversión y el financiamiento del déficit público.

Finalmente, en el capítulo III, se estudia esta relación del déficit público y el Mercado de Valores, en particular el mercado de dinero. En este capítulo se hace evidente el papel estratégico que cumplieron los flujos de capital externos indirectos en la continuidad de una política económica que en el corto plazo, tuvo resultados exitosos y rápidos, pero que en el largo plazo, resultó sumamente contradictorio y con un alto costo social y económico para los sectores sociales mayoritarios.

En este marco del análisis, queda demostrado que con superávit en finanzas públicas no es garantía de estabilidad, y menos de crecimiento.



## **CAPITULO I**

### **MERCADOS EMERGENTES E INVERSION EXTRANJERA INDIRECTA.**

Durante la década de los ochentas, el proceso de globalización financiera, busca nuevas formas de valorización del capital y la expansión de espacios geográficos, que le permita crecer y desarrollarse a niveles han que traído como, consecuencias volatilidad y de especulación, casi incontrolables. Lo que ha provocado crisis financieras inmanejable. En este contexto, surgieron y se alimentan los mercados de capitales emergentes, mismos que se han caracterizado por la innovación en nuevos servicios y productos financieros que rompen con los esquemas tradicionales de capital dinerario.

El proceso de cambio y reestructuraciones durante los últimos 15 años, ha permitido la instauración de un mercado globalizado de capitales cuyo funcionamiento es continuo a nivel internacional. La constitución de un mercado globalizado bajo el concepto de desregulación de los mercados y privatización de las economías, que responde invariablemente a las necesidades de capital de los países altamente industrializados no es mas que la expresión de una nueva fase de desarrollo capitalista, caracterizada por la valorización del capital en espacios institucionales sin fronteras y más integrados.

La internacionalización del capital no se limita a los bancos quienes tradicionalmente financiaban al comercio internacional ahora se trata de un patrón que no sólo financia sino que también controla y redefine la actividad económica. La importancia de lo anterior se fundamente en el hecho de que el sistema financiero es un ente organizador y articulador del crédito a nivel mundial, es por ello que la globalización financiera es condición y requisito de la globalización productiva.

La nueva fase de internacionalización del capital es resultado de los procesos de innovación y desregulación financiera así como de la aparición de una base tecnológica que ha eliminado y/o erosionado las barreras nacionales. En este sentido, podemos decir que son cinco las fuerzas que estimulan dicho proceso de globalización:

1) El surgimiento de una nueva plataforma tecnológica, que basada en el desarrollo de las telecomunicaciones y la computación cambiaron de raíz las prácticas financieras. En ellas se sustenta la base de los productos y servicios financieros. El desarrollo de nuevas tecnologías permitió la difusión y almacenamiento casi instantáneo de la información, así como de las operaciones realizadas diariamente como es el caso de las 300 mil terminales de computadoras conectadas a más de 110 países, proporcionando una cobertura de más de cien mil acciones que se negocian en todo el mundo. El avance tecnológico trajo como consecuencia inmediata no solo la reducción de costos y tiempo sino también dio lugar a un elevado nivel de competencia entre los distintos instrumentos de inversión. Estos cambios tecnológicos fueron rápidamente aceptados y absorbidos por el sector financiero, contribuyendo de manera decisiva a la globalización de los mercados de capitales.

Asimismo, el abaratamiento de las comunicaciones permitió; por un lado, el acceso rápido a la información (cálculos financieros) y, por otro, estos mismos provocaron que se eliminara la segmentación de esta. Es decir, la innovación tecnológica permitió el acceso a la información unificada.

2) La innovación financiera, es parte de un fenómeno creativo de nuevos productos, procesos y mercados, traducidos en una amplia gama de activos financieros inmersos en un desarrollo explosivo de los mercados de valores. La innovación financiera responde a cambios en el entorno macroeconómico, y a la creciente competencia de los mercados tanto nacionales como internacionales, dada por el surgimiento de nuevos agentes. Esta innovación surge con el

desarrollo de mercados de bonos gubernamentales como una vía para financiar los déficits públicos de los gobiernos principalmente, durante los años ochentas. Dentro de esta innovación podemos distinguir dos tipos, la primera de carácter privado en la que el motor impulsor fue la inflación y el deterioro de las instituciones de depósito como la banca comercial, y la segunda siendo la restricción de carácter público en donde el gobierno es el agente central, su principal motor.

Los efectos de la innovación financiera han sido múltiples: la disminución de costos; mayor eficiencia y competencia; una mayor variedad en los instrumentos financieros; mejores oportunidades de inversión y, por lo tanto, una distribución variada y amplia del riesgo. Sin embargo, también se ha observado una mayor inestabilidad en el comportamiento de los agregados monetarios; una menor capacidad de regulación monetaria por parte de las autoridades monetarias nacionales, así como una mayor sensibilidad financiera.

3) La desregulación financiera, se ha traducido en el desmantelamiento progresivo del funcionamiento restrictivo de los mercados financieros domésticos. Esta desregulación se inició en Estados Unidos con la eliminación de las comisiones fijas y los controles sobre el mercado de valores durante 1975, y de la tasa de impuestos sobre operaciones para préstamos. Posteriormente, se continuó con el paquete legislativo de principios de los años 80's (Ley de desregulación de las instituciones de depósito y control monetario de 1980, Ley de facilidades bancarias internacionales en 1981 y Ley de Gran-Saint Germain de 1982), iniciando un proceso de liberación de tasa de interés que finalizó en 1986. Con todas estas modificaciones y medidas regulatorias fue posible la apertura de un centro financiero internacional en Nueva York sin regulaciones estatales, que finalmente permitiría la homogeneización de las instituciones de depósito. Todo ello se traduce en la liberación de prácticas financieras internas en Estados Unidos y en apertura hacia los mercados externos.

4) La titularización del financiamiento, este mecanismo se refiere al surgimiento y expansión de finanzas ligadas a la emisión de títulos y valores respaldados por deuda, los cuales conforman un nuevo patrón de financiamiento de la actividad económica transformando las Bolsas de Valores en una pieza maestra del sistema financiero internacional.

5) La homogeneización de las instituciones financieras, tradicionalmente los intermediarios financieros por excelencia habían sido los bancos comerciales, los cuales recibían depósitos y otorgaban préstamos, con los cambios en las formas de financiamiento aunado a las nuevas estructuras financieras creadas por el desarrollo tecnológico, la innovación y desregulación; han provocado una competencia voraz por los mismos fondos. Una prueba palpable de lo anterior es la presencia cada vez más agresiva de instituciones financieras no bancarias que pretenden ofrecer mejores y más servicios que los bancos comerciales.

El conjunto de tendencias anteriormente mencionadas no sólo soportan el proceso de globalización financiera sino también dieron origen al surgimiento de los mercados emergentes.

### **1.1 Surgimiento de los Mercados Emergentes**

Los mercados emergentes, concebidos por los mercados financieros pasan por cinco etapas cuyos criterios para clasificarlos son económicos y bursátiles. Con base en esto, se consideran las etapas de:

- Antes del despegue
- Despegue
- El empuje hacia la madurez tecnológica
- Consumo masivo y
- La búsqueda de la calidad

La primera etapa, antes del despegue se coloca por debajo de los 400 dólares per capita. El despegue se ubica entre 400 y 2,000 dólares per capita. El empuje hacia la madurez industrial entre 2,000 y 8,000 dólares. El consumo masivo entre 12,000 y 22,000 dólares per capita. Finalmente, la búsqueda de la calidad inicia después de 22,000 dólares per capita.

Según este esquema, las economías emergentes se ubican entre 400 y 8,000 dólares per capita, como lo muestra el cuadro 1.

Cuadro 1  
Etapas del crecimiento económico 1995 (PIB/PNB per capita en US\$)

<b>Etapa 1</b>	<b>Antes del arranque</b>	<b>Etapa 4</b>	<b>Consumo masivo</b>
Nigeria	276	Irlanda	12,358
China	326	N.Zelanda	12,426
India	359	España	13,522
Pakistán	369	Hong Kong	13,952
		Singapur	15,435
<b>Etapa 2</b>	<b>Arranque</b>	Australia	16,832
Indonesia	602	Reino Unido	17,641
Zimbawe	665	Holanda	19,024
Filipinas	755	Alemania	19,572
Jordania	956	Italia	19,835
Colombia	1364	Bélgica	20,030
Tailandia	1450	Austria	20,951
Turquía	1940	Francia	21,011
		Canadá	21,730
<b>Etapa 3</b>	<b>Industrialización</b>	E.U.	21,961
Chile	2191		
Malasia	2440	<b>Etapa 5</b>	<b>Búsqueda de la</b>
Venezuela	2544		<b>Calidad.</b>
México	2814	Noruega	24,777
Argentina	3302	Finlandia	25,190
Brasil	3328	Japón	25,243
Portugal	5717	Suecia	27,141
Grecia	6582	Suiza	27,527
Corea del Sur	6689		33,222
Taiwán	7890		

Fuente: Heyman Timothy, "¿Es México aún un Mercado Emergente?"  
Revista IMEF, octubre 1993.

Con base en estos criterios, mercados emergentes como México, se encuentran en la etapa 3, la llamada fase de industrialización en la que califican países que cuentan con un producto interno bruto per-cápita entre 2,000 y 8,000 dólares. Sin embargo, se considera que en cuanto proceso de desarrollo económico-político y financiero aún se presentan fuertes desequilibrios.

Cabe señalar que el criterio del PIB per capita, no es totalmente definitorio para el inversionista, a este lo que le interesa es invertir y obtener altas tasas de rendimiento.

El éxito de estos mercados se debió a la combinación de iniciativas de privatización que acrecentaron los flujos de capital a los mercados locales y medidas que permitieron participar a los inversionistas extranjeros. Es sabido, que los mercados latinoamericanos han sido históricamente especulativos, sin embargo en los últimos años han atraído a inversionistas institucionales extranjeros, permitiendo que los fondos de inversión se dupliquen, y que estos inversionistas se especialicen en ciertos países y ciertos fondos. Los bancos centrales, instituciones especializadas de préstamos fondos mutuos, compañías de seguros y bancos comerciales participan en estos fondos.

Los mercados emergentes ofrecen las mejores oportunidades al capital deseoso de recapitalizarse, sin embargo el éxito de la captación es reforzado y soportado por las políticas gubernamentales. Pero esto no ha evitado que se realicen operaciones especulativas en los mercados de valores. La cual ha sido provocado por:

- Normas contables e información sobre el mercado, a menudo inadecuadas.
- Transacciones ilícitas de personas iniciadas
- Corrupción
- Distorsiones en mercados originadas por la flotación de precios.
- Operaciones excesivamente especulativos
- Aspectos intrincados de contabilidad interempresarial en caso de filiales, cuyas cotizaciones las realizan las sociedades de control, cuando el control lo ejercen intereses familiares.

Como se puede observar, la combinación de medidas fiscales, monetarias, tecnológicas, legales y de supervisión son fundamentales para el buen funcionamiento de los mercados emergentes.

El objetivo de las estrategias para invertir en los mercados emergentes es obtener las más altas tasas de rendimiento que puedan ofrecerle los países emergentes, de ahí que se movilizan de país en país, sin tener preferencia por alguno. La filosofía de inversión es seleccionar al país que ofrezca altos rendimientos, que sean mercados susceptibles de inversión institucional, que sean líquidos, considerando el riesgo del país, restricciones al capital extranjero, reglas de repatriación de capital y protección al inversionista. Las evaluaciones que se aplican al país tiene que ver con el pasado pero también con el presente y sus perspectivas a futuro. Obviamente, incluyen valor en libros, ganancias, dividendos y capitalización de mercados. En este sentido, los portafolios son constantemente monitoreados.

A raíz de la efervescencia por invertir en mercados emergentes, han surgido una gran cantidad de empresas que se dedican a realizar inversiones institucionales en mercados emergentes, ofreciendo los mejores servicios en línea, ya que cuentan con tecnología de vanguardia, que se permite monitorear con sólo acceder a las páginas de Internet, y checar en tiempo real, el comportamiento de las distintas variables del mercado accionario.

El surgimiento de los mercados emergentes tiene una relación directa con la globalización económica y financiera, entendida como la integración de los mercados nacionales asociada con la innovación tecnológica y desregulación, que se manifiesta en un aumento de los flujos de capital en mercados transfronterizos. En ese sentido, Timothy Heyman, concibe la globalización como; "el proceso de aumento de la interacción internacional y entre sí de ideas, información, capital, bienes y servicios, y personas! "

Así, mientras que el proceso de internacionalización del capital que se da durante la década de los sesenta y setenta, fue fundamentalmente impulsado por el

comercio y las innovaciones tecnológicas en el proceso productivo; el proceso de globalización que se manifiesta hacia mediados de la década de los ochentas, se caracteriza por la innovación tecnológica aplicada a los servicios en particular a los financieros, lo que permite la dinamización de los mercados financieros más allá de las fronteras nacionales. El capital apoyado en los avances tecnológicos, se mueve tan ágilmente como lo hacen las tecnologías. El movimiento de capitales estimula la globalización financiera, dada la relación que se establece entre la estructura financiera local y los mercados de capital internacionales, que constantemente generan nuevas prácticas, productos y servicios financieros. Estimulando así, la modernización continua de las estructuras financieras locales.

En este sentido, es obvio que el proceso de globalización que se manifestó a mediados de la década de los ochenta, no es nuevo, se trata más bien de una nueva fase del proceso histórico de internacionalización del capital a nivel mundial.

## **1.2 Crisis de Deuda en América Latina y Mercados Emergentes**

La situación de América Latina en la década de los ochentas, era muy particular por un lado, la insolvencia financiera provocada principalmente por deuda externa asfixiaba a esta región y no le permitía crecer. Los montos de deuda externa se duplicaron en poco más de una década, de \$231.1 que la región adeudaba en 1980, pasó a \$547.9 mil millones de dólares en 1994. Como se muestra a detalle en el cuadro 2.

---

<sup>1</sup> Heyman, Timothy, "Inversión en la globalización". Edit. Varios. México, D.F. 1998, p.6



Cuadro 2

Deuda de América Latina (Miles de millones de dólares)	
Año	Total
1980	231,1
1981	287,8
1982	331,2
1983	344,4
1984	359
1985	369
1986	380,9
1987	417,9
1988	415,6
1989	417,9
1990	437,1
1991	452,6
1992	473,3
1993	506,9
1994	547,9

Fuente: FMI. Perspectivas de la Economía Mundial, 1991, pág.153, 1994, p.165 y 1996, p.189

Por otro lado, el comportamiento macroeconómico de la región mostraba en el renglón de entrada neta de capital saldos de 1.2% como porcentaje de su PIB en 1983-1990, 4.9% en 1991-1994 y de 5.2% en los dos años subsecuentes. Ello como resultado de la efervescencia de los mercados financieros en búsqueda de optimizar su capital. Lo cual se reflejó positivamente en el financiamiento de las economías de la región, pues su producto interno, creció dos puntos porcentuales de 1990 a 1991; la variación de las reservas se vio positivamente beneficiadas pasando de 0.2 a 1.5%, de su producto interno, como lo muestra el cuadro 3.

