



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO**

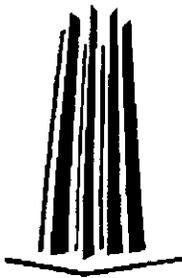
ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES.

CAMPUS ARAGÓN

**“FINANCIAMIENTO A LA INDUSTRIA”  
(UN ENFOQUE SOBRE LA GLOBALIZACIÓN  
ECONÓMICA DE MÉXICO)**

**T E S I S**  
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE  
LICENCIADO EN ECONOMÍA  
P R E S E N T A :  
MIGUEL ÁNGEL SALDAÑA MERLAN

ASESOR:  
MAESTRO. JOSÉ LUIS MARTÍNEZ MARCA



MÉXICO

2005

m 345472



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**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.

Compro a la Dirección General de Subsidios de la  
ANEP el monto de subsidio que se impuso a  
la empresa

Miguel Angel  
Saldaña Merlon

FECHA: 31/05/05  
FIRMA: 

**DEDICO ESTA TESIS:**

**A mis padres:**

Irma Merlan Hernández y Daniel Saldaña Vázquez.  
Con todo mi cariño y gratitud, por su apoyo inigualable,  
esfuerzo constante, consejos, paciencia y por todo lo  
que han hecho por mí.

**A mis hermanos:**

Daniel y Jerson.  
Por su gran apoyo, confianza  
y lealtad. Mil Gracias.

**A mi esposa e hijo:**

Isela Ponce Ramírez y  
Miguel Ricardo Saldaña Ponce.  
Por ser fuente de inspiración constante,  
por su cariño, paciencia y comprensión.

**A mi asesor de Tesis:**

Maestro José Luis Martínez Marca.  
Por su apoyo incondicional y por  
darme la oportunidad de crecer.  
Muchas Gracias.

**A mis jefes y amigos de trabajo:**

Lic. María de Lourdes Martínez Perzabal y  
Lic. Ricardo Morales Jiménez.  
Por creer en mí y apoyarme incondicionalmente  
desde el primer momento.  
Muchas Gracias.

# INDICE

	Página
<b>Introducción</b>	1
<b>Capítulo I.- Aspectos Conceptuales sobre los Instrumentos de Financiamiento del Sector Industrial.</b>	
1.- Determinantes de la Inversión en la Economía	6
2.- El Análisis de Riesgo en la Determinación del Crédito	14
3.- Crédito en el Desarrollo del Sector Industrial de la Economía	16
4.- Instrumentos de Financiamiento del Mercado de Capitales para la Industria	20
<b>Capítulo II.- El Financiamiento de la Industria Mediante el Sistema Bancario Formal.</b>	
1.- Importancia del Cambio Estructural en el Sector Industrial de México	28
2.- Evolución del Crecimiento en la Industria 1990 a 2000	33
3.- Comportamiento por Rama de Actividad de las Manufacturas	36
4.- Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado no Financiero	41

### **Capítulo III.- Instrumentos de Financiamiento a Través del Mercado de Dinero.**

1.- Importancia del Mercado de Dinero en México como Mecanismo de Financiamiento al Sector Industrial	48
2.- Tasas de interés y Tipo de Cambio en el Financiamiento de la Industria	55
3.- Emisión de Papel Comercial por el Sector Industrial	59
4.- Otros Instrumentos de Inversión del Mercado de Dinero (valores públicos)	63

### **Capítulo IV.- Instrumentos de Financiamiento a Través del Mercado de Valores.**

1.- Importancia y Limitantes del Financiamiento a Través del Mercado de Capitales	67
1.- Mecanismos de Fondeo en el Mercado de Capitales	76
3.- Financiamiento Sectorial mediante la Bolsa Mexicana de Valores	79
4.- Perspectivas del Financiamiento por parte del Mercado de Capitales	81

### **Capítulo V.- Instrumentos de Financiamiento a Través del Mercado Internacional.**

1.- Importancia del Financiamiento Externo hacia el Sector Industrial	88
2.- Emisión de Instrumentos de Financiamiento en el Mercado Internacional	99
3.- Limitaciones y Ventajas de Financiamiento del Mercado Internacional	100

4.- Perspectivas del Financiamiento por parte del Mercado Internacional	104
<b>VI.- Conclusiones y Perspectivas</b>	108
<b>Bibliografía</b>	112
<b>Anexo Estadístico</b>	116

## **Introducción**

La globalización de la economía mexicana, iniciada desde mediados de la década de los ochentas marcó un parteaguas en el paradigma económico que se tenía como referencia para la conducción de la política económica. el Neoliberalismo Económico surgió como la base en la conducción del desenvolvimiento en nuestro país. Podemos definir a la globalización económica como el proceso mediante el cual el comercio se internacionaliza.

La ruptura con el Modelo de Sustitución de Importaciones y el abandono parcial de la política Keynesiana dio su lugar a la llamada Política Económica Neoliberal, que establecía en principio que la regulación del mercado debería darse en función del libre juego entre la oferta y demanda, en consecuencia se establece una reforma estructural al estado en el sentido de que su participación dentro de la economía se circunscribiría sólo al ámbito de sus funciones básicas de seguridad social, salud y previsión de los servicios públicos y la de promover la inversión privada como eje central del crecimiento.

Otras reformas además de la del estado deberían también llevarse a cabo, con el fin de establecer un proceso claro de globalización de la economía, de esta forma se procedió a la promoción del cambio estructural del sector real de la economía con énfasis en el sector industrial a fin de poder enfrentar la competencia internacional y coadyuvar a su modernización y capitalización posterior. La desregulación del sector financiero y la apertura comercial serían parte importante del modelo neoliberal en el sentido que permitirían la participación del capital extranjero dentro del sector financiero de la economía que conjuntamente con la reducción de las tarifas arancelarias y la eliminación de topes a la importación de mercancías facilitarían la participación de los agentes

económicos privados en todo tipo de actividad económica con excepción de aquellas reservadas al sector público como la explotación y extracción del petróleo.

Con la reforma y desregulación del sector financiero, se facilitaría la promoción del financiamiento al sector privado no financiero y por consecuencia proveer de recursos a la industria para su modernización y crecimiento, para poder estar en condiciones de enfrentar la competencia internacional que se generaría de manera clara con la firma del Tratado de Libre Comercio con Norteamérica a partir de 1994. Así el financiamiento al sector industrial jugaría un papel importante en el proceso de crecimiento de este sector, además de que la política económica promovería la estabilidad del tipo de cambio, la reducción de la inflación y por consecuencia la reducción en términos reales de las tasas activas de interés al sector industrial.

Adicionalmente, con las facilidades otorgadas a la inversión extranjera tanto de cartera como directa facilitaría contar a la economía con recursos externos para el financiamiento industrial a un costo más competitivo internacionalmente, con este tipo de reformas se pudo observar desde el inicio de la década de los noventa un crecimiento importante de las entradas de capital externo. Así mismo, la internacionalización de la Bolsa de Valores de México facilitó la creación de nuevos instrumentos de financiamiento para el sector industrial entre los que destacan los derivados como los ADR's y ADS's y más recientemente los contratos de futuros tanto de bienes como de monedas y tasas de interés lo cual proporciona una mayor certidumbre a la inversión.

Derivado de lo anterior, resulta relevante el análisis de los mecanismos con los que actualmente cuenta el sector industrial para su financiamiento y

modernización a la luz del proceso de globalización económica por el que atraviesa la economía mexicana en la actualidad.

Los objetivos más importantes de la presente tesis que se presentan son:

i).- Determinar cuál ha sido la importancia de los nuevos instrumentos de financiamiento para el sector industrial durante los últimos diez años.

ii).- Cual de los mercados de crédito actuales tienen una mayor participación en el financiamiento al sector real de la economía no financiero y en particular al sector industrial.

iii).- Es factible que ante la contracción del crédito actual que se registra en la economía pueda reactivarse en los próximos cinco años hacia el sector industrial o bien la industria seguirá padeciendo una escasez del crédito.

iv).- Que posibilidades existen para que el sector industrial cuente con mecanismos de fondeo competitivos en términos de tasas de interés con relación a los existentes a nivel internacional.

v).- Es factible que el proceso de globalización económica permita contar al sector industrial con más y mejores recursos para promover la inversión y el empleo.

En este sentido, la alta volatilidad financiera que se presentó en los mercados internacionales desde finales de 1998, implicó una fuerte restricción para la entrada de capitales hacia las economías emergentes y planteó un problema importante para la disponibilidad de recursos para el financiamiento del sector

industrial traduciéndose esto en una elevación del costo de fondeo de las empresas tanto por el lado de las tasas de interés domésticas como por la inestabilidad del tipo de cambio lo que redundó en una reducción de la inversión y por consecuencia en las expectativas de crecimiento económico previstas inicialmente para la economía mexicana.

Lo anterior remarcó la importancia que debe observar una economía emergente en el sentido de fortalecer su ahorro interno y depender en menor medida de la captación de recursos externos provenientes de la inversión extranjera de cartera y directa. En este sentido dada la globalización económica resulta en la actualidad un problema relevante a resolver el que el sector industrial diversifique sus instrumentos de financiamiento a fin de evitar hasta donde sea posible los efectos de los vaivenes del mercado financiero internacional sobre su costo del crédito.

Pese a que la economía mexicana en 1998, contaba con un marco macroeconómico sólido con relación a otras economías de América Latina, sin embargo sufrió efectos importantes sobre el deterioro del valor de las empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores, además de la inestabilidad cambiaria y de tasas de interés que representaron los efectos de los choques externos derivados de la inestabilidad financiera registrada en algunas economías del Sudeste Asiático, Rusia y Brasil principalmente. Sin embargo la fortaleza de la economía mexicana absorbió dichos efectos y permitió un crecimiento en 1998 del Producto Interno Bruto Real de 4.8% con relación a 1997.