Cuadro 3  
 AMERICA LATINA: INDICADORES MACROECONOMICOS, 1976-96\*.  
 (como porcentaje del PIB)

	1976-81	1983-90	1991-94	1995-96
1 Entradas netas de capital	4.9	1.2	4.9	5.2c
2 Variación de las reservas	1.0	0.2	1.5	2.2
3 Déficit en cuenta corriente.	3.9	1.0	3.4	3.0
4 Formación bruta de capital	24.0	16.7	17.9	18.3
5 Ahorro	20.1	15.7	14.5	15.3
6 Crecimiento real anual de PIB	5.5 b	1.6	3.6	1.9

a Las cifras correspondientes a los países de Latinoamérica son en dólares de 1980

b Crecimiento promedio en 1976-80

c Incluye financiamiento excepcional.

Fuente: CEPAL 1991, cifras en dólares de 1980. Incluye 19 países

Ante la crisis económico-financiera sufrida en la década de los ochentas por los países de América Latina, éstos decidieron cambiar sus políticas ajustándose a la nueva dinámica de globalidad financiera que les permitiera obtener flujos de capital externo. Cabe señalar que dichos flujos les permitieron estabilizar el tipo de cambio, lo cual a su vez, permitió la captación de divisas y en casos como el de México, le permitiría en el corto plazo, sustentar una economía exportadora que no logró impulsar al resto de los sectores productivos.

En este sentido, los gobiernos latinoamericanos adecuaron sus políticas económico-político y financieras, insertándose en un proceso de apertura, que exigía la disminución de barreras a la importación, un grado mayor de democracia al interior de sus economías, y reestructuración de sus sistemas financieros. Esto les permitió en términos financieros, ofrecer altas tasas de rendimiento, pero también exigía una modernización que se tradujera en una innovación y diversificación constante de sus instrumentos y productos financieros. Lo que le otorgaría espacio en el ámbito financiero ocupado con anterioridad por países del primer mundo. Países como Argentina, Chile, México, Brasil y Perú lideraron

esas transformaciones; por ejemplo en lo que se refiere al mercado de capitalización Brasil, pasó de 16.4 billones de dólares en 1990, a 255.5 en 1997, México de 32.7 a 156.6 billones de dólares, y Chile de 13.6 a 72.0 billones de dólares en el mismo periodo. Ver detalle cuadro 4.

Cuadro 4  
Principales Mercados Emergentes de Valores de América Latina.  
(Billones de dólares)

Mercado	Número de Empresas Listadas		Mercado de Capitalización	
	1990	1997	1990	1997
Brasil	581	536	16.4	255.5
México	199	198	32.7	156.6
Chile	215	295	13.6	72.0
Argentina	179	136	3.3	59.3
Colombia	80	189	1.4	19.5
Perú	294	248	0.8	17.6
Venezuela	76	91	8.4	14.6

Fuente: Economía Mexicana en cifras Nafinsa.

No obstante, la inserción de estos mercados en el ámbito financiero se caracterizan por un alto nivel de volatilidad, el cual se ubicó entre los más elevados a nivel mundial. Sin embargo, este alto riesgo no fue impedimento para que fluyeran altos volúmenes de capital de cartera a América Latina, pues fueron cuantiosas las ganancias que estos mercados les generaron a los inversionistas ansiosos de valorizar su capital especulativo.

### 1.3 Inserción de México en los Mercados Emergentes

Los efectos de la globalización y su proceso de inserción en la dinámica internacional, son evidentes en el comportamiento de mercados emergentes como el de México, en el que el mercado accionario subió de 12% en 1990 a 27% en

1995. En el mercado de deuda, el porcentaje de inversión extranjera subió de 11% en 1991 a 53% en 1993. En consecuencia, la participación extranjera en el valor de capitalización del mercado mexicano, subió de US\$32.7 mmn. en 1990 a US\$200.6 mmn. en 1993, con lo que nuestro país se colocó entre los tres mercados emergentes más grandes del mundo.

Por otro lado, la valuación del mercado subió de una razón precio/valor en libro de 1.4 en 1990, a 2.87 a finales de 1993, y la operación diaria pasó de US\$48 millones a US\$336 millones en 1994. Este conjunto de factores hizo que el mercado accionario recaudara fondos para el financiamiento de la industria mexicana, colocando oferta pública de acciones en un valor récord para México y cualquier mercado emergente de US\$16.8 mmn. entre 1989 y 1994.

**Cuadro 5**  
**México: Desarrollo del Mercado de Capital y Mercado de Dinero 1990-1995.**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Mercado Accionario</b>						
Valor de Mercado (US\$mmn)	32.7	98.7	138.7	200.6	129.9	90.9
Valor de Mercado/PIN (%)	13.9	34.6	41.8	54.4	34.4	36.4
Inversión Extranjera (US\$mmn)	4	18.5	28.7	54.6	34.4	24.5
Inversión Extranjera/valor	12.2	18.7	20.7	27.2	26.5	27
Ofertas Públicas Accionarias(US\$mmn)	0.2	5.1	4.5	4.3	2.7	0
Valor Operado diario prom-(US\$mmn)	48.4	125.8	178.3	249.4	336.4	136.6
Precio/utilidad	11.9	14.5	13.5	18.8	18.9	200.6
Precio/valor en libros (US\$mn)	1.4	2.47	2.25	2.87	2.39	1.85
<b>Instrumentos de deuda</b>						
Valor en circulación US\$mmn.						
Cetes	22.6	18.5	24.2	7.2	5.8	
Bondes	18.7	12	5.4	1.6	5.9	8.6
Tesobonos	0.3	0.3	1.2	17.2	0.3	0
Ajustabonos/Udibonos	9.5	11.4	10.5	5.5	5.4	4
Total	51.1	42.1	41.4	31.5	17.3	19.8
Inversión extranjera (US\$mmn)	5.5	14.2	21.8	17.2	3.3	3.4
Inversión extranjera/total deuda (%)	10.8	33.7	52.7	54.6	19	17.2

Fuente: BMV, Secretaría de Hacienda y Crédito Público

Desde luego que este surgimiento de México como mercado de capital emergente y, en consecuencia, su inserción al proceso de globalización hacia finales de los

ochentas, no hubiera sido posible sin la aplicación de las políticas de liberalización, desregulación y modernización de la economía en general y, del sector financiero exportador, durante el gobierno del presidente Salinas.

Este proceso de transición se inicia en 1983, cuando el gobierno de Miguel de la Madrid, inicia una serie de cambios entre los que destaca la reprivatización de la banca. Con la que se sientan las bases de la nueva estructura económica que permitiría la captación de recursos financieros extranjeros vía inversión extranjera indirecta. De 1984 a 1987 el gobierno reprivatiza activos no bancarios, ingresa al GATT e implementa el primer pacto económico en diciembre de 1987, mejor conocido como Pacto de Solidaridad Económica, cuyo objetivo principal era estabilizar a la economía y comprometer a los agentes económicos a respetar el acuerdo, uno de los principales elementos era controlar la inflación. Esta política económica implementada por el gobierno, deja ver claramente la tendencia de inserción de la economía en una dinámica globalizadora. La liberalización de la economía en primer lugar, la negociación de la deuda externa en 1989, que coloca al gobierno de México en una mejor posición que al resto de las economías de América Latina altamente endeudadas, pues México llegó a un importante acuerdo con sus principales acreedores a través del Plan Brady. Dicho acuerdo contemplaba un arreglo a largo plazo y una reducción en las transferencias al exterior relacionadas con la deuda pública, por un monto no mayor del 1% como proporción del PIB, la operación tuvo un efecto inmediato sobre la evaluación de riesgo país asignada, con ello se amplió el acceso a los recursos financieros externos tanto para el sector público como para el privado.

Por otro lado, en 1989, se consolida el proceso de privatización y venta de la banca privada; se anuncia las negociaciones para el Tratado de Libre Comercio con Canadá y E.U. A finales de ese mismo año, se permite a inversionistas extranjeros invertir libremente en Cetes y Tesobonos. En 1991 se vende un paquete de acciones de Telmex en la bolsa neoyorquina. En 1992, se oferta públicamente acciones de ICA en la Bolsa Mexicana de Valores y en la Bolsa de

Nueva York. En 1993, se aprueba el Tratado de Libre Comercio con Canadá y E.U. A principio de 1994, se anuncia que México ingresa a la OCDE.

Los recursos para el fisco generados por la privatización de activos públicos durante el período 1989-1994, con lo cual se oxigenan las finanzas públicas. Es obvio que el programa de privatización generó expectativas positivas sobre la economía mexicana, que a su vez incentivaron la entrada de flujos de capital a través de tres canales: primero, atrayendo recursos tanto externos como de residentes mexicanos que se mantenían en el exterior, y que serían utilizados en la adquisición de los activos privatizados; segundo al abrir una amplia gama de oportunidades de inversión en áreas previamente reservadas al sector público, y tercero a través de amortización de una proporción importante de deuda pública interna, la cual se redujo de 19.5% en 1989 a sólo 5.4% como proporción del PIB, al cierre de 1994, con los recursos obtenidos de la privatización.

México es considerado como un ejemplo de mercado emergente, porque aún cuando ha tenido situaciones de deuda y crisis que enfrentar, el nivel de desarrollo de su mercado bursátil ha sido muy acelerado, en términos de la amplia disponibilidad de instrumentos de inversión y financiamiento ligados con los mercados internacionales, así como por la penetración de instituciones financieras extranjeras en su mercado. Por todo ello, ha sido considerado como uno de los mercados emergentes, más "globalizados".

No obstante esto, no debemos olvidar que, igual que los demás mercados emergentes de los países subdesarrollados, también se ha caracterizado por un alto grado de volatilidad, especulación y riesgo. De la misma forma, su modernización y globalización no se ha traducido en una mayor eficiencia en la asignación de los recursos crediticios para el crecimiento económico, lo cual quedó demostrado con la crisis financiero-productiva de 1994.

## Capítulo II

### FLUJOS DE INVERSIÓN EXTRANJERA INDIRECTA Y EL MERCADO DE VALORES EN MÉXICO 1989-1994.

#### 2.1 Estructura del Mercado de Valores en México

La estructura del Mercado de Valores en México, lo constituye un conjunto de mecanismos que permiten realizar la emisión, colocación y distribución de los valores inscritos en el registro Nacional de Valores, aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores.

En México, el mercado de valores esta constituido por la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., institución privada, que opera por concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con apego a la Ley del Mercado de Valores. Sus accionistas son exclusivamente las casas de bolsa autorizadas, las cuales poseen una acción cada una.

La Bolsa Mexicana de Valores (BMV), cumple, entre otras, las siguientes funciones: proporcionar la infraestructura, la supervisión y los servicios necesarios para la realización de los procesos de emisión, colocación e intercambio de valores y títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), y de otros instrumentos financieros.

Las empresas que requieren recursos (dinero) para financiar su operación o proyectos de expansión pueden obtenerlo a través del mercado bursátil, mediante la emisión de valores (acciones, obligaciones, papel comercial, etc.) que son puestos a disposición de los inversionistas (colocados) e intercambiados (comprados y vendidos) en la BMV, en este mercado interactúan tanto el mercado primario como el mercado secundario.

### **Mercado Primario**

Para realizar la oferta pública (colocación) de los valores, las empresas acuden a una casa de bolsa que los ofrece (mercado primario) al gran público inversionista en el ámbito de la BMV. De ese modo, los emisores reciben los recursos correspondientes a los valores que fueron adquiridos por los inversionistas.

### **Mercado Secundario**

Una vez colocados los valores entre los inversionistas en el mercado bursátil, éstos pueden ser comprados y vendidos (mercado secundario) en la BMV, a través de una casa de bolsa.

Por su parte, los valores se clasifican en razón de la naturaleza de la emisora pública o privada, y de acuerdo al arrendamiento, pueden ser de renta fija o variable.

El Mercado de Valores esta compuesto por el Mercado de Capitales, el Mercado de Dinero y el Mercado de Metales.

## **Mercado de Capitales**

### **Renta Variable**

- Industriales, Comerciales y Serv.
- Seguros y Fianzas
- Casas de bolsa
- Certificación de aportación
- Bonos Bancarios Indexados
- Acciones Bancarias
- Renta variable (acciones) a
- Certs. Part. ord. Sobre acciones
- Subtotal renta variable
- Warrants
- Sociedades de Inversión b



## Renta Fija

- Obligaciones industriales
- Obligaciones industriales Rend. Cap.
- Petrobonos
- Bonos de Ind. Bancaria
- Bonos de desarrollo
- Certificados de Participación Inmobiliaria.
- Certificados de Participación Rend. Cap.
- Certificados de Part. Inmb. Ordinarios
- Bonos de renovación urbana
- Bonos de indemn. Bancaria
- Obligaciones Subordinadas
- Bonos bancarios de vivienda
- Pagaré Mediano Plazo
- Pagaré Mediano Plazo aval
- Pagaré Mediano Plazo Garant. Fid.
- Pagaré Financiero

## Mercado de Dinero

- Certificados de la Tesorería Contado
- Cert. De la Tes. Mismo día
- Papel Comercial
- Papel Comercial Avalado
- Papel Comercial Quirografario
- Aceptaciones Bancarias
- Papel Comercial Ordinario
- Papel Comercial Indizado
- Pagaré liq. Al vencimiento
- Pagarés de la Tesorería
- Bonos des. Gob. Fdral. Contado
- Bonos des. Gob. Fdral. Mismo día
- Bonos de des. Del gobierno fed.
- Bonos de desarrollo industrial
- Bonos bancarios de desarrollo
- Bonos de la tesorería
- Bonos ajustables Contado
- Bonos ajustables Mismo día
- Bonos de prenda
- Pagaré Pemex
- Certificados de depósito
- Cert, Part. Ordinarios Amort.

## **Mercado de Metales**

Certificaciones de plata  
Centenarios  
Onzas Troy

El Mercado de Capitales permite la concurrencia de los fondos procedentes de personas físicas y morales con los demandantes de dichos recursos, empresas o instituciones que los solicitan para destinarlo a la formación de capital fijo. La característica básica de este tipo de mercado es que los instrumentos que lo integran son colocados con una expectativa de recuperación o vencimiento a largo plazo, considerando el largo plazo como un período de tiempo mayor a un año. Los instrumentos típicos de este mercado son las acciones; estas son títulos que representan parte del capital social de una empresa que son colocados entre el gran público inversionista a través de la BMV para obtener financiamiento. La tenencia de las acciones otorga a sus compradores los derechos de un socio.

En el Mercado de Dinero se realizan operaciones bursátiles de corto plazo, considerando al corto plazo un período de tiempo menor a un año. En este mercado los oferentes invierten sus fondos con la expectativa de recuperarlos con rapidez, en tanto que los demandantes los requieren para mantener equilibrado sus flujos de recursos. Los títulos que se operan en este mercado son documentos comerciales a corto plazo como: pagarés Cetes, Papel Comercial, Aceptaciones Bancarias, letras de cambio, préstamos bancarios y descuentos entre otros.

El Mercado de Metales, el cual involucra operaciones realizadas con metales amonedados como el Centenario de Oro y la Onza Troy de Plata o documentos respaldados por alguno de ellos (Ceplatas). Debido a que la utilidad obtenida por la negociación con estos instrumentos es una función del valor de los metales en

el mercado (resultado de la oferta y la demanda entre ellos), este mercado es de renta variable.