Lo anterior refuerza la importancia del estudio de los instrumentos de financiamiento al sector industrial a fin de que este cuente con una mayor fortaleza y pueda financiarse con más recursos a costos competitivos

internacionales que le permita enfrentar más fácilmente la competencia internacional y favorecer el crecimiento de la inversión y el empleo.

Finalmente nuestra hipótesis principal será la de demostrar si la diversificación de los instrumentos de financiamiento para el sector industrial son un factor fundamental para promover la inversión a costos competitivos internacionales y proveer a la industria de una mejor fortaleza para promover el crecimiento y el empleo.

La apertura del sector financiero favorece el acceso de instrumentos de financiamiento más atractivos por su costo y plazo para el sector industrial razón por la cual deberá promoverse su conocimiento y uso sobre todo en términos de la globalización económica.

El acceso a instrumentos de financiamiento más competitivos por parte del sector industrial revertiría el proceso en el cual se encuentran un gran número de empresas pequeñas y medianas que atraviesan por restricciones en su liquidez y poseen fuertes costos financieros.

## **Capítulo I.- Aspectos Conceptuales sobre los Instrumentos de Financiamiento del Sector Industrial.**

En el presente capítulo se abordarán los aspectos teóricos más importantes vinculados con, los mecanismos de financiamiento con que cuenta la industria en una economía, a fin de lograr el aumento de la producción y el empleo.

Se tocan conceptos que abordan los determinantes de la inversión desde el punto de vista keynesiano y poskeynesiano, asiendo énfasis en este último punto en donde se reconoce por esta corriente de pensamiento económico que justamente el problema del crecimiento del sector industrial en las economías en desarrollo, es justamente el problema de financiamiento a la inversión por parte del sector bancario y posteriormente como la eficiencia de un mercado de capitales, permite que se retroalimente este proceso mediante la creación de instrumentos de financiamiento de largo plazo, lo cual permite generar un círculo virtuoso que permite mantener el financiamiento a la inversión en el largo plazo.

Por tanto, para esta corriente de pensamiento el problema en las economías emergentes o en desarrollo, no es que no exista ahorro suficiente para financiar la inversión productiva, sino que el problema es que mecanismos existen para financiar la inversión por parte del sector financiero, ya que la inversión genera su propio ahorro.

### **1.- Determinantes de la Inversión en la Economía**

Primero que nada debemos considerar que Keynes establece desde el principio de su teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, que debe existir una relación igual entre la magnitud del ahorro respecto a la inversión, en

consecuencia tenemos que el ahorro es igual a la inversión en una economía y se considera como un resultado entre el consumo y el ingreso de un país a nivel agregado. Pasemos entonces a establecer cuales son los principales determinantes de la inversión en una economía bajo la óptica de Keynes.

Iniciaremos entonces la discusión sobre los factores que hacen que los empresarios lleven a cabo la toma de decisiones sobre la inversión, en este sentido insistimos en que Keynes hace énfasis sobre las expectativas que los empresarios tienen sobre los rendimientos esperados por la compra de un bien de capital en el futuro ya que estos rendimientos serán fundamentales en su decisión de inversión. Por tanto, cuando “un individuo compra una inversión, un bien de capital, adquiere derecho a una serie de rendimientos probables, que espera obtener de la venta de los productos, durante la vida del bien, después de deducir los gastos de operación respectivos. Conviene llamar a esta serie de anualidades  $Q_1, Q_2, \dots, Q_n$  el rendimiento probable de la inversión”.<sup>1</sup>

Como podemos desprender de la afirmación anterior de Keynes, observa la importancia del tiempo en la determinación de las expectativas que los empresarios tienen para decidir una inversión o bien contar con un incentivo para lograr llevarla a cabo, en consecuencia, toma en cuenta que la evolución de los rendimientos probables de la inversión no son lineales en el tiempo, pueden verse afectados por algún cambio que provoque la reducción de sus expectativas y por tanto de los rendimientos esperados, es decir, debemos destacar la importancia que da Keynes al factor de las expectativas en la economía que pueden ser medibles en tanto que la incertidumbre que existe en la economía en el largo plazo no es posible ni medirla ni anticiparla.

En este sentido establece Keynes, que el principal factor que determina las decisiones de inversión por parte de los agentes económicos o los empresarios será... "La relación entre el rendimiento probable de una unidad más de esa clase de capital y el costo de producirla, nos da *la eficiencia marginal del capital* de esa clase. Más exactamente, defino la eficiencia marginal del capital como si fuera igual a la tasa de descuento que lograría igualar el valor presente de la serie de anualidades dadas por los rendimientos esperados del bien de capital, en todo el tiempo que dure, a su precio de oferta.