Cabe destacar que las diferencias básicas en cada uno de los mercados son:

- Que el Mercado de Capitales, son inversiones a mediano y largo plazo, orientadas a la formación de capital fijo.
- Que el Mercado de Dinero, son inversiones a corto plazo, cuya finalidad es la de equilibrar el flujo de recursos.
- Que el Mercado de Metales, son inversiones a plazo indeterminado y que al igual que el mercado de dinero están orientadas a equilibrar el flujo de recursos.

## **2.2 Comportamiento del Mercado de Valores 1989-1994**

El comportamiento del Mercado de Valores se encuentra estrechamente relacionado con la política económica implementada en este periodo.

Desde el punto de vista económico, durante este periodo se produjeron efectos positivos en los principales indicadores económicos: la inflación pasó de dos a un dígito; en 1989 fue 26.5, en tanto que para 1994 fue de 8.5%.

Por su parte, el PIB presentó un crecimiento muy débil durante periodo de 1989-1994 a excepción de 1990, que mostró una tasa de crecimiento de 4.4%.

Por otro lado, se manifestó deterioro de la balanza en la cuenta corriente, el cual pasó de \$2,380 mil millones de dólares en 1988 a \$26,980 mil millones de dólares en 1994. Este comportamiento contradictorio de la economía mexicana, reafirma la fragilidad económica y financiera, que se confirma con el acelerado deterioro de la balanza comercial y la caída drástica de las reservas internacionales para 1994.

**Cuadro 6**  
**México. Comportamiento Macroeconómico 1988-1994**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Balanza Comercial *	0.272	-2.6	-4.43	-11.33	-20.68	-18.89	-24.27
Balanza en Cuenta Corriente *	-2.38	-5.82	-7.42	-14.15	-22.64	-20.53	-26.98
Deuda Externa Neta *	101.8	95.31	104.3	116.58	117.56	127.5	136.46
Inflación (%)	99	26.5	28.1	23.3	14.4	9.5	8.5
Tasa de interés **	-21.8	13.01	4	0.18	3.29	7.57	6.7
Fuga de Capitales ***	-2,377	-5,822	-7,449	-14,892	-24,438	-23,399	-7,318
Reservas totales millones de dólares	5,279	6,329	9,863	17,726	18,942	25,110	6,278
Tasa de crecimiento del PIB	1.3	3.4	4.4	3.6	2.6	1.1	3.0

\* Miles de millones de dólares

\*\* Correspondientes a Cetes a un mes

\*\*\* Correspondientes a errores y omisiones de la Balanza de Pagos en millones de dólares

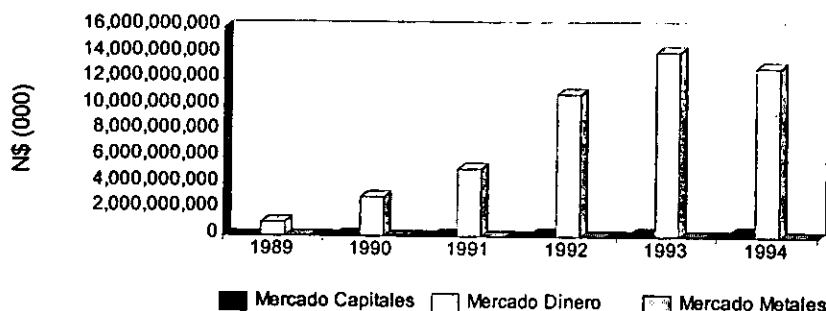
Fuentes: Estadísticas Financieras Internacionales 1995

Lo anterior, fue entre otras causas resultado de las altas tasas de interés, que premiaron la afluencia de capitales externos, cuyo destino fue el Mercado de Valores, en particular el mercado de dinero dado lo atractivo de los rendimientos de los instrumentos gubernamentales, específicamente de activo sin riesgos, CETES.

En efecto, la inversión extranjera, representó más del 90% del total de las operaciones en este mercado y 85.3% del mercado de valores. (Ver cuadro 7).

En la estructura del mercado bursátil, durante el periodo 1989-1994; se mantuvo constante la proporción del 98% en promedio para el mercado de dinero y 2% en promedio para el mercado de capitales. Asimismo y en consecuencia con esta estructura, el ritmo de crecimiento del mercado de dinero fue muy dinámica pues las cifras pasaron de representar \$1,125,963,238,866 miles pesos en 1989 a \$12,994,940,316 miles de nuevos pesos para 1994.

### Mercado de Valores 1989 - 1994



Cuadro 7  
Inversión Extranjera en el Mercado de Valores 1989-1994

	1989	%	1990	%	1991	%
Mercado de Dinero	1,125,963,238,866	98.21	22,100,867,631,332	97.03	5,089,139,419	97.24
Mercado de Capitales	44,234,433,828	3.78	67,699,797,626	2.97	144,219,062	2.76
Total Mercado de Valores	1,170,249,553,201	100	2,278,597,406,418	100%	5,233,383,659	100

Fuente: Anuario Bursátil.  
BMV 1999.

	1992	%	1993	%	1994	%
Mercado de Dinero	10,954,293,034	98.28	14,177,413,201	98.23	12,994,940,316	97.37
Mercado de Capitales	191,778,908	1.72	254,781,683	1.77	349,024,781	2.63
Total Mercado de Valores	11,146,091,102	100	14,432,203,054	100	13,293,969,277	100

Fuente: Anuario Bursátil.  
BMV 1999.

1989/1990 Las cifras son en miles de pesos  
1991 en millones de pesos  
1993/1994 en miles de nuevos pesos

Como ya se dijo, una de los factores determinantes del dinamismo del mercado de valores fue la política de liberación de tasas de interés, que colocó a éstas muy por encima de las tasas externas y de la inflación doméstica, así para 1989 las tasas de interés nominal de los Cetes de 28 y 91 días eran de 54.90 y 55.64 y en

términos reales de 29.33 y 29.95 respectivamente, mientras que el rendimiento ofrecido por otros instrumentos era de menor al 20%. Esta situación se relajó en el principal indicador del comportamiento de Valores, el cual creció de 289.64 en 1989 a 963.17 puntos en 1993, siendo éste su máximo nivel en el periodo de 1989-1994 y de 818.65 en 1994.

Cuadro 8  
Índice de Precios y Cotizaciones 1988-1994

	Nominal	Deflactado	En Dólares
1988	2111.53	175.17	92.57
1989	418.93	289.64	155.62
1990	628.79	334.45	212.89
1991	1431.46	639.38	465.69
1992	1759.44	703.93	563.38
1993	2602.63	963.17	836.89
1994	2375.66	818.65	480.9

Fuente: Anuario Bursátil. BMV 1999.

### 2.3 Flujos de Capital Externo en Cartera (Inversión Extranjera Indirecta)

El comportamiento de la inversión extranjera indirecta, fue reflejo nítido de las expectativas sobre el desarrollo económico y de las condiciones de estabilidad que el gobierno salinista logró mantener hasta principios de 1994; el boom se reflejó claramente en el crecimiento que mostró el mercado de valores, en 1993 acumuló la cifra histórica de \$ 14,432,203.05 miles de nuevos pesos, en un momento político y económico en el que México, parecía no sólo renacer, sino crecer a niveles de países del primer mundo, proyectando una posición privilegiada como país emergente.

**Cuadro 9**  
**Inversión Extranjera Indirecta 1989-1994**

1989	1,170,249,553.20
1990	2,278,597,406.42
1991	5,233,383.66
1992	11,146,091.10
1993	14,432,203.05
1994	13,293,969.28

Fuente: Anuario Bursátil. Varios. BMV  
 1989-1991: Cifras en miles de pesos  
 1992-1994: Cifras en miles de nuevos pesos

En este sentido, los flujos de inversión extranjera indirecta, se enfocaron a los instrumentos altamente rentables en el mercado. En el caso del mercado de capitales, se dirigieron a las acciones, certificados de aportación y durante los últimos cuatro años del sexenio, es decir de 1991-1994 se concentraron en industriales, comerciales y servicios con una participación promedio de casi el 67%. En cuanto al mercado de dinero se refiere, la indudable participación de los instrumentos gubernamentales lidereó este segmento de mercado, los Cetes principalmente estuvieron a la cabeza participando con más del 80% durante 1989-1992, en 1993 y 1994 instrumentos como los Bonos del Gobierno Federal repuntaron.

En lo que se refiere al mercado de metales, este fue dominado por las certificaciones de plata que pasaron de \$51,880,416 miles de pesos en 1989 a sólo \$4,180 nuevos pesos.

### **2.3.1. Principales Instrumentos de Inversión Extranjera Indirecta**

Los principales instrumentos financieros en los que se coloca la inversión extranjera indirecta son:

En el Mercado de Capitales

- ADR's
- Acciones de Libre Suscripción
- Fondo Neutro
- Fondo México

En el Mercado de Dinero:

- Cetes
- Bondes
- Pagafes
- Bores
- Tesobonos
- Ajustabonos

A continuación se desglosan las principales características de dichos instrumentos financieros.

#### **American Depositary Receipt (ADR)**

El notable crecimiento registrado en los Mercado de Valores internacionales durante las últimas décadas aunado a los avances tecnológicos han hecho posible la globalización e internacionalización de los mercados mundiales.

En un principio el proceso de internacionalización de los mercados bursátiles se basaba solo en permitir a los inversionistas extranjeros la adquisición y operación de acciones de la empresa cotizada en los mercados locales, presentándose problemas tales como la variación e inestabilidad en los tipos de cambio, diferencia en horario de operación, así como de procesos de liquidación, compensación y políticas tributarias heterogéneas entre cada uno de los países.



Ello aunado a la necesidad de financiamiento que presentaban las distintas empresas para continuar con su crecimiento y con la finalidad de conseguir recursos provenientes del extranjero, se creó en los Estados Unidos un nuevo instrumento denominado American Depositary Receipt ( Recibo de depósito americano), a través del cual empresas cuyo capital mayoritario no sea americano puedan ser listadas en los mercados estadounidenses y cotizar sus valores en cualquiera de dichos mercados. A raíz de la preferencia que los inversionistas norteamericanos han demostrado por este tipo de instrumento, actualmente el mercado de ADR en Estados Unidos, sobrepasa las 900 cotizaciones, las cuales provienen de más de 31 países.

Dicho crecimiento aunado al desarrollo económico que ha experimentado nuestro país, ha generado que este tipo de movimiento accionario se haya convertido en una opción sumamente atractiva para compañías nacionales emisoras de acciones, ya que la colocación y cotización de sus valores en mercados extranjeros no sólo les proporciona una opción adicional para hacerse de recursos e incrementar su capital o financiamiento, sino también les otorga presencia y prestigio a nivel internacional.

El ADR se constituye como un certificado negociable que se opera y cotiza en el mercado accionario norteamericano y representa la propiedad de un número específico de acciones de una compañía que pertenezca mayoritariamente a inversionistas no estadounidenses, sea privada o estatal.

Un ADR no representa necesariamente una sola acción emitida por una empresa extranjera, Cuando este tipo de instrumento mantiene una estructura cambiaria con respecto a las acciones foráneas diferente a uno, el ADR implica la posesión del volumen de acciones representativas conforme a la relación por preestablecida que se determine.

Para que una emisión de ADR se autorice por parte de la SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC), tienen que participar las siguientes figuras jurídicas:

- La empresa o compañía emisora, la cual no deberá ser de nacionalidad estadounidense y de proporción mayoritaria.
- Un banco custodio, el cual mantendrá bajo su poder las acciones corporativas que avalan la emisión de ADR y deberá ser corresponsal del banco depositario estadounidense que lo emita.
- Un banco depositario, que deberá ser estrictamente de E.U. y tendrá a su cargo la emisión del ADR, así como la entrega a los inversionista y el envío de material requerido a la asamblea de accionistas.
- La Bolsa Mexicana de Valores dará seguimiento y registro de las cotizaciones de los ADR en comparación con sus valores colaterales mexicanos y de las operaciones de arbitraje que de estas se deriven.
- INDEVAL que llevará a cabo el registro de las instituciones, según el caso puede fungir como un depositario custodio de valores en base a los cuales se emiten los ADR.
- Casas de Bolsa mexicana y estadounidense que fungirán como agentes colocadores en y entre ambos mercados, según corresponda.
- Corredores de bolsa mexicana y estadounidense
- El ó los inversionistas estadounidenses.

Cabe mencionar que la compra de ADR's es ideal para inversionistas institucionales que tienen restricciones para invertir en mercados locales (internos). Estos instrumentos pueden utilizarse también para diversificar el capital social de las empresas y mejorar la imagen en los mercados internacionales.

Ventajas para el inversionista extranjero:

- Facilita a los inversionistas norteamericanos la compra y venta de acciones extranjeras con la seguridad y respaldo que otorgan las figuras jurídicas que participan en la emisión y cotización de esos instrumentos.
- Se fomenta la participación empresarial mexicana, así como del mercado nacional en el proceso de globalización bursátil.
- La estandarización de los sistemas de operación, permite a los inversionistas extranjeros la posibilidad de cotizar acciones extranjeras en el mercado norteamericano, compatibilizando los índices utilizados en cada país.
- Permite a los inversionistas norteamericanos penetrar en mercados internacionales que por motivos legales o tributarios prohíben o hacen poco redituable e inconveniente la inversión extranjera directa en dichos mercados de valores.
- El pago de dividendos son llevados a cabo en el mismo país, inclusive bajo ciertos acuerdos bilaterales, los impuestos retenidos a los inversionistas que opten por adquirir ADR son menores a los que se generarían por comprar esas mismas acciones directamente en el mercado de valores originario.
- La colocación y cotización de los ADR amplía y diversifica las posibilidades del inversionista emisor por captar recursos.

Existe otro instrumento muy similar al ADR este es el GDR (General Depositary Receipt) , que a diferencia del primero se coloca en los mercados de valores que autorizan su operación, los GDR tienen la facultad de listarse en otros mercados de manera simultánea (Europa), incrementando la penetración de la ó las empresas otorgándoles un mayor prestigio a nivel internacional.

### **Acciones de Libre Suscripción**

Es el mecanismo tradicional al que acuden los inversionistas extranjeros para adquirir valores de empresas mexicanas, son conocidas como acciones serie B, no tienen restricciones para ser adquiridas por extranjeros ya que representan la

parte del capital contable que no esta reservada exclusivamente a nacionales, de acuerdo a la Ley de disposiciones reglamentarias.

### Ventajas

1.-

- La principal ventaja que ofrece a los inversionistas foráneos son los mismos derechos patrimoniales y corporativos que tienen los nacionales.
- El inversionista foráneo debe abrir un contrato con un intermediario financiero (Casa de Bolsa), la que el inversionista prefiera (requisito indispensable que la casa de bolsa sea mexicana), con la finalidad de adquirir un monto específico de acciones.

2.- La Casa de Bolsa ejecuta la orden en la Bolsa Mexicana de Valores.

3.- INDEVAL asigna los valores a cuenta de la Casa de Bolsa compradora, la cual puede dejar los valores depositados a favor del cliente o si esta prefiere entregarlos físicamente.

4.- Una vez hecha la compra, el inversionista debe liquidar dentro de 48 horas, el monto involucrado, la Casa de Bolsa le asignará en su cuenta especificando el tipo de valores solicitado por el cliente.

### **Inversión Neutra o Fondo Neutro**

Este tipo de instrumento fue autorizado en 1989, se constituye mediante la formación de un fideicomiso, cuyo objetivo es que los extranjeros pudieran adquirir acciones exclusivas para mexicanos (acciones series A), representadas por CPO's (Certificados de Participación Ordinaria) esta misma autorización permitió a sociedades que integran series A, o mexicanas, y que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores emitir series neutras C; la posibilidad de adquirir hasta el 30% del capital social de instituciones de crédito y casas de bolsa.

Los CPO's son emitidos por instituciones fiduciarias en fideicomiso cuyo patrimonio esta formado por acciones representativas del capital social de sociedades cuyas acciones son cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores.

Estos certificados sólo incorporan derechos pecuniarios derivados de las acciones que forman el patrimonio fiduciario. Para ser adquiridos por inversionistas extranjeros en el mercado bursátil mexicano o por entidades financieras del exterior por cuenta propia o de terceros. Dichas entidades pueden recibirlas en depósito, administración, fiduciaria o en condiciones equivalentes para emitir títulos de valor que los representan a fin de colocarlos en mercados bursátiles extranjeros previamente autorizados por entidades mexicanas.

#### Ventajas:

- Permiten conservar el control de la administración de la empresa
- Posibilita el acceso a fuentes alternas de financiamiento
- Dan agilidad y oportunidad en el flujo de recursos
- Las empresas autorizadas por este mecanismo, están condicionadas a proyectos rentables de nuevas inversiones para expandir sus actividades, lo cual establece permanencia en la trayectoria de capitalización y rentabilidad de la empresa.
- Las acciones del Fondo Neutro no son computadas para determinar el monto y proporción de la participación de inversionistas extranjeros en el capital social de las empresas emisoras
- Tienen participación directa en los derechos patrimoniales de la empresa

En lo que respecta a los principales instrumentos del Mercado de Dinero tenemos:

#### **Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES)**

Los CETES son títulos de crédito al portador en los cuales se consigna la obligación del gobierno federal a pagar el valor nominal en la fecha de vencimiento. Los emite el gobierno federal a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público mediante el Banco de México como agente colocador, el objetivo es financiar al gobierno federal, regular los agregados monetarios y las tasas de interés. Son emitidos a plazos de 28,91,182 y 360 días, su valor es de N\$10.00 lo pueden adquirir personas físicas y morales, nacionales o extranjeros.

### Ventajas

- Las ventajas de adquirir este instrumento es que ofrece al inversionista extranjero alta liquidez, este es considerado el instrumento líder en el mercado.
- Se emite "bajo par" lo cual implica beneficios al inversionista extranjero lo compra por debajo de su valor y lo vende al precio del mercado, el diferencial de precios es la ganancia al tenedor del título.
- El hecho de que el gobierno federal sea el emisor del título, el inversionista extranjero tienen la seguridad de que le será pagado.

### **Bonos de Desarrollo Del Gobierno Federal (BONDES)**

Los Bondes son títulos de crédito nominativos, negociables a mediano y largo plazo, denominación en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del gobierno federal a liquidar una suma de dinero, con cortes periódicos de cupón.

El objetivo es el obtener recursos financieros a plazo prolongados del público inversionista, en una herramienta para la ejecución de la política monetaria, equilibra sensiblemente los plazos de vencimiento promedio de la deuda pública interna, brinda la opción del ahorro a plazos medianos y largos.

La Secretaria de Hacienda y Crédito Público emite los bondes como representante del Gobierno Federal, a través del Banco de México, su valor nominal es de N\$100.00 en moneda nacional o sus múltiplos. No tiene garantía específica, el gobierno federal se obliga a liquidar al vencimiento, los valores emitidos a distintos plazos 364,532 y 728 días.

El rendimiento se determina con relación a la tasa del Cete 28 días en colocación primaria, liquidándose con igual frecuencia sobre valor nominal con una sobretasa fijada en la subasta primaria.

Su colocación se realiza mediante oferta pública regulada por Banco de México, donde se colocan los valores a descuento (bajo Par), con la participación exclusiva de autoridades financieras del país. Pueden adquirirlo personas físicas o morales, nacionales y o extranjeras.

Se liquida el mismo día y 24 horas después de realizada la operación.

#### Ventajas

- a) La ventaja que ofrece este bono es la liquidez, pues a través del mercado secundario son fácilmente realizables antes de su vencimiento, el rendimiento, elevado al ofrecer una sobretasa de rendimientos superiores a los instrumentos de corto plazo seguridad, es respaldado por el gobierno federal

#### **Pagares de la Tesorería de la Federación (Pagafes)**

Son títulos de crédito al portador denominados en dólares americanos, en cuales se consigna la obligación del gobierno federal de liquidar, al tenedor al vencimiento del documento, el equivalente en moneda nacional al tipo de cambio controlado de equilibrio. El propósito es capturar recursos financieros provenientes del público inversionista especialmente en periodos de incertidumbre monetaria. Representa una opción de ahorro con cobertura contra el riesgo cambiario, con rendimientos fijo y alta liquides. Este instrumento evita la fuga de capitales.

Al igual que los CETES, los BONDES, también son emitidos por SHCP, a través de Banxico, su valor nominal es de 1,000 dólares americanos, los plazos de emisión son 28 y 364 días.

#### Ventajas

- a) Son valores que se cotizan a descuento, por lo que el rendimiento es favorable, dado por el diferencial de compra y venta.

- Pueden adquirirlo personas físicas o morales, nacionales y o extranjeras, es un pagare que ofrece: seguridad, liquidez, disponibilidad de información.

#### Las desventajas

Posee desventajas tales como: el riesgo porque al realizar el documento antes de su vencimiento, las fluctuaciones de las tasas en el mercado secundario pueden representar un riesgo y el costo de oportunidad porque bajo un horizonte de certidumbre cambiario, ofrece tasa de interés en pesos inferiores a otros instrumentos de renta fija.

#### **Bonos de la Tesorería de la Federación (Tesobonos)**

Son títulos de crédito al portador denominados en dólares americanos, pagables en pesos, respaldado por el gobierno federal a liquidarse en el vencimiento establecido, se liquida al tipo de cambio libre.

#### Características.

- Valor nominal 1,000 dólares de Estados Unidos
- El emisor es el Gobierno Federal
- Garantía-Seguridad-Riesgo, no existe ningún riesgo en cuanto a la amortización y la respalda el gobierno federal.
- Mercado-Plazo: Pertenecen el mercado de dinero, pues su plazo es de seis meses o menor.
- Rendimiento: Es fijo, mismo que se obtiene por una tasa de descuento.
- Liquidación: A 24 horas o en el mismo día.
- Liquidez: Muy baja, el importe operado es muy reducido.

La finalidad de este instrumento es la de captar recursos del público inversionista en periodos de incertidumbre cambiaria, éste evita la fuga de capitales. Este instrumento al igual que los anteriores lo emite la Secretaria de Hacienda y Crédito Público, como representante del Gobierno Federal a través de Banxico. Es emitido a un valor nominal de 1,000 dólares americanos, a un plazo de 28



días, pueden adquirirlo tanto personas físicas como morales, nacionales o extranjeras, se liquidan el mismo día ó 24 horas después de realizada la operación.

#### Ventajas

- Ágil dinámica de operación en el mercado secundario, por lo que es fácilmente realizable antes de su vencimiento.
- Protege al inversionista del riesgo cambiario

#### **Bonos ajustables del Gobierno Federal ( Ajustabonos)**

Son títulos de crédito nominativo, negociables a mediano y largo plazo, denominados en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del gobierno federal a liquidarlos en plazos establecidos, ajustado al Índice de Precios al Consumidor publicado quincenalmente por Banxico. Este instrumento brinda la opción de ahorro a largo plazo sin la merma de los rendimientos reales. Los emite la SHCP a través de Baxico, a un valor nominal de N\$100.00 en moneda nacional, a un plazo de 91 días.

#### Ventajas

- Ofrece una tasa real asegurado, sobre el valor nominal ajustado cada 91 días, pueden adquirirlo quienes lo deseen.
- Básicamente la seguridad.

#### Desventaja

Es que el rendimiento es estacional, es decir, que al depender de la evolución de la inflación, cuando ésta baja, sus rendimientos decrecen, pudiendo implicar altos costos de oportunidad y la dificultad de su manejo. Estos son instrumentos, donde los inversionistas nacionales y/o extranjeros pueden invertir sus capitales.

En este constante proceso de desarrollo, el Mercado de Valores se encuentra muy comprometido ofreciendo cada vez más instrumentos de inversión capaces

## CAPITULO III

### EL MERCADO DE VALORES Y EL DEFICIT PUBLICO

Las finanzas públicas del país históricamente han mostrado un desequilibrio constante entre lo que ingresa a las arcas gubernamentales y el gasto destinado, efecto nítido de las políticas y programas económicos implementados en cada gobierno y su relación directa tanto con la deuda como con las distintas fuentes de financiamiento, cuyo propósito es sanearlas aunque como veremos posteriormente en casos contrarios las agravan.

#### 3.1 Política de Ajuste y Financiamiento del Déficit Público 1983-1987

Y a finales de 1982, las condiciones económicas eran difíciles, la inflación era galopante, el flujo de financiamiento externo no sólo estaba suspendido y la recesión económica se profundizaba. Obviamente las finanzas públicas no eran sino un reflejo de esta situación.

Cuadro 15  
Finanzas Públicas 1981-1987  
(Miles de Millones de Pesos)

Año	Balance Económico	Balance Financiero	Balance Primario
1981	-797.1	-866.2	-492.2
1982	-1,524.3	-1,652.8	-719.4
1983	-1,456.1	-1,541.8	755.7
1984	-2,105.8	-2,504.8	1,403.5
1985	-3,808.0	-4,535.2	1,633.9
1986	-11,804.8	-12,685.6	1,631.8
1987	-29,060.7	-31,000.1	10,407.8

Fuente: Banco de México. Informe Anual.

El comportamiento de las variables macroeconómicas dan una clara idea de la situación que enfrentaba el país.

- Deuda externa pasó de 238,974.0 millones de dólares al tipo de cambio de 1981), representando el 30.6% del PIB a 159,602.8 millones de dólares con la participación del 50.5% del producto interno bruto.
- Balance público deficitario \$ 1,532 millones de nuevos pesos
- Balanza comercial superavitaria \$24,056 millones de dólares
- Inflación cercana al 100%
- Tasas de interés altas, para promover el ahorro.

Cuadro 16  
Indicadores Económicos 1982-1987

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Crecimiento del PIB (%)	(0.50)	(5.30)	3.50	2.70	(3.80)	1.70
Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos (Mmd).	(4.90)	5.40	4.20	1.20	(1.70)	4.00
Sector Público (% PIB)						
Balance Financiero (1)	(17.90)	(8.60)	(8.50)	(9.60)	(15.90)	(16.10)
Balance Económico Primario (2)	2.50	3.90	4.60	3.20	1.50	4.60

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

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

Fuente: Banco de México

Después de la crisis de 1982, el país se encontraba en una aguda recesión. Durante la administración de Miguel de la Madrid se trató de poner freno a esta situación con una política económica de ajuste y de equilibrio en balanza de pagos; reestructuración de un aparato productivo incompetente al interior y exterior, provocado por el gran proteccionismo que había impedido elevar la competencia, el nivel de productividad y la calidad a través del mercado. Estos ajustes se llevarían a cabo durante dos años, incluyendo la negociación de la deuda externa y los créditos. Todo ello se decía, permitiría dar certidumbre a los inversionistas.

Las dos premisas más importantes para cumplir con estas metas, eran primero, considerar que el pago de la deuda era inamovible y, el segundo controlar la inflación para lo cual se determinó una severa contracción monetaria y crediticia. Bajo este contexto, la alternativa para financiarse fue la colocación de deuda, impulsando con ello la expansión del Mercado de Valores.

Se ofrecieron atractivas tasas, pero ello generó un círculo vicioso, porque ante una capacidad financiera deteriorada y la necesidad de cumplir con el servicio de la deuda externa, se aplicó una política que pretendió elevar dicho ahorro por medio de rendimientos financieros altos. Sin embargo, éstos recursos se dirigieron al mercado bursátil de corto plazo, en el cual obtenían rendimientos sustanciosos. Así, que mientras el ahorro financiero crecía en el mercado bursátil, el crédito a la planta productiva no crecía y la demanda efectiva disminuía, el desempleo se incrementaba y, en consecuencia, se presentaba una aguda recesión en el aparato productivo.

Cuadro 17  
Costo Porcentual y Tasas de Interés 1981-1987

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Tasa de interés Interbancaria Nominal.	37.89	45.9	56.07	57.74	80.01	110.35	121.3
Costo Porcentual Promedio (CCP)	31.81	46.1	56.44	47.54	65.66	95.33	104.3
Índice Nacional de Precios al Consumidor.	58.9	102	65.5	57.7	86.2	131.8	

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos

Cuadro 18  
Deuda Interna a través de Valores 1981-1987

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
TOTAL	100	100	100	100	100	100.00	100
CETES	10.2	0.13	17.8	15.7	39.8	81.50	88.3
Instituciones Financieras	4	0.03	6.1	1.7	22.4	54.40	53.7
Banco de México	1.4	-0.01	3.2	0.5	20.4	50.80	43.5
Otras	2.6	0.03	2.9	1.2	2	3.6	10.2
Sector Público no bancario	1.6	1%	2.1	1.4	1.8	1.1	0.6
Empresas privadas	4.6	9	9.6	12.6	15.6	26	34
PETROBONOS	1.2	0.9	0.9	1.5	3.6	4.4	8.4
Instituciones de Crédito	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.6
Sectores no bancarios	0.9	0.8	0.8	1.4	3.5	4.2	7.8
BONOS DE DEUDA PUBLICA	88.6	86	78.3	80	54.1	12.1	1.1
BONOS DE INDEMINIZACION BANCARIA			3	2.8	2.5	1.3	0.3
Instituciones de Crédito			0.2	0.7	1.1	0.05	0.1
Sector no financiero			2.8	2.1	1.4	0.8	0.2
PAGARES						0.7	0.4
OTROS							0.6
Incluye BORES y obligaciones.							

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos

Con el compromiso de cumplir con el servicio de la deuda, el país logró la renovación de crédito para cumplir con dicho compromiso, pro también debía disponer de divisas para satisfacer la demanda de dólares que requería la fuga de capitales. En este sentido, la disponibilidad de divisas se convirtió en un factor de estrangulamiento de las finanzas, ya que debido al pago de intereses de la deuda externa y la fuga de capital, el país se convirtió en exportador neto de capitales durante, el periodo de 1983 a 1986. Durante dicho periodo, se transfirieron al

exterior, 56,931 millones de dólares, equivalente al casi 50% del total de las exportaciones y al 85% de las exportaciones petroleras.

**Cuadro 19**  
**Transferencias al exterior**  
**(Miles de millones de dólares)**

	1983	1984	1985	1986	1987
Deuda Externa Total	92,966.00	94,822.00	96,867.00	100,881.00	109,460.00
Desembolsos	8,260.00	8,515.00	5,350.00	5,838.00	7,960.00
Servicios de la Deuda	14,825.00	16,960.00	15,293.00	12,946.00	12,087.00
Intereses	9,994.00	11,303.00	10,220.00	8,327.00	8,325.00
Amortizaciones	4,831.00	5,658.00	5,072.00	44,570.00	3,762.00
Transferencias de Recursos al Exl.(1)	(6,565.00)	(8,445.00)	(10,933.00)	(6,658.00)	(4,227.00)
Exportaciones Totales	28,689.00	32,555.00	29,717.00	23,864.00	330,106.00
Exportaciones Petroleras	16,017.20	16,601.30	14,766.60	6,307.20	7,875.80
Fuga de Capitales (2)	(3,465.90)	(1,606.90)	(3,170.00)	1,334.00	(1,805.00)

(1) Desembolsos menos servicio de la deuda

(2) Es igual a la suma de errores y omisiones y activos de corto plazo.