La eficiencia marginal del capital se define aquí en términos de expectativa del rendimiento probable y del precio de oferta corriente del bien de capital. Depende de la tasa de rendimiento que se espera obtener del dinero si se invirtiera en un bien *recién* producido; no del resultado histórico de lo que una inversión ha rendido sobre su costo original si observamos retrospectivamente sus resultados después de que ha terminado el periodo de sus servicios."<sup>2</sup>

En efecto, la eficiencia marginal del capital nos representa primero que nada una tasa o proporción del rendimiento que el empresario espera obtener en el futuro de la inversión realizada en el presente, por tanto, considera que esta tasa no es otra cosa que su tasa de recuperación de la inversión en el futuro y no en el pasado, de ahí que se tome relevante el concepto de expectativa del empresario el cual obviamente considera la evolución macroeconómica y la estabilidad que la economía presente en el futuro, considerando que esto implica un riesgo el cual tratará de minimizarlo para lograr la maximización de la eficiencia marginal del capital invertido inicialmente, en consecuencia podemos concluir que un primer aspecto que influye sobre las decisiones de inversión de los empresarios son las

---

<sup>1</sup> / Keynes, J. M. "Teoría General de la Ocupación el Interés y el Dinero", Ed. FCE, México 1974, p. 125.

<sup>2</sup> / Op. cit. Keynes, J.M., p. 125.

expectativas que están fundamentadas sobre la estabilidad macroeconómica con que cuenta un país.

Si consideramos que la eficiencia marginal del capital es una proporción o una tasa de rendimiento esperada que relaciona el precio de oferta con el precio de demanda del bien de capital, estamos considerando entonces, que por la inversión que se realice se obtendrá un mayor rendimiento respecto a aquella tasa de interés libre de riesgo que se registre en el mercado financiero, por tanto, la tasa de la eficiencia marginal del capital deberá ser mayor a la tasa de interés del mercado de bonos (entre los cuales se encuentran los bonos samurai, que son títulos en yenes que emiten en el mercado financiero nipón los gobiernos o empresas de todos los orígenes excepto de Japón), para que exista el incentivo o la decisión de inversión del empresario.

“En otras palabras, la tasa de inversión sería empujada hasta aquel punto de la curva de demanda de inversión en que la eficiencia marginal del capital en general sea igual a la tasa de interés de mercado....

Se deduce que el incentivo para invertir depende en parte de la curva de demanda de inversión una en parte de la tasa de interés.”<sup>3</sup>

De lo anterior se desprende que existe una relación inversa entre los niveles de la tasa de interés libre de riesgo en el mercado financiero y la demanda por inversión, es decir, que si dibujáramos la curva de demanda de inversión “I” en el eje de la “Y” y por otra parte la tasa de interés del mercado financiero “R”, en el eje de las “X”, tendríamos que la demanda de inversión productiva se incrementa en la medida que la tasa de interés del mercado financiero libre de riesgo disminuya, ya que habrá más proyectos que con una menor eficiencia marginal

---

<sup>3</sup> Ibidem, p. 126.

del capital se encuentren por encima de la tasa libre de riesgo en el mercado financiero.

En este sentido tenemos que... "La eficiencia marginal de capital rige los términos en que se demandan fondos disponibles para nuevas inversiones; mientras que la tasa de interés rige las condiciones en que se proveen corrientemente dichos fondos..."<sup>4</sup>

Es decir, que la tasa de interés va a determinar la rapidez con que fluye la generación de los fondos para nuevas inversiones.

"La tasa de interés es la recompensa por privarse de liquidez durante un periodo determinado; porque dicha tasa no es, en si misma, más que la inversa de la proporción que hay entre una suma de dinero y lo que se puede obtener por desprenderse del control del dinero a cambio de una deuda durante un periodo determinado de tiempo..."<sup>5</sup>

Asimismo, la tasa de interés es " el precio que equilibra el deseo de conservar la riqueza en forma de efectivo, con la cantidad disponible de este último lo que implica que si la tasa fuese menor, es decir, si la recompensa por desprenderse de efectivo se redujera, el volumen total de éste que el público desearía conservar excedería la oferta disponible y que si la tasa de interés se elevara habría un excedente de efectivo que nadie estaría dispuesto a guardar".<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> / Keynes. J.M., "Teoría General de la Ocupación el interés y el Dinero", Ed. FCE. México 1983. p. 151.

<sup>5</sup> / Keynes. J.M., p. 151.

<sup>6</sup> / Keynes. J.M., p. 152.

Por tanto, "la cantidad de dinero es el otro factor que, combinado con la preferencia por la liquidez, determina la tasa real de interés en circunstancias dadas."<sup>7</sup>

"Hay tres clases de preferencia por la liquidez que hemos distinguido antes dependen de 1) el motivo transacción, es decir, la necesidad de efectivo para las operaciones corrientes de cambios personales y de negocios; 2) el motivo precaución, es decir, el deseo de seguridad respecto al futuro equivalente en efectivo de cierta parte de los recursos totales, y 3) el motivo especulativo, es decir, el propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo.