Fuente: Banco Mundial, edición 1991.

Banco de México. Indicadores Económicos

Ello trajo como consecuencia, que ante una gran transferencia de ahorro destinado a pagar los servicios de la deuda externa, México tuviera una mínima capacidad importadora y mínimas posibilidades de ampliar su capacidad de pago, por lo que en 1985 se interrumpieran los flujos crediticios que voluntariamente conceden organismos internacionales.

El cambio en la rentabilidad de los activos financieros a favor de inversiones bursátiles, junto con la creciente necesidad de recursos internos por parte del gobierno federal, trajo cambios en los flujos de financiamiento, tal como lo se aprecia en el cuadro 20.

En efecto, el crédito bancario comercial, fuente de financiamiento gubernamental, aumentó del 59% en 1981, al 76% en 1986; con la consiguiente disminución del financiamiento al sector privado, que pasó del 37% a 19.5%, en los mismos años, respectivamente.

Cuadro 20  
Financiamiento Otorgado por el Sistema Bancario Consolidado 1981-1987

			Sector Público	%	Sector Privado	%
1981	2,993.00	100%	1,767.00	59.00	1,112.00	37.20
1982	6,787.00	100%	5,154.00	75.90	1,519.00	22.40
1983	10,562.00	100%	7,878.00	74.60	2,260.00	21.40
1984	15,545.00	100%	10,810.00	69.60	4,251.00	27.30
1985	27,863.00	100%	20,169.00	72.40	6,751.00	24.20
1986	60,102.00	100%	46,067.00	76.60	11,697.00	19.50
1987	138,256.00	100%	101,237.00	73.20	29,808.00	21.60

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.

La estrategia de largo plazo, para lograr la recuperación de la actividad económica cuyo motor sería el mercado y la inversión extranjera en nuevas áreas, así como el saneamiento de las finanzas públicas y la renegociación de la deuda, se concretaron en una serie de programas económicos tales como:

- El Programa de Reordenación Económica 1983-84 (PIRE)
- El Plan Nacional de Desarrollo 1983-88 (PND)
- Otros Programas

#### Programa de Reordenación Económica 1983-84 (PIRE)

Objetivos :

⇒ Recuperación de la estabilidad económica en dos años

- Abatir y controlar la inflación
- Desequilibrio del déficit presupuestal
- Desequilibrio del déficit externo (deuda externa)

Cuadro 21  
Metas 1982-1985

	1982	1983	1984	1985
Inflación anual	100	55	30	18
Déficit (% PIB)	16.5	8.5	5.5	3.5
Déficit externo (% PIB)	3.6	2.2	1.8	1.2

Fuente: Indicadores Económicos. Banco de México

Las medidas tomadas fueron:

- Recorte del gasto público, y el aumento del IVA por parte de los servicios públicos.
- Eliminación del crédito para áreas no prioritarias
- Aumento de tasas de interés para fomentar el ahorro
- Devaluación, motivar exportaciones, desmotivar importaciones
- Iniciativa privada promotora del desarrollo económico

### El Plan Nacional de Desarrollo 1983-88 (PND)

Objetivos :

- Reestablecer desequilibrios (urbanización e industrialización acelerada)
- Alcanzar equilibrios no alcanzados (atrasos)
- Conservar instituciones democráticas (reforma electoral de 1986)
- Vencer la crisis (atrasada por los efectos del temblor de 1985 y el choque petrolero, ello llevo a reconsiderar el programa, por lo que se formula el Programa de Aliento y Crecimiento para enfrentar la coyuntura como complemento del Plan Nacional de Desarrollo.
- Recuperar la capacidad de crecimiento
- Cambio estructural, desatar las fuerzas del mercado y crear un ambiente de competencia.



Las medidas tomadas fueron:

- Producción orientada a la exportación
- Manejo y ajuste de los precios relativos

#### Otros Programas

- Programa de Fomento a las exportaciones (PROFEX)
- Programa de Reversión Industrial (PRONAFICE)

En 1983 comenzó el proceso de desregulación y privatización de empresas paraestatales consideradas como no prioritarias dejando al mercado la función para la promoción de productividad, competencia, calidad y crecimiento promovido mayormente con gobierno del presidente Carlos Salinas de Gortari 1989-1994.

Por su parte en el sector bursátil la aparición de nuevos patrones financieros influyeron para que el marco legal del mercado financiero fuera acorde con los cambios mundiales, sobre todo después de la nacionalización de la banca. Uno de los más sobresalientes es el encaje legal, fuente de financiamiento gubernamental pasó del 50 al 10%, por otro lado, las reservas ya no dependían directamente de la emisión monetaria, y entre otras cosas se dió impulso a las sociedades de inversión.

Todo ello ocasionó que por un lado, que el gobierno tuviera menos ingresos por éstas fuentes, además de la restricción de empréstitos externos y por otro la canalización de su financiamiento a través del mercado bursátil. Las reformas antes mencionadas restringieron a las sociedades nacionales de crédito para intervenir en el mercado bursátil, por lo que se dedicaron a ser sólo intermediarias del mercado de dinero.

En 1984, hubo cambios en las leyes de inversión financiera, mismas que permitieron un desarrollo del sistema financiero basado en los intermediarios no

bancarios privados, de los que se esperaba fueran los promotores de la inversión productiva.

Mientras que para 1986-1987, el mercado bursátil vivía un auge, la actividad económica presentaba una recesión acompañada de fuertes desequilibrios macroeconómicos en el sector externo y altos precios inflacionarios. Lo que obligó al gobierno De La Madrid a cambiar la política económica; se sustituye así el Programa Inmediato de Reordenación Económica (PIRE), por el Programa de Aliento Económico (PAC). Siendo el abatimiento de la inflación un elemento indispensable para reiniciar el proceso de crecimiento en el empleo, reducir las tasas de interés, alentar la inversión. Todo ello, como requisito para obtener crédito externo.

Los resultados macroeconómicos no fueron muy alentadores ya que los niveles de inflación se mantuvieron casi sin cambios, la recuperación estuvo básicamente influenciada por los préstamos otorgados por la banca internacional a finales de 1986 y que en este sentido permitieron elevar los niveles de reserva internacional como podemos apreciar en el siguiente cuadro.

**Cuadro 22**  
**Comportamiento del Sector Externo 1982-1987**  
**(Millones de Dólares)**

	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Balanza Comercial	6,793.00	13,761.00	12,942.00	8,452.00	44,599.00	8,433.00
Balanza en Cuenta Corriente	(6,221.00)	5,418.00	4,238.00	1,237.00	(1,673.00)	3,967.00
Deuda Externa Neta	6,821.00	23,556.00	1,623.00	(23.00)	545.00	3,779.00
Fuga de Capitales	(7,788.00)	(3,465.90)	(2,530.00)	(2,887.00)	1,334.00	(1,505.00)
Variación de las Reservas Internacionales del Banco de México	(3,185.00)	3,101.00	3,201.00	(2,329.00)	985.00	6,924.00

Fuente: Carpeta Electrónica Banco de México

El resultado fue un boom bursátil ocasionado por los pronósticos sobre el comportamiento económico y sobre las utilidades que las empresas obtendrían como resultado de crecimiento económico, además se esperaba una reducción en las tasas de interés, una reestructuración de los pasivos de las empresas, ventas

internas y externas de las mismas, así como la posibilidad de negociación de los acreedores para la obtención de crédito, misma que garantizaría la recuperación económica y, que sumado al acuerdo con la OPEP, en el que se pagaría por un precio fijo mayor al promedio, daba alientos y un gran optimismo a los empresarios por lo que pronosticaron un considerable auge en la Bolsa de Valores. En efecto esto se muestra en algunos de los indicadores financieros tales como el múltiplo precio mercado, valor en libros que era de 0.8 veces en enero y 1.2 veces al finalizar 1986, mientras el promedio mensual mundial se establecía entre 1.8 y 2.2 veces, en tanto el múltiplo precio utilidades había pasado de 5. a 9.3, mientras el promedio mundial era de 14.6 a 18.2 veces; lo que aunado al exceso de liquidez, provocada por el incremento en la tasa de interés y una moneda subvaluada, permitió la expansión no sólo del mercado accionario, sino de una sobrada liquidez, cuyo destino fue el mercado bursátil. Esta situación hizo creer que existían condiciones para que se diera un auge y expansión.

En lo que respecta al mercado accionario, durante el primer trimestre de 1986 y hasta 1987, no se realizaron ajustes a la baja, por el contrario, se consideró un crecimiento altamente explosivo, como se puede corroborar con el comportamiento del Índice de Precios y Cotizaciones (Cuadro 23).

Cuadro 23  
Índice de Precios y Cotizaciones 1982-1987

Año	IpyC Nominal	IpyC Real
1982	755.93	21.30
1983	2,451.93	42.69
1984	42,213.67	44.19
1985	11,444.53	74.85
1986	47,101.03	153.03
1987	105,669.95	132.67

Fuente: Bolsa Mexicana de Valores. Anuario Bursátil

Sin embargo el auge del Mercado de Valores nunca significó que fuese o se fuera a convertir en una fuente alternativa de financiamiento para las empresas. Por otro lado, el dinamismo de la estructura del mercado estuvo alimentada por los dueños de las casas de bolsa, mismos que estuvieron muy ligados a su auge y crecimiento durante el periodo de 1983-1987.

### **3.2 Política Económica Anti-Inflacionaria**

Este contexto macroeconómico, caracterizado por la recesión y alta inflación, con todas sus consecuencias negativas para el empleo y el sector externo, el gobierno salinista presenta un diagnóstico que justificaría la aplicación de una política económica anti-inflacionaria de corte heterodoxo. Dicha política queda reflejada en el Programa Nacional de Desarrollo, que fue implementado por el gobierno salinista durante el periodo de 1989-1994 en el que se propusieron tres líneas:

- Estabilización continua de la economía
- Ampliación de la disponibilidad de recursos para la inversión productiva
- Modernización económica

De estas se derivan ocho metas que guiaron las acciones económicas siendo éstas:

- I.- Estabilidad de precios
- II.- Protección al poder adquisitivo de los salarios y el nivel de empleos
- III.- Recuperación económica
- IV.- Saneamiento de las finanzas públicas
- V.- Reducción de transferencias al exterior
- VI.- Combate a la pobreza
- VII.- Promoción de eficiencia productiva y procesos de desregulación y apertura comercial.
- VIII.- Fomento al ahorro y eficiente intermediación financiera

El resultado de cada una de estas guías durante el periodo salinista fueron las siguientes y se complementan con el entorno de las diferentes variables macroeconómicas.

#### I.- Estabilidad de Precios

El resultado se debió entre otras cosas fue acercamiento de niveles de equilibrio de los precios relativos, luego de ajustes directos a precios importantes para eliminar distorsiones y subsidios. Además los niveles de abasto se aproximaron al 99% que se identifica como situación de pleno abasto.

#### II.- Protección al poder adquisitivo de los salarios y el nivel de empleos

La mejora en este sentido se puede corroborar con datos del nivel salario promedio del Instituto Mexicano del Seguro Social, en el cual se registró un incremento del 19% real. Ello es resultado de los cambios y mejoras que se han implementado en los sectores productivos, cabe mencionar que éstos cambios positivos no han sido del todo parejo en los sectores económicos debido a la reestructuración y/o conversión de cada uno.

#### III.- Recuperación económica

En este periodo las tasas de crecimiento de la economía han sido mayores a la de la población, sin embargo no fueron las esperadas, ello se debió a la modernización emprendida en la economía y que han implicado la sustitución de antiguos procesos productivos, administrativos y de otros órdenes por procedimientos modernos en una amplia gama de sectores ramas y empresas, obviamente el impacto y respuesta en cada sector ha sido diversa.

#### IV.- Saneamiento de las finanzas públicas

El ajuste en las finanzas públicas tiene pocos precedentes en la historia de las economías occidentales de posguerra, al pasar de un déficit financiero del 17% del PIB en 1982 a 12.5% en 1988 y a un superávit financiero, por primera vez en la historia reciente de México de .5% del PIB en 1992. Estas cifras excluyen los ingresos provenientes de ventas de empresas del sector público. Este fue un gran esfuerzo de la presente administración, dada el desfavorable ambiente de la economía internacional.

#### V.- Reducción de transferencias al exterior

Al inicio de la presente administración, la reducción de transferencias al exterior fue considerada como una de las prioridades del gobierno salinista para sentar las bases de la estabilidad y el crecimiento sostenido, por lo que en 1989 se alcanzó un acuerdo con la banca acreedora que permitió reducir de manera significativa el servicio de la deuda. A partir de entonces, se llevaron a cabo modificaciones a la reglamentación en materia de captación de capital foráneo en los mercados financieros, la transferencia de recursos al exterior, medida como el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos antes del pago de intereses, se revirtió de 89-92, el país recibió recursos netos del exterior por un monto promedio anual equivalente al 2% del PIB.

#### VI.- Combate a la pobreza

Si bien el gobierno salinista planteó la necesidad de reformar al Estado, uno de los objetivos principales, fue direccionar sus funciones, una de ellas es la

capacidad de incrementar sus responsabilidades, en este sentido ajustar los procesos de la política de gasto público se enfocó en tres vertientes fundamentales: determinación del nivel de gasto, su asignación entre los diferentes sectores y programas y la estricta disciplina y control en su ejercicio. Así que el gasto social tuvo un crecimiento del 10.7% con respecto a 1992, el gasto programable sectorial se incrementó en 33.2 en 1988 y más de la mitad en 1993.

#### VII.- Promoción de eficiencia productiva y procesos de desregulación y apertura comercial.

Para poder llevar a cabo este propósito, fue necesario eficientar el aparato productivo, mismo que requiere facilitar al productor la adquisición de insumos y tecnologías, es por ello que los pilares de la promoción han sido las políticas de apertura y desregulación.

Los efectos de la tarea desreguladora son evidentes en un mejor clima para el desempeño de la actividad productiva nacional ya que las empresas tienen accesos a insumos a menor costo, estos inciden obviamente en la competencia dentro del mercado.

Tanto la política comercial como la desregulación han interactuado con la política macroeconómica y entre otras cosas se ha orientado a fomentar las exportaciones no petroleras, a continuar con distorsiones provenientes de restricciones al comercio, garantizar el acceso de nuestras exportaciones a mercados mundiales y a buscar que la inversión extranjera la transferencia de tecnología.

### VIII.- Fomento al ahorro y eficiente intermediación financiera

La favorable evolución de los mercados financieros ha estado acompañada de una tendencia a la baja en el costo del dinero apoyado en la estabilidad de los precios así como los menores requerimientos financieros del sector público y los flujos significativos de capital provenientes del exterior.

Durante este periodo, la intermediación financiera media como la relación entre el agregado monetario más amplio (M4) y el PIB, se elevó de 34.4% a finales de 1988 a 45.8% al termino de 1992, en tanto que para 1993, se mostró de alrededor del 50%.