"Un aumento en la cantidad de dinero; reduzca la tasa de interés, esto no sucedería si las preferencias por la liquidez del público aumentan más que la cantidad de dinero; y mientras puede esperarse que, *ceteris paribus*, un descenso en la tasa de interés aumente el volumen de la inversión, esto no ocurrirá si la curva de la eficiencia marginal del capital baja con mayor rapidez que la tasa de interés; mientras es de suponer que, *ceteris paribus*, un aumento en el volumen de la inversión haga subir la ocupación, esto puede no suceder si la propensión a consumir va en descenso."<sup>8</sup>

Un aumento en la oferta monetaria, genera un exceso de dinero en circulación, es decir un exceso de liquidez, pero no significa que se incremente el consumo, ya que al disminuir la tasa de interés debido a un incremento de la oferta monetaria, disminuye las inversiones y se genera desempleo e incremento de los precios debido al exceso de dinero en circulación, lo cual acarrea inflación e inestabilidad en el mercado.

---

<sup>7</sup> / Keynes, J.M., p. 152.

<sup>8</sup> / *Ibidem.*, p. 156.

"El concepto de atesoramiento puede considerarse como una primera aproximación al de preferencia por la liquidez. Ciertamente, si fuéramos a sustituir atesoramiento por *propensión a atesorar* llegaríamos sustancialmente al mismo resultado. Pero si por atesoramiento queremos decir un aumento real en la tenencia de efectivo, es una idea incompleta, y seriamente desconcertante si nos hace pensar en *atesoramiento* y en *no atesoramiento* como simples alternativas, porque la decisión de atesorar no se toma en términos absolutos o sin tener en cuenta las ventajas, y tenemos, por tanto, que saber lo que hay del otro lado.<sup>9</sup>

Por tanto, "El interés ha sido generalmente considerado como la recompensa por no gastar, cuando en realidad es la recompensa por no atesorar".<sup>10</sup>

El capital que no se invierte no siempre es consumido, ya que si se incrementan los ingresos de un individuo, este no precisamente va a incrementar su consumo, porque si sus necesidades ya están cubiertas no tiene que incrementar su consumo; por lo cual tiende a atesorar este incremento haciendo ineficiente su capital. Lo anterior nos explica que el interés es por lo tanto la recompensa por no atesorar el capital.

Por tanto, "Para inducir a realizar nuevas inversiones "la tasa de rendimiento sobre costo debe exceder a la tasa de interés". Esta nueva magnitud representa, en nuestro estudio, el papel principal en la parte de la teoría del interés a que se refiere a las oportunidades de inversión". Así, el profesor Fisher usa su "tasa de rendimiento sobre costo" en el mismo sentido y precisamente con el mismo objeto que yo empleo "la eficiencia marginal del capital".<sup>11</sup>

---

<sup>9</sup> / Ibidem., p. 157.

<sup>10</sup> / Ibidem., p. 157.

Lo importante que debemos destacar de lo dicho anteriormente por Keynes es el hecho de que pese a la existencia de ahorro en la economía este no necesariamente se orientará a la inversión productiva si la eficiencia marginal del capital que se prevé resulta ser menor en el momento presente que la tasa de interés libre de riesgo en el mercado financiero, por tanto, podemos establecer una primera conclusión en el sentido de que no todo ahorro es invertido en el sector productivo o se destina al financiamiento a la inversión ya que esto dependerá del nivel de tasa de interés en el mercado.

Asimismo, debemos reconocer también que en el proceso de decisiones de inversión existen varios tipos de riesgo, el primero se refiere al que incurre el inversionista en el sentido de la probabilidad real de obtener los rendimientos esperados cuando este invierte el total del capital y el segundo riesgo importante se refiere cuando existe una institución de crédito que conceda crédito para financiar la inversión a través de la banca comercial.

“El segundo, sin embargo, es una adición pura al costo de la inversión, que no existiría si el prestatario y el prestamista fueran la misma persona. Además, supone la duplicación de una parte del riesgo del empresario, el que se agrega *dos veces* al tipo de interés puro para dar el rendimiento mínimo probable que inducirá a invertir; porque si una especulación arriesgada, el prestatario necesitará un margen más amplio entre sus expectativas respecto a los rendimientos y la tasa de interés a la cual cree que vale la pena contratar la deuda; en tanto que la misma razón precisamente impulsará al prestamista a exigir un margen mayor entre lo que carga y la tasa de interés pura que basta para inducirle a prestar (excepto cuando el deudor es tan fuerte y rico que está en posición de ofrecer un margen excepcional de seguridad).”<sup>12</sup>

---

<sup>11</sup> : Keynes, J.M. “Teoría General de la Ocupación el Interés y el Dinero”, Ed. FCE, México 1974, p. 129.

<sup>12</sup> / Ibidem., p. 133.

Es importante reconocer en este caso, que tanto para el inversionista cuando invierte el cien por ciento de los recursos en la compra de capital requiere considerar que la eficiencia marginal del capital sea mayor al nivel de la tasa de interés en el mercado financiero, como cuando este sólo aporta una parte de la inversión y requiere del financiamiento a través de la banca comercial, entonces tanto el inversionista debe entonces considerar un mayor nivel de los rendimientos esperados en relación a la tasa de interés que le cobre la banca, como esta última deberá evaluar el riesgo y el rendimiento que el deudor debe tener que garantice el pago del crédito.

Por tanto, las decisiones de inversión dependerán en primera instancia de las expectativas de los empresarios y de la eficiencia marginal del capital, en relación a la tasa de interés del mercado, asimismo, la banca comercial otorgará el crédito al inversionista o financiará la inversión siempre y cuando la eficiencia marginal del capital del empresario sea mayor a la tasa de interés que exista en mercado financiero más el costo que ellos cobrarán por otorgar el crédito, lo cual significa que la eficiencia marginal del capital deberá ser mucho mayor a la media del mercado.

## **2.- El Análisis de Riesgo en la Determinación del Crédito**

Para entender el riesgo debemos considerar primero que se debe de considerar que la tasa de interés de rendimiento de un instrumento financiero está en función del riesgo. Cuando la tasa de interés no es predeterminada el riesgo es mayor y por consecuencia el inversionista exigirá un mayor rendimiento de su activo financiero en relación a aquellos instrumentos que registran un riesgo cero.

Por tanto, siempre existirá la relación entre el instrumento con riesgo cero y aquellos que no registran riesgo cero. En todo mercado financiero del mundo existe un instrumento financiero de referencia con riesgo cero.

Normalmente el instrumento financiero con riesgo financiero cero, se considera a aquel que es ofrecido por el gobierno, ya que el pago de intereses y capital de dicho instrumento esta garantizado por el propio gobierno del país. Por ejemplo, en México el instrumento que se considera de referencia con riesgo cero es el Cete a 28 días.

El análisis de riesgo surge en la época actual por la necesidad que tienen los inversionistas por reducir su riesgo y aumentar su rentabilidad, cuando realizan inversiones en instrumentos de renta variable en donde sus precios y por consecuencia su rendimiento están afectados tanto por condiciones internas que son referidas a las utilidades esperadas por las empresas, como por su grado de apalancamiento, y externas del propio instrumento, en donde pueden ser consideradas las variaciones en la oferta y demanda de acciones, el entorno macroeconómico y las expectativas de crecimiento que en particular tenga el sector económico en donde participa la empresa emisora.

En consecuencia, se afirma que el inversionista por naturaleza posee una aversión al riesgo, por tanto siempre buscará maximizar su rendimiento en instrumentos de renta variable. Si bien los primeros avances del análisis de riesgo financiero de acciones se desarrollan desde la crisis financiera de 1929 a nivel mundial, derivado del impacto que tuvo la caída de la demanda sobre las ventas y utilidades de las empresas que dio lugar a lo que se conoce como el análisis técnico basado en el comportamiento histórico de los precios de las acciones y posteriormente en la década de los sesenta a raíz de la crisis de eurodólares y el abandono del patrón oro a principios de los setenta, se desarrolla lo que se

conoce como el análisis y determinación de los precios de las acciones que es lo que da origen al análisis de riesgo moderno.

En la actualidad, las condiciones de globalización de los mercados financieros nacionales impulsó el análisis del riesgo de los instrumentos financieros de renta variable en el mundo.

Por su importancia existen tres tipos principales del análisis del riesgo financiero en el mundo, siendo éstos los siguientes:

- El Modelo Marcowist de análisis de riesgos financieros.
- Análisis de riesgo financiero bajo supuestos financieros de las emisoras.
- Análisis técnico de valores de renta variable, basado en el Modelo de Daw, iniciado en la década de los treinta.

Sin embargo, por su importancia en la presente investigaciones nos referiremos al estudio del análisis del Modelo Marcowist, conocido también por sus siglas en ingles como Modelo CAMP (Capital Asset Pricing Model), que se enfoca a la explicación de la determinación de los precios de las acciones de forma tal que maximicen su rendimiento con el mínimo riesgo. Asimismo, no considera el estudio del Modelo VAR, relacionado con la administración de riesgos financieros.

### **3.- Crédito en el Desarrollo del Sector Industrial de la Economía**

la importancia del crédito para el financiamiento del sector industrial de la economía, lo podemos considerar retomando las principales ideas de los

llamados teóricos de la represión financiera que surgen a fines de la década de los ochenta y que los representa Maxwell J. Fry, nos lleva a reconocer el siguiente planteamiento en el que considera que:

“Los principales fundamentos teóricos del análisis financiero sectorial y de asesoría de políticas durante los últimos quince años son los propugnados por McKinnon (1973) y Shaw (1973). Otras influencias académicas importantes son el examen de Alexander Gerschenkron (1962, 1968) del papel de los bancos en el desarrollo económico alemán y el análisis de Joseph Stiglitz y Andrew Weiss (1981) del racionamiento del crédito, derivado en gran parte de la teoría de la selección adversa usada en el análisis del mercado de trabajo.”<sup>13</sup>

Lo anterior nos muestra, como los autores como McKinnon y Shaw abogan por la liberación financiera con el fin de desarrollar los mercados financieros ya que la restricción monetaria en las economías producen efectos negativos sobre el desarrollo económico. Incluso afirman que “la economía en desarrollo” analizada por McKinnon y Shaw es una economía financieramente reprimida. El argumento central es la represión financiera, las distorsiones indiscriminadas de los precios financieros, incluidos los tipos de cambio y las tasas de interés, reducen la tasa de crecimiento real y el tamaño real del sistema financiero, en relación con las magnitudes no financieras. En todos los casos, esa estrategia ha interrumpido, o retrasado gravemente, los procesos de desarrollo.”<sup>14</sup>

Es decir, que los planteamientos actuales que por ejemplo se llevan a cabo por el Banco de México en nuestro país, al establecer la restricción monetaria como uno de los instrumentos fundamentales para reducir el ritmo de crecimiento inflacionario, no es positivo por que crea distorsiones en el nivel de las tasas

---

<sup>13</sup> / Op. Cit. J. Fry, p. 15.