#### **3.3 Flujo de Capitales y Financiamiento del Déficit Público 1988-1994**

El periodo de 1982 – 1987, mostró que era necesario buscar otras fuentes de financiamiento del déficit público que no obstruyera, desde la perspectiva del nuevo gobierno, el financiamiento del sector privado. Situación que va ha hacer ser resuelta con el auge del mercado de dinero a partir del 1989, ya que este se convirtió en la nueva fuente de financiamiento del sector publico.

La brusca caída del índice de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores en octubre de 1987, seguida de un crecimiento acelerado de la inflación, y la amenaza constante de una considerable fuga de capitales, así como de presiones salariales, condujo al gobierno a implementar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento Económico (PECE), con el cual se obtuvieron resultados rápidos y exitosos.



Cuadro 24  
Variables Económicas 1988-1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Inflación <sup>a)</sup>	43.18	51.69	67.16	79.78	89.3	96.45	103.26
PIB (tasa de crecimiento real)	1.3	3.4	4.4	3.6	2.6	1.1	3
Cetes (28 días)	52.31	40.55	25.99	16.65	16.88	11.78	18.51
CPP	45.48	40.11	29.23	19.95	22.76	14.68	16.96
Cuenta Corriente	-2377	-5822	-7449	-14892	-24438	-23399	-7318
Inversión Extranjera en Cartera <sup>b)</sup>							

a) Año base 1994, medida por el Índice Nacional de Precios al Consumidor

b) Se refiere a la salida de divisas, cifras en millones de dólares

Fuente: Banco de México. Indicadores Financieros

Bajo esta política económica que priorizaba la liberalización y desregulación económica, como requisitos necesarios para la modernización que conduciría al crecimiento económico, en 1988 se acelera la reforma estructural que tiene como elemento detonador la liberalización y modernización del sector financiero, que entro a partir de 1989, en un proceso de reprivatización acelerado. Se liberaron las tasas de interés de las aceptaciones bancarias que se constituyeron en instrumentos de captación importante de la banca. Estas modificaciones se complementan con la iniciativa de reforma a la ley bancaria que publicó en 1989, mediante la cual se reconoce la necesidad de al autonomía de gestión de las instituciones bancarias.

Otro conjunto de modificaciones en el ámbito financiero es el reconocimiento legal de grupos financieros en 1989, y su autorización para que se constituyan a través de las agrupaciones de diversos tipos de intermediarios: una casa de bolsa, una casa de cambio y una aseguradora, aunque también con fuerte presencia de afianzadoras y agencias de factoraje.

En lo que respecta al Mercado de Valores, una de las modificaciones más importantes en el marco legal, fue el orientado hacia su internacionalización, con lo cual algunas casas de bolsa iniciaron operaciones con el exterior. Asimismo, se permitió a las empresas, aprovechando el reglamento de inversión extranjera,

emitir acciones neutras que pudieran ser adquiridas por extranjeros, mediante fideicomisos que no dan derechos patrimoniales sobre las empresas, pero que si permiten obtener dividendos y realizar ganancias de capital con las acciones. Además, se autorizó a empresas mexicanas a colocar títulos en el extranjero.

La desregulación de las tasas de interés permitió que éstas se determinarían de acuerdo al libre juego del mercado de dinero, la cual presionó sobre la tasa de interés líder (Cetes), que ofrecía atractivos rendimientos en términos reales éstas pasaron de -10.24 en 1988, a 7.51 (plazo a un mes) en 1994; en tanto, que el plazo a tres meses, pasó de -15.62 a 8.03, en los mismos años, como lo muestra el siguiente cuadro.

Cuadro 25  
Estructura de las Tasas de Interés 1988-1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Tasas de interés nominales</b>							
<b>Certificados de Depósito</b>							
A un mes	52.7	30.83	27.88	16.57	14.48	15.06	13.32
A tres meses	48.32	29.65	27.47	16.88	15.47	15.18	13.13
A seis meses	46.55	28.44	26.47	16.07	15.38	14.98	12.88
A doce meses	33.67	15.84					
Cetes a un mes	69.15	44.98	34.76	19.28	15.62	14.99	14.1
Cetes a tres meses	63.98	44.71	35.04	19.82	15.89	15.5	14.76
<b>Tasas de interés reales</b>							
<b>Certificados de Depósito</b>							
A un mes	-21.79	13.01	4	0.18	3.29	7.57	6.7
A tres meses	-26.32	10.92	3.54	0.48	4.3	7.7	6.49
A seis meses	-29.04	8.72	2.51	-0.33	4.22	7.49	6.23
Cetes a un mes	-10.24	29.6	11.52	2.93	4.46	7.43	7.51
Cetes a tres meses	-15.62	27.35	11.73	3.47	4.73	8.03	8.07
Tipo de cambio	2289.6	2483.4	2838.4	3016.2	3094	3.1549	3.2772
(Tipo de cambio libre -tasa %-)	62.9	8.5	14.3	6.3	2.6	2	3.9

Fuente: Servicio Macroeconómico Clemex-Wefa. Diciembre 1996.

La respuesta del mercado ante tales reformas fue inmediata y positiva, ya que ante la disminución de la inflación, las tasas de interés eran atractivas para los solicitantes de crédito, con lo que la situación económica y la perspectiva de estabilidad del país eran positivas. Las cifras hablan por sí mismas; los niveles de inflación medidos por el Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), indican que de 114.2 puntos en 1988, se pasa 7 puntos para 1994.

Cuadro 26  
Costo Porcentual Promedio y Tasas de Interés 1988-1994

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Costo Porcentual Promedio (CPP) en moneda nacional Promedio Anual	64.67	44.61	37.07	22.56	18.77	18.6	15.5
Índice Nacional de Precios Al Consumidor.	114.2	20	26.7	22.7	15.5	9.8	7

1) Fuente: Servicio Macroeconómico Ciemex-Wefa diciembre 1996

La situación económica vislumbraba una situación muy diferente a la vivida con la crisis de 1987; reflejaba estabilidad y crecimiento, lo que permitiría a los agentes económicos construir expectativas de certidumbre. No obstante el cuadro 27, muestra una economía poco estable, o con crecimientos muy débiles, pues mientras en 1990, el Producto Interno Bruto (PIB), alcanzaba una tasa de crecimiento del 4.2%, para 1992 esta baja al 3.6%, lo mismo sucedió con las tasa de crecimiento sectorial.

Cuadro 27  
Comportamiento del PIB y desempleo abierto 1988-1994  
(Tasas de crecimiento)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
PIB	1.7	1.3	4.2	5.1	3.6	2	4.5
Sector Primario	-3.4	-0.1	5.6	2.3	-1	3.1	0.9
Sector Secundario	2.8	6.1	6.7	3.4	4.4	0.3	4.8
Sector Terciario	1.3	3.8	4.4	4.9	3.9	2.8	4.9
Desempleo Abierto (%)	11.8	10	8.3	8.3	8.7	9.3	9.7

Fuente: Economía Mexicana en cifras. NAFINSA 1995

Por su parte, el comportamiento del sector externo dejaba ver no sólo lo difícil que era controlar los estragos de una crisis reciente, sino también que la decisión de insertar a la economía mexicana en el proceso de globalización, era irrenunciable. De ello da cuenta, el comportamiento de las reservas internacionales que alcanzaron cifras nunca antes registradas, crecimientos de casi el 100% anual, como el de 1990, que de \$9,863 millones de dólares, pasa en 1991, a casi el doble, con \$17,726 millones de dólares.

**Cuadro 28**  
**Comportamiento del Sector Externo 1988-1994**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Balanza Comercial 1)	0.272	-2.6	-4.43	-11.33	-20.68	-18.89	-24.27
Balanza en Cuenta Corriente 2)	-2.38	-5.82	-7.42	-14.15	-22.64	-20.53	-26.98
Deuda Externa Neta 3)	101.8	95.31	104.3	116.58	117.56	127.5	136.46
Inflación (%)	99	26.5	28.1	23.3	14.4	9.5	8.5
Tasa de interés 4)	-21.8	13.01	4	0.18	3.29	7.57	6.7
Fuga de Capitales 5)	-2,377	-5,822	-7,449	-14,892	-24,438	-23,399	-7,318
Reservas totales menos oro millones de dólares. 6)	5,279	6,329	9,863	17,726	18,942	25,110	6,278

1) /2)3) Miles de Millones de dólares

4) CETES a un mes

5) Suma de errores y omisiones, cifras en millones de dólares.

6) Fuentes: Estadísticas financieras internacionales 1995

Millones de dólares

Es evidente que este crecimiento en las reservas internacionales que se explica por los altos volúmenes de capital externo de corto plazo, permitió mantener un tipo de cambio sobrevaluado, a partir de 1992, lo que aunado al crecimiento de la demanda efectiva presionaron sobre las importaciones, lo que condujo a un incremento en el déficit de la balanza comercial. Cabe señalar que en la lógica de mantener un tipo de cambio sobrevaluado para evitar presiones inflacionarias, las exportaciones fueron castigadas lo cual también tuvo su efecto negativo sobre la balanza comercial.

La estabilidad y crecimiento que caracterizaron al gobierno en turno, así como las expectativas de certidumbre que garantizaban la entrada del país al primer mundo, permitieron a los inversionistas tanto nacionales como extranjeros altos rendimientos. Ello se manifestó no sólo en el comportamiento del mercado de valores, que registró un gran dinamismo al pasar de \$26,262.71 millones de pesos en 1989 a \$710,968,400 miles de nuevos pesos en 1994; si no también en el comportamiento de algunos indicadores de rentabilidad como se muestra en el cuadro 29.

**Cuadro 29**  
**Indicadores del Mercado Bursátil 1989-1994**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Múltiplo precio/utilidad	8.88	13.19	17.1	16.6	18.86	22.3
Múltiplo precio/valor contable	0.91	1.44	2.57	3.01	2.88	3.33

Fuente: Anuarios Bursátiles. BMV

La respuesta del capital extranjero no titubeo en invertir en nuestro mercado bursátil, el siguiente cuadro deja ver, claramente los montos que recibimos en el mercado accionario tanto en moneda nacional como su equivalente en moneda extranjera (dólares USA), que reflejan los altos niveles de rendimiento en el país. Sin duda, se trataba de una política tendiente a compartir los flujos de capitales a nivel internacional.

**Cuadro 30**  
**Inversión Extranjera Indirecta 1988-1994**  
**(Millones de Dólares)**

	Mercado Accionario	Valores M.N.	Valores M.E.
1988			1,000.00
1989	493.00		(142.00)
1990	1,995.00		1,376.00
1991	6,332.00	3,396.00	3,015.00
1992	4,783.00	8,147.00	5,111.00
1993	10,717.00	7,406.00	10,797.00
1994	(369.00)	(4,685.00)	(457.00)

Fuente: Economía Mexicana en Cifras 1995-Nafinsa-

La respuesta en el Mercado de Valores fue favorable, el índice de precios y cotizaciones en términos reales tuvo notables incrementos en particular, entre 1990 – 1991, que cuyo incremento fue del 91.17%; mostrando una notable disminución hacia 1992 – 1993, que fue del 36.8%.

Cuadro 31  
Índice de Precios y Cotizaciones 1988-1994

	Nominal	Deflactado	En Dólares
1988	2111.53	175.17	92.57
1989	418.93	289.64	155.62
1990	628.79	334.45	212.89
1991	1431.46	639.38	465.69
1992	1759.44	703.93	563.38
1993	2602.63	963.17	836.89
1994	2375.66	818.65	480.9

Fuente: Anuario Bursátil. BMV

En este contexto de auge del sector bursátil, las finanzas del gobierno no eran del todo favorables durante los primeros tres años de la administración salinista, los gastos rebasaron los ingresos, no obstante estos fueron mejorando a lo largo del sexsenio, de tal manera que para 1992 y 1993, se logra obtener superávit (Cuadro 32).

El incremento en las reservas entre otros permitieron sanearlas, durante los siguientes años cifras récords fueron registradas, las finanzas llegaron a sanearse con estos recursos, tal es así que durante 1992 el superávit llegó a los \$16,002.90 millones de nuevos pesos.

**Cuadro 32**  
**Situación Financiera del Sector Público**  
**Porcentaje del PIB**

<b>Año</b>	<b>Balance Financiero</b>	<b>Balance Primario</b>	<b>Balance Operacional</b>
<b>1988</b>	-12.5	8.1	-3.6
<b>1989</b>	-5.6	8.6	-1.7
<b>1990</b>			
Cierre	-1	10.8	4.8
cierre sin efecto de la reducción negociada			
<b>1991</b>			
Cierre	2	9.1	6.4
cierre excluyendo Ingresos por Desincorporación.	-1.5	5.6	2.9
<b>1992</b>			
Cierre	3.5	8.8	5.9
cierre excluyendo Ingresos por desincorporación	0.5	5.9	2.9
cierre excluyendo Ingresos por desincorporación y el déficit por intermediación financiera.	1.6	5.9	2.9
<b>1993</b>			
cierre	1	4	1.9
<b>1994</b>			
Cierre		2.6	0.5

Fuente: Criterios Generales de Política Económica 1994. Presidencia de la República.

Esta holgura del sector público duro poco tiempo, porque para 1994 las cifras mostraron nuevamente un saldo negativo. Situación que obligaba al gobierno nuevamente a buscar alternativas de financiamiento, en ese momento fueron no sólo por la vía de la emisión de instrumentos financieros en el mercado bursátil, sino además el financiamiento a través de la banca consolidada y de la deuda. Si

a esta se suma la situación de la deuda tanto interna como externa, la necesidad de financiamiento es aún más importante. El financiamiento del déficit del sector público no solo debía evitar la reducción del crédito al sector privado, sino además debía permitir la reactivación de la actividad económica.

Cuadro 33  
Gastos/Ingresos Gubernamental  
1988-1994  
(Millones de nuevos pesos)

Año	Ingresos	Gastos	Déficit
1988	118,513.00	154,694.80	-36,181.80
1989	149,087.00	174,451.40	-25,364.40
1990	203,486.30	219,772.40	-16,286.10
1991	229,608.30	233,130.70	-3522.40
1992	274,471.00	258,468.10	16,002.90
1993	301,520.10	293,186.20	8,333.90
1994	334,049.40	338952.70	-4,903.30

Fuente : SHCP

Los niveles de endeudamiento que padecía la economía mexicana, si bien habían disminuido, seguían siendo aún considerables, en 1988 se debían \$81,003.20 millones de dólares. En tanto que para 1994 sumaron \$85,435.80 millones de dólares, una diferencia tan solo de \$4,432.60 millones de dólares.

Cabe señalar que si bien durante el periodo de 1988 – 1989, el crecimiento en la deuda externa no se disparó, y sus condiciones de contratación eran buenas sobre todo durante los primeros cuatro años; no obstante esta se fue incrementado considerablemente. Así, en 1989, de un saldo de \$76,059.00, la deuda de corto plazo solo fue de \$624.50 millones de dólares, en tanto que para 1993, este monto alcanzó los \$4,246.00 millones de dólares, de un monto total de \$78,747.40 millones de dólares. Este cambio en la estructura de la deuda muestra



lo frágil de los equilibrios macroeconómicos que se habían obtenido durante los primeros años de la nueva administración.