<sup>14</sup> / Op. Cit. J. Fry, p. 15.

reales de interés y del tipo de cambio (sobreevaluación), a la vez que el sistema financiero y bancario en particular ven reducida su función de intermediar los recursos y de ser más eficientes en periodos donde se ha presentado un crecimiento del Producto Interno Bruto de México.

De ahí que, los autores propugnen por un sistema financiero desregulado sin intervenciones que distorsionen los precios de los activos financieros y por consecuencia afecten al capital productivo en las economías en desarrollo.

Sin embargo debemos de entender a que se refiere Shaw cuando nos habla de un proceso de represión o restricción financiera, porque el autor lo va referir a un esquema en donde los gobiernos intervienen de manera directa en el sistema financiero con el objeto de reducir el costo de financiamiento del déficit presupuestal de sus gobiernos, lo que nos da una idea clara de que su análisis se refiere a la evolución de los sistemas financieros de las décadas de los setenta y ochenta, pero no creemos que sea totalmente aplicable a las condiciones de las economías emergentes en donde la intervención de los gobiernos en los mercados financieros es mínima, por ejemplo solo citamos algunas de las propuestas de política económica para el sector financiero en donde Shaw la refiere como bien orientada cuando afirma lo siguiente:

“Medidas como la imposición de controles cambiarios, topes máximos a las tasas de interés y elevados encajes legales, así como la supresión o estancamiento de los mercados de capital privado, pueden aumentar el flujo de recursos internos hacia el sector público, sin incrementar los impuestos, la inflación o las tasas de interés.

Una restricción financiera bien lograda se caracteriza por una mayor transferencia de fondos del sistema financiero al sector público, y por tres efectos

sobre la demanda de dinero: un desplazamiento de la función a la derecha, una mayor elasticidad respecto al ingreso y una elasticidad más baja respecto al costo. Una restricción financiera eficiente hace que la velocidad de circulación del ingreso sea baja y descendente. Todo esto permite financiar un mayor déficit del sector público, con una tasa de inflación y un nivel de tasas de interés nominales dados.”<sup>15</sup>

Como podemos observar, la restricción financiera de la que nos habla J. Fry, más bien la podemos referir a la mecánica de como el gobierno de un país con un déficit de sus finanzas puede financiarlo sin incurrir en emisión primaria de dinero, sino que este proceso se da a través del sector financiero aplicándole una serie de restricciones. Pero debemos de reconocer también, que este proceso no llevaría a la reducción de los recursos disponibles para financiar la inversión privada en una economía con lo cual reduciríamos las posibilidades de crecimiento, además, en la actualidad en un mundo globalizado difícilmente se podría aplicar una política económica para el sector financiero de este tipo ya que afectaría las expectativas de financiamiento de los agentes económicos privados no financieros.

Un aspecto que es importante destacar después de la lectura de los modelos de McKinnon y Shaw y que posteriormente desarrolla J. Fry en su libro, es que los tres analizan las características que se dan en un mercado financiero reprimido, para poder explicar posteriormente el porqué la necesidad de que en las economías en desarrollo se produzca un proceso que lleve a la liberación financiera y en consecuencia el desarrollo de estos mercados que conllevan al apoyo del crecimiento económico, como es el caso de la eliminación de topes institucionales a las tasas de interés y la fijación de encajes legales, así como la exigencia de la reducción del déficit financiero del sector público en las

---

<sup>15</sup> / Op. Cit. p.p. 15-16.

economías a fin de que se permita liberar recursos para que sean canalizados a la inversión productiva del sector privado.

Finalmente, cabe destacar que más adelante J. Fry plantea su modelo de economía abierta, con el objeto de destacar cómo se puede dar el paso de la transición de una economía reprimida financieramente hacia una liberalización financiera considerando los efectos que produce el tipo de cambio sobre las tasas de interés, demanda de dinero, encaje legal, importaciones y las exportaciones, principalmente, en donde se beneficiado también el mercado de valores en una economía debido a las mayores entradas de capital externo. <sup>16</sup>

#### **4.- Instrumentos de Financiamiento del Mercado de Capitales para la Industria**

A partir de la desregulación financiera que se inició en varios países ahora conocidos como economías emergentes, al inicio de la década de los noventa, el mercado de capitales ha tenido un importante desarrollo como mecanismo de financiamiento de las empresas e incluso de algunos gobiernos que cotizan su deuda externa en los mercados financieros internacionales.

Lo anterior ha llevado a la proliferación de un sinnúmero de nuevos instrumentos financieros sobre todo de los llamados derivados que consisten en que su precio depende de lo que se conoce como valor subyacente que está referido a un bien como el petróleo, oro, cobre, maíz, etc., bien de activos financieros como valores, acciones, monedas e incluso índices de precios de las bolsas de valores.

Lo anterior nos permite referir que la importancia del mercado de capitales en una economía es de suma importancia sobre todo si consideramos lo siguiente:

“En la última década (1990-2000), los Mercados Financieros se han caracterizado por un dinamismo sin precedentes. Los avances tecnológicos y la creatividad en el diseño de productos y de servicios, han derrumbado prácticamente las barreras naturales tanto locales o domésticas como internacionales para los flujos de fondos. La canalización de ahorros hacia actividades productivas han dejado su carácter local. Los fondos han empezado a fluir, desde hace ya varios años, hacia aquellas economías que ofrecen más y mejores alternativas de inversión.

En este contexto, los Mercados y los Intermediarios Financieros, y México como país, enfrentan un doble reto: (1) atraer los ahorros internos y canalizarlos eficientemente y eficazmente hacia actividades productivas, y (2) atraer ahorros externos y lograr que permanezcan en el país, a fin de alcanzar el nivel de financiamiento que se requiere para reactivar en forma definitiva su economía.

Las actividades de los intermediarios financieros, desempeñadas en el ámbito de los Mercados Financieros, se encuentran necesariamente ligadas a las empresas productivas, al sector gubernamental y a los consumidores individuales o personas físicas.

Todos ellos constituyen el conjunto de usuarios finales de los fondos que se canalizan a través de dichos mercados y son quienes, en última instancia, determinan el nivel de riesgo de los mismos.

En otras palabras, el proceso de captación y canalización de ahorros puede verse frenado, ya sea parcialmente o en su totalidad, en economías poco estables las cuales típicamente no cuentan con un número suficientemente grande de

---

<sup>16</sup> / Para mayor profundización consultar el capítulo III, de Op. Cit. J. Fry, pp. 87-91

empresas sólidas, de ahí que el desarrollo de los mercados y los intermediarios no pueden considerarse en forma aislada.

Es importante destacar, que a partir de los aspectos anteriormente señalados un factor que incide de manera determinante en el desarrollo del mercado de capitales de un país es la estabilidad que exista en las variables macroeconómicas fundamentales como tipo de cambio, inflación, finanzas públicas, balanza de pagos, principalmente, además de los factores de orden político que se presenten al interior de la sociedad.

Lo anterior podrá influir de manera fundamental en la atracción de inversionistas tanto nacionales como internacionales, sobre todo si consideramos que en la actualidad la desregulación del sistema financiero y por tanto de globalización del mercado nos lleva a competir internacionalmente por los flujos de capital internacional.

Otro aspecto importante, es el referido a que serán los propios agentes económicos (inversionistas), los que definan los niveles de riesgo que están dispuestos a asumir al participar en los mercados de capitales ya que esto les representa también un mejor nivel de rendimiento de sus capitales en relación en que si lo invirtieran en el mercado de dinero de un país en donde el rendimiento de los instrumentos financieros es fijo y además está predeterminado al momento de llevar a cabo un contrato de inversión.

En este sentido la Dra. Alicia Girón se refiere a los flujos de capital internacional afirmando que... “Después de un periodo de estabilidad financiera que va de Bretton Woods hasta la inconvertibilidad del dólar en 1971, los mercados

financieros pasan de un proceso de represión <sup>17</sup> y control por el Estado a uno distinguido por la desregulación y la liberación financieras. Las tres últimas décadas están caracterizadas por sucesivas crisis financieras nacionales e internacionales, y por movimientos de capital orientados por el liderazgo de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos.” <sup>18</sup>

Como la autora lo señala, el sistema financiero transita de un proceso de represión financiera a uno de liberación en donde uno de los determinantes de los flujos de capital internacional están siendo determinados por los niveles de la tasa prima de los Estados Unidos, lo cual no obstante no ha sido una limitante para el surgimiento de las crisis financieras que aparecieron desde mediados de la década de los noventa.

Al parecer, como señala más adelante la Dra. Girón, la liberación financiera ha impulsado en parte la aparición de las crisis financieras cuando señala:

“Durante las dos últimas décadas, el financiamiento externo de los mercados emergentes ha estado caracterizado por una creciente participación de los mercados de capital privado, generando los procesos conocidos como bursatilización y titulación del crédito. Estos flujos de financiamiento para el desarrollo económico, político y social, son muy diferentes al financiamiento que otorgaron los organismos financieros internacionales y la banca transnacional desde la posguerra hasta la crisis de deuda externa en los años ochenta. A partir de este momento, el financiamiento se caracteriza por una intermediación creciente en los mercados de valores, las operaciones fuera de balance de los

---

<sup>17</sup> / Cabe señalar que en buena medida los estudios de Mckinnon y Shaw, por parte de J. Fry, se refieren a esta etapa del desarrollo de los mercados financieros, los cuales se encuentran