Cuadro 34  
Deuda Pública externa 1988-1994  
(Millones de dólares)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Saldo de la deuda Pública Bruta</b>	81,003.20	76,059.00	77,770.30	79,987.80	75,755.20	78,747.40	85,435.80
<b>Estructura por plazo</b>	81,003.20	76,059.00	77,770.30	79,987.80	75,755.20	78,747.40	85,435.80
Largo plazo	802233.3	75,434.50	76,614.30	78,260.50	72,288.80	74,501.40	799,082.30
Corto plazo	779.9	624.50	1,156.00	1,727.30	3,466.40	4,246.00	6,353.50
<b>Estructura por Usuario</b>	81,003.20	76,059.00	77,770.30	79,987.80	75,755.20	78,747.40	85,435.80
Gobierno Federal	36,994.30	36,589.90	46,560.40	51,128.40	43,946.80	43,175.00	44,576.60
Financ. Por cuenta de Gobierno Federal.				14,691.70	14,754.30	15,777.90	16,010.20
Organismos y Empresas Controladas	44,008.90	20,517.60	8,141.20	7,884.90	9,365.20	9,502.70	12,010.60
Banca de Desarrollo		16,966.20	21,523.30	5,551.80	7,672.50	10,289.80	12,836.60
Organismos y Empresas no Controladas		1,985.30	1,545.40	733.00	16.40	2.00	1.80

Fuente: La Economía Mexicana en Cifras 1995.

Como parte de la estrategia económica, se aplicó una política monetaria tendiente a atraer capitales extranjeros, para lo cual se incrementaron las tasas de interés de los Cetes, permitiéndole con ello manipular la sobrevaluación del tipo de cambio y elevar las tasa de interés internas con respecto a las externas. Lo que a la larga presionaría sobre los agregados monetarios. Así, tenemos que la M1 muestra incrementos significativos, al pasar de \$22.3 mil millones de pesos, en 1988, a \$150.5 mil millones de pesos en 1993 (ver cuadro 36). Esto deja ver la volatilidad que fue generando el manejo de las políticas monetarias, más preocupado por mantener la estabilidad en los precios, que recuperar los equilibrios macroeconómicos.

Cuadro 35  
Tasas de Interés Internacionales

	A 1 mes		A 3 meses		A 6 meses		Tasas 1	
	E.U	Londres 2	E.U	Londres	E.U	Londres	Prime Rate	Libor 3
1990	8.32	8.26	7.91	7.84	7.85	7.66	10	7.56
1991	4.76	4.82	4.54	4.47	4.48	4.42	7.2	4.31
1992	3.53	3.55	3.53	3.52	3.55	3.6	6	3.31
1993	3.29	3.34	3.29	3.37	3.32	3.49	6	3.38
1994	6.16	6.08	6.31	6.38	6.51	6.83	8.5	6.5

1) En dólares al cierre del mes (diciembre)

2) Eurodólar

3) A 3 meses

Fuente: Economía Mexicana en Cifras, NAFINSA 1995

Cuadro 36  
Agregados Monetarios 1988-1994  
Saldos al final del período en millones de nuevos pesos

Agregados Monetarios	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
M1	22,312	31,392	51,048	112,183	131,562	150,295	154,519
Billetes y Monedas	13,159	17,992	24,603	32,416	38,012	43,197	51,870
Cuenta de cheques M.N	7,652	10,851	22,912	74,384	84,478	101,788	94,163
Cuenta de cheques M.E	1,501	2,549	3,533	5,384	9,529	5,310	8,486
M2=M1 + Instrumentos bancarios a corto plazo	87,454	125,030	182,779	269,120	324,099	373,497	454,908
Instrumentos bancarios a corto plazo	65,142	93,638	131,731	156,937	192,537	223,203	300,389
Instrumentos con vencimiento hasta un año de plazo	29,410	64,150	122,582	148,358	176,812	198,481	269,018
Moneda nacional	23,711	57,632	109,185	127,009	159,675	169,715	212,829
Moneda extranjera	5,699	6,519	13,397	21,349	17,137	28,766	56,189
Aceptaciones bancarias	35,732	29,488	9,149	8,579	15,725	24,722	31,370
Moneda nacional	35,240	28,749	7,827	6,309	12,617	24,722	26,249
Moneda extranjera	493	739	1,322	2,269	3,107	2,803	5,121
M3=M2 + Instrumentos no bancarios a corto plazo	122,247	182,721	258,030	318,223	375,603	466,089	590,724
Instrumentos no bancarios de corto plazo.	34,793	57,691	75,251	49,103	51,505	92,591	136,343
CETES	18,735	18,923	31,875	30,047	34,818	72,143	19,258
TESOBONOS M/E		195	116	1,001	1,046	4,478	109,483
PAGAFES M/E	3,228	762	514	72	-	-	-
BONDES	12,135	33,705	36,958	14,872	12,998	12,407	3,019
PAPEL COMERCIAL	695	4,107	5,788	3,111	2,643	3,563	4,058
M4=M3 + Instrumentos a largo plazo + FICORCA	134,317	202,539	296,419	387,981	465,024	592,186	739,296
Instrumentos a largo plazo Más FICORCA	12,071	19,818	38,390	69,759	89,421	126,097	148,591
Instrumentos bancarios de largo plazo	2,510	5,782	11,573	20,971	30,833	51,459	79,834
Moneda Nacional	163	2,211	6,952	12,043	19,372	39,899	62,486
Moneda Extranjera	2,348	3,571	4,621	8,927	11,462	11,560	17,348
Instrumentos no bancarios de largo plazo	2,356	6,336	18,238	44,101	53,085	58,577	40,116
Petrobonos	1,208	833	962				
Ajustabonos		2,904	12,842	32,442	31,929	32,180	15,840
Bonos de indemnización Bancaria	80	47	31				
Bonos de renovación urbana	18	18	20	23	23	23	8
Obligaciones quirografarias	961	2,355	4,051	8,394	10,646	10,642	7,857
Obligaciones hipotecarias	90	180	331	993	1,226	1,066	1,352
Pagarés de empresas privadas.				2,249	9,261	14,701	15,060
FICORCA	7,204	7,699	8,578	4,687			
Moneda Nacional	2,168	1,177	432	120			
Moneda Extranjera	5,036	6,522	8,146	4,567			
Fondo sistema de ahorro para el retiro ahorro para el retiro.					5,503	16,061	28,622

Fuente: Economía Mexicana en Cifras 1995. NAFINSA

Aprovechando la plataforma creada por la política monetaria, e incentivando el interés de los grandes capitales, el gobierno logró financiar parte de su déficit. Llegó a financiar \$4,087,390.60 miles de nuevos pesos en 1993; como lo muestra el Cuadro 37; del total de este financiamiento una mayor proporción provino de la colocación de Cetes, y a partir de 1989, el flujo de financiamiento se diversifica con la creación de instrumentos financieros alternativos, tales como Pagafes, Ajustabonos, Tesobonos, y posteriormente Udibonos. Esta diversificación en los instrumentos financieros del gobierno, permite que la proporción de los Cetes pase del 70% en 1989, a 50% y al 3% durante 1990 – 1994.

**Cuadro 37**  
**Financiamiento del Déficit a través de Instrumentos Financieros 1982-1995**  
 1977-1992 Millones de pesos  
 1993-1995 Miles de nuevos pesos

Año	Total							
	Financiamiento	Cetes	Pagafes		Tesobonos	Ajustabonos	Udibonos	Otros
1982	905.90	894.20	-	-	-	-	-	-
1983	2,681.50	2,681.50	-	-	-	-	-	-
1984	3,484.60	3,484.60	-	-	-	-	-	-
1985	9,028.40	8,681.70	-	-	-	-	-	144.70
1986	22,339.00	21,086.30	171.60	-	-	-	-	1,081.10
1987	62,465.10	60,387.10	137.50	-	-	-	-	1,940.50
1988	157,148.00	149,318.30	5,568.00	-	-	-	-	2,261.70
1989	320,980.40	192,072.10	4,534.30	116,023.40	282.80	5,489.60	-	2,578.20
1990	551,773.70	275,495.30	1,710.90	230,364.70	1,416.80	22,947.00	-	19,839.00
1991	1,092,367.20	276,244.30	2,172.10	719,643.30	1,022.00	95,312.40	-	1,589.80
1992	2,122,269.30	221,915.80	-	163,768.80	3,979.90	135,069.20	-	2.00
1993	4,087,390.60	228,788.40	-	121,234.20	5,865.50	138,291.90	-	1.50
1994	7,853,800.80	226,065.40	-	58,856.60	168,967.80	121,341.40	-	-
1995	15,155,827.90	189,949.60	-	139,343.30	144,651.90	152,405.50	-	-

Fuente: Secretaría de Hacienda y Crédito Público

En cuanto a la deuda externa, el gobierno logró una renegociación con organismos internacionales, lo que le permitió recuperar la confianza en el país. Con relación a la deuda pública, la política consistió en estabilizar los precios que afectaban a dicha deuda; es decir, la reducción de la tasa de interés real, para disminuir el flujo del servicio de la deuda pasada, ampliación de los plazos, que reducen la presión sobre los pagos y la no colocación de deuda a causa de los "swaps" y de la venta de deuda pública. Todo ello permitiría una reducción progresiva del ritmo de crecimiento de esta deuda, tal como lo muestra el siguiente cuadro 38. Medido como porcentaje del PIB, la deuda interna pasa de 21.7%, en 1988 al 5.3% en 1993; en tanto que la deuda externa también medida como porcentaje del PIB, pasa de representar el 49.5% en 1988, al 18.9% en 1993. Prácticamente en un sexenio, los avances fueron notorios, se redujeron 16.3 puntos porcentuales como porcentaje de participación de deuda interna y 17.6 de deuda externa.

Cuadro 38  
Deuda Neta Total del Sector Público 1988-1994

	Millones de Nuevos Pesos			% PIB		
	Total	Interna	Externa	Total	Interna	Externa
1988	278.1	84.6	193.5	71.2	21.7	49.5
1989	323.2	110.5	212.8	63.7	21.8	41.9
1990	354	140.1	213.9	51.6	20.4	31.2
1991	337	124.6	212.5	39	14.4	24.6
1992	276.6	69.7	206.9	27.1	6.8	20.3
1993	272.6	59.8	212.8	24.2	5.3	18.9
1994	467.7	67.6	400.1	37.3	5.4	31.9

Fuente: Indicadores Económicos. Banxico 1995.

El financiamiento a través de la banca consolidada se encuentra estrechamente relacionada con el cambio en la rentabilidad de los activos financieros a favor de instrumentos bursátiles, ello ligado fuertemente a la creciente necesidad de recursos internos por parte del sector público, que le permitieron cambios tanto cuantitativos como cualitativos, en nuevas modalidades y fuentes de financiamiento. De tal manera que el financiamiento que otorgó el sector bancario

consolidado en moneda extranjera, pasó del 62.8% en 1988, a solo el 33% en 1993; mientras que el financiamiento otorgado al sector privado mostró un comportamiento contrario, pues de solo representar el 37.2% en 1988, pasó al 96.7% en 1993.

**Cuadro 39**  
Financiamiento otorgado por el Sistema Bancario Consolidado 1988-1994

	Moneda Nacional						Moneda Extranjera					
	Sector Público	%	Sector Privado	%		%	Sector Público	%	Sector Privado	%	Total	%
1988	66,861.00	62.80	39,599.00	37.20	106,460.00	100%	61,431.00	81.66	13,796.00	18.34	75,227.00	100%
1989	73,259.00	49.22	75,587.00	50.78	148,846.00	100%	70,889.00	78.53	19,380.00	21.47	90,269.00	100%
1991	88,061.00	33.30	176,350.00	66.70	264,411.00	100%	58,897.00	50.62	57,460.00	49.38	116,357.00	100%
1992	50,102.00	84.71	277,636.00	84.71	327,738.00	100%	59,786.00	46.59	68,539.00	53.41	128,325.00	100%
1993	11,498.00	3.28	339,292.00	96.72	350,790.00	100%	58,632.00	37.99	95,700.00	62.01	154,332.00	100%
1994	34,202.00	7.69	410,826.00	92.31	445,028.00	100%	55,502.00	33.62	109,573.00	66.38	165,075.00	100%

Fuente: Banco de México. Indicadores Económicos.  
Datos de 1994 al mes de septiembre.

### 3.4 Relación entre indicadores Económicos y Déficit Público

Nuestra experiencia histórica muestra que para generar las condiciones propicias para alcanzar un crecimiento económico vigoroso, sostenido y sustentable, es indispensable contar con una situación financiera sólida. Por el contrario aquellos periodos que se han caracterizado por un debilitamiento de las finanzas públicas han conducido invariablemente a crisis en balanza de pagos, inhibiendo el crecimiento y la estabilidad. Así, las finanzas gubernamentales constituyen un instrumento fundamental de la política económica.

A nivel macroeconómico, la conducción sana de las finanzas públicas permite alcanzar diversos objetivos, tales como propiciar el crecimiento económico a través del fortalecimiento del ahorro público y el impulso a la inversión productiva,

consolidar la estabilidad de precios y reducir tasas de interés; y fomentando con ello el ahorro y la inversión privada.

A nivel microeconómico, la conducción disciplinada de las finanzas públicas otorga márgenes de maniobra para llevar a cabo un esfuerzo sostenido en distintas acciones como la generación de empleos; emprender una reforma tributaria; aumentar la eficiencia, eficacia y calidad en la asignación de los recursos públicos; propiciar una mayor eficiencia del aparato productivo, mediante el gasto social y en infraestructura; elevar el nivel de bienestar de la población a través de:

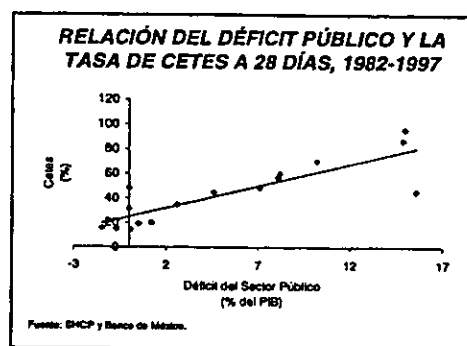
- La canalización de una mayor proporción del gasto público a los sectores de educación, seguridad social y salud,
- Aumentar el nivel de ingresos de los grupos de escasos recursos, educación, así como de mayores oportunidades de empleo y de acceso a la infraestructura social.
- La atención de los principales desequilibrios entre regiones, u la promoción de la descentralización de programas y responsabilidades hacia los gobiernos
- Estatales y municipales.

Un debilitamiento de las finanzas públicas pone en riesgo la consecución de los objetivos de crecimiento y estabilidad, en particular un incremento excesivo en el déficit fiscal genera efectos adversos sobre la economía, que a la postre se traducen en un estancamiento de la actividad productiva, y en mayores niveles de inflación, específicamente el aumento en el déficit fiscal tiene las siguientes consecuencias negativas:

- a) **Incrementa la inflación:** En primera instancia, la expansión del déficit fiscal podría aumentar de manera excesiva la demanda por bienes y servicios en la economía, al implicar un gasto por encima de los ingresos del sector público,

debido a la producción interna de bienes y servicios está dada en el muy corto plazo, el incremento excesivo en la demanda del sector público presiona los precios al alza y se traduce en mayor inflación. El déficit fiscal debe ser cubierto en principio a través de la emisión de deuda, sin embargo, al igual que en el caso de las familias o la empresa, existe un límite al monto de recursos que el gobierno puede obtener a través de endeudamiento para financiar su déficit, en este contexto, nuestra experiencia económica ha mostrado que en aquellos episodios cuando la expansión fiscal ha sido persistente, el sector público alcanza su límite de endeudamiento y por ende, termina recurriendo a fuentes inflacionarias de financiamiento para cubrir la diferencia entre sus ingresos y su gasto.

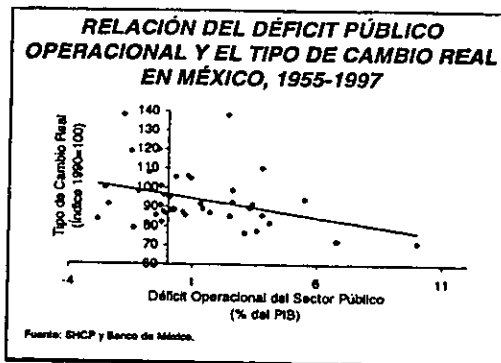
- b) **Aumento de las tasas de interés:** La mayor necesidad de financiamiento por parte del sector público incrementa la demanda de recursos en los mercados financieros nacionales, puesto que el déficit se financia fundamentalmente a través de fuentes internas. En esta situación, el gobierno compite con el sector privado por los recursos disponibles, presionando al alza a las tasas de interés, adicionalmente los réditos se incrementan debido a que el déficit público genera mayores expectativa inflacionaria.



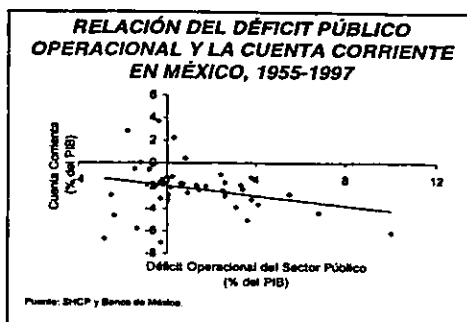


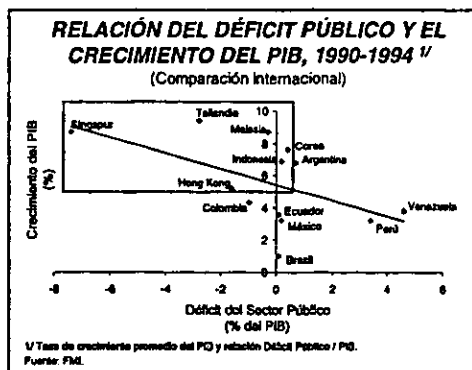
A su vez, las mayores necesidades de financiamiento por parte del sector público, junto con la consecuente alza en las tasas de interés, limitan la inversión privada y afectan con ello el crecimiento de la capacidad productiva.

- c) **Presiona a que el tipo de cambio real se aprecie:** Una política fiscal expansiva incrementa la demanda de bienes y servicios. El incremento en la demanda aumenta el precio de los bienes no comerciables con el exterior, puesto que su producción se encuentra fija en el corto plazo. Sin embargo, no afecta el precio de los bienes comerciables, ya que la demanda adicional de este tipo de bienes puede ser satisfecha a través de mayores importaciones. Por ello el precio de los bienes no comerciables se incrementa respecto al de los bienes comerciables, produciendo una apreciación del tipo de cambio real. El aumento en el déficit público incrementa la inflación interna respecto a la que se observa en el exterior, lo que aprecia el valor real de la paridad, este hecho se puede constatar en el caso en el que la apreciación real de la paridad ha estado asociada con déficit públicos elevados. De persistir una política fiscal expansiva, la resultante apreciación sostenida de la paridad real conduce a que ésta se sobrevalúe, provocando un deterioro en la cuenta corriente. En la medida en que el mayor déficit en cuenta corriente es consecuencia de dicha sobrevaluación, no es sostenible en el largo plazo. En este contexto, los flujos de capital que en un momento financian el desequilibrio externo, son más susceptibles a revertirse repentinamente en el futuro, lo que puede producir ajustes bruscos en la paridad.



- d) **Deteriora la cuenta corriente:** El aumento en el déficit incrementa la demanda interna por encima de la cantidad de bienes y servicios producidos en la economía, lo que ocasiona un aumento en las importaciones y por lo tanto un deterioro del déficit en cuenta corriente. Dicho deterioro se ve acentuado por la sobrevaluación del tipo de cambio real, que se produce como resultado de la política fiscal expansiva. La evolución histórica del déficit fiscal y la cuenta corriente en nuestro país confirman esta hipótesis, ya que en aquellos periodos en que se han registrado elevados déficit en las finanzas públicas, también se han observado deterioros en las cuentas externas. De persistir el déficit fiscal, eventualmente ello da a lugar a que se reviertan los flujos de capital que financian el déficit en cuenta corriente, conduciendo una crisis de balanza de pagos.





- e) **Aumento en la deuda pública.** Aumento en la deuda pública fiscal expansiva obliga al sector público a endeudarse para cubrir la diferencia entre sus ingresos y su gasto. El servicio de esta deuda limita al crecimiento en el futuro, puesto que disminuye los recursos disponibles para financiar la inversión y las erogaciones hacia proyectos de alto contenido social. Por su parte, un excesivo endeudamiento pone a la economía en una situación vulnerable entre otras razones, porque usualmente da lugar a una elevada concentración de amortizaciones. Por lo que es imprescindible que la conducción de las finanzas públicas se lleve a cabo en un marco de disciplina fiscal. La principal lección derivada tanto de la experiencia internacional, como de la propia es que una política fiscal expansiva inhibe el crecimiento económica en el largo plazo. Al respecto es notable destacar que en países con mayores déficit fiscales presentan menores tasas de crecimiento real del PIB. Por lo que una política fiscal expansiva tiene consecuencias adversas sobre la economía. En particular, un déficit fiscal elevado inhibe el ahorro y la inversión y con ello el crecimiento de la capacidad productiva de la economía. Así la expansión inicial de la demanda que pudiese resultar de un aumento en el déficit es de muy corta duración y genera un menor crecimiento y mayores niveles de inflación lo que repercute negativamente en el bienestar de la población.

## CONCLUSIONES

Durante la década de los años ochentas, el proceso de globalización buscaba nuevas formas de valorización del capital y la expansión de nuevos espacios geográficos, en este sentido, el proceso de cambios y reestructuraciones en los últimos 15 años ha instaurado un mercado cuyo funcionamiento es continuo, y el cual ha motivado la desregulación de los mercados y privatización de las economías. Todo ello, inherente a una nueva fase de la internacionalización del capital, donde los procesos de innovación y desregulación financiera ha erosionado las barreras nacionales y donde el surgimiento de una nueva plataforma tecnológica, basada en el desarrollo de las telecomunicaciones y, la computación cambian de raíz las prácticas financieras; donde la innovación financiera es parte de un fenómeno creativo de nuevos productos, procesos y mercados, un mercado en el que emergen proveedores de una gran gama de activos financieros dentro de un explosivo mercado de valores, en el que la desregulación financiera se ha traducido en un desmantelamiento progresivo de los mercados financieros domésticos; donde la titularización del financiamiento se refiere al surgimiento y expansión de las finanzas ligadas a la emisión de títulos y valores respaldados por deuda, donde la homogenización de las instituciones financieras se han unificado y que por excelencia habían sido intermediarios financieros, se convirtieron en armas voraces para la captación de capitales

El conjunto de éstas tendencias, no sólo soportaron el proceso de globalización financiero, sino que además dieron origen al surgimiento de los mercados emergentes los cuales, ofrecieron las mejores oportunidades al capital deseoso de recapitalizarse.

En este sentido, América Latina no fue ajena a este proceso, y aunque se encontraba ante una crisis económico-financiera, éstos países de la región,

decidieron cambiar sus políticas para ajustarse a la nueva dinámica de globalidad financiera que les permitiera obtener flujos de capital externo.

Los gobiernos latinoamericanos adecuaron sus políticas económico- financieras, en el que se exigía la disminución de barreras a la importación, mayor apertura comercial, mayor democracia y reestructuración a los sistemas financieros.

La inserción de éstos mercados al ámbito financiero, se caracterizaron por altos niveles de volatilidad, ubicados entre los primeros a nivel mundial, sin embargo, estos altos riesgos no fueron impedimento para que fluyeran altos volúmenes de capital, pues fueron cuantiosas las ganancias que éstos mercados generaron a los inversionistas ansiosos de valorizar su capital especulativo.

México envuelto en esta globalidad se insertó exitosamente al proceso globalizador, iniciado a finales de los ochentas, actualmente México, es considerado en ejemplo de mercado emergente, su desarrollo acelerado del mercado bursátil en términos de disponibilidad de instrumentos de inversión y financiamiento ligado con los mercados internacionales, ha resultado muy atractivo a los capitales foráneos., es por ellos que ha sido considerado como uno de los mercados emergentes más "globalizador".

Todo esto, representó un gran reto para la economía mexicana, la cual inició un proceso acelerado de reestructuraciones, no sólo a nivel político-económico, sino también a nivel del sistema financiero y particularmente del Mercado de Valores, el cual fue receptor de los mayores flujos de capital externo, el cual ofreció un gran abanico de oportunidades al inversionista, cuyos instrumentos de alta rentabilidad no fueron ajenos al capital, instrumentos de renta fija, de renta variable o bien metales como el oro y plata, aunque el líder indiscutible del Mercado fue Certificados de la Tesorería (CETES), quien durante el periodo de 1989-1994 representaron más del 50% del Mercado de Valores.

El Mercado de Valores representó para el gobierno salinista un brazo de apoyo para equilibrar sus finanzas deficitarias a través de algunos de sus instrumentos, tales como Cetes, Bondes, Pagafes, Bores entre otros, los cuales representaban fuentes de financiamiento para el Gobierno Federal.

Durante el periodo antes mencionado, y como parte de los cambios llevados a cabo el gobierno, el encaje legal pasó del 50 al 10% para el sistema bancario, esto representó sin duda una disminución de los ingresos; si a eso le sumamos, la nacionalización de la banca, mínimos o nulos prestamos bancarios a nivel internacional y la situación económica del país, el gobierno vio en el Mercado de Valores y sobre todo en el Mercado de Dinero, la oportunidad de financiarse colocando instrumentos de alta rentabilidad y ofreciendo atractivas condiciones al capital externo que obviamente incluían no sólo tasas de interés envidiables, sino también condiciones de estabilidad económica, política y financiera que garantizaran no sólo la permanencia de recursos externos a México en el corto plazo, sino que además en el mediano y largo plazo, fueran parte de una herramienta estratégica de desarrollo, en la cual nos apoyaríamos para apalancar el desarrollo de la economía mexicana.

Finalmente, el resultado fue favorable en el corto, es decir la función de financiador para el balancear el desequilibrio fiscal fue bueno, las reservas se incrementaron considerablemente, el tipo de cambio se mantuvo por demás saludable; aparentemente las condiciones económicas vislumbraban un futuro sano, prospero, sin embargo todo pareció ficticio, es decir el boom de 1993, se quebró en 1994 con la caída del Mercado Bursátil.

Este efecto, nos mostró la realidad del país, realmente no éramos lo que el gobierno había dicho, la fragilidad financiera a la que estábamos expuestos nos trajo desequilibrios también en el ambiente económico, financiero y social, puesto que las expectativas que los mexicanos teníamos se rompieron también con la caída del mercado.

El gobierno de México, necesita crecer de manera constante y sostenida con recursos inicialmente propios, que nos permitan apalancar no sólo al sector financiero, sino también al sector comercial, agrícola, industrial. El costo de la dependencia económico-financiera por un lado, nos hace más fuertes, pero por el otro, mucho más débiles.

Debemos crecer a un ritmo propio, que nos permita desarrollarnos de una manera sana y equilibrada, apoyándonos con las enseñanzas del pasado, las fortalezas del presente y la visión positiva del futuro.

## BIBLIOGRAFIA

- MANSELL, C. Catherine** .*Las Nuevas finanzas en México*, Edit. ITAM, IMEF, México, D. F., 1993.
- HEYMAN, T.** *Inversión contra inflación*, Edit. Milenio, México. D. F 1996.
- GUZMAN, M. Roberto.** *La Bolsa de Valores-Estrategia y Perspectiva*. Edit. Porrúa, México, D. F., 1988.
- EMMERIJ, L.** *Restauración de los flujos financieros a América Latina*, Edit. CEMLA, México, D. F., 1992.
- LOPEZ, J.** *El Costo de la fuga de capitales en México*, Edit. Investigación Económica, vol. LVI, México, D.F, 1996.
- LOPEZ, González, T.** *Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México. Tesis de Maestría*, UACPyP, México 1993.
- PEREZ, S. José.** *La Bolsa*. Edit. Diana. México, D.F., 1981
- HEYMAN, T..** *Inversión en la Globalización*. Edit. ITAM, IMEF, BMV. México, D.F., 1998
- MANTEY de A.G.** *Efectividad de la Política Monetaria en el Sistema Financiero Mexicano Liberalizado* en A. Sánchez Daza (Comp.), *Lecturas de Política Monetaria Financiera en México*, UAM, Azcapotzalco, en prensa.
- PALACIOS, J. J.** *La Apertura Económica de México y la Cuenca del Pacífico*, en *Jornadas Académicas, Serie Coloquios No. 36*. Universidad de Guadalajara. México 1993.
- VELAZQUEZ, F.** *Algunas consideraciones sobre el régimen de inversión extranjera en México y el Tratado de Libre Comercio*. Seminario realizado en la Universidad Nacional Autónoma de México, Unidad Azcapotzalco, México, D. F., 1993.
- JARQUE, C.** *El Combate a la Infación*. Edit. Grijalbo, México, D. F., 1993.



"La Economía Mexicana en Cifras 1995", Edit. NAFINSA, México, D. F., 1995.

"Sistema de Finanzas Públicas y Deuda Pública", Elaborado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Dirección de Planeación Hacendaria, México, D. F., 1997.

Mercado de Valores. "Estadística Operativa". Edit. CNV, México, D. F., 1994.

Banco de México. "Indicadores Económicos", varios números. México, D. F.

Bolsa Mexicana de Valores. "Anuarios Bursátiles", varios números México, D. F.

"Inducción al Mercado de Valores", Edit. BMV, IMMC, México 1992

"EL Mercado de Valores Mexicano" - Análisis y Perspectiva-, Edit. AMCB A. C. México, D. F. 1989

"Cómo invertir en México. Una guía para el Mercado de Valores", Edit. BMV México, D. F., 1990.

BMV. "Qué es la Bolsa Mexicana de Valores", México, D. F., 1990.

BMV, IMMC, S.D. INDEVAL, "Indicadores Bursátiles", varios números, México, D.F.

Banco de México. "Carpeta Electrónica Banxico", México, D. F., 1994.

"Evolución de la Inversión Extranjera en México", Edit. SECOFI, México, D. F., 1994.

"Flujos de Capital e Inversión Productiva", Edit. CEPAL, Mc Graw Hill, OCDE, México, D. F. 1997.

FMI. "Estadísticas Financieras Internacionales". Varios tomos.

"Servicio Macroeconómico Ciemex-Wefa". Varios años. México, D. F.

*"Criterios Generales de Política Económica 1994"*. Presidencia de la República. México, D. F.

*"Aspectos Fundamentales de la Regulación Prudencial"*. Revista CNBV, México, D. F. 1995.

*"Proyecto de Estructura del Sistema Financiero Mexicano: Banca Múltiple"*. Comisión Nacional Bancaria y de Valores. México, D. F., 1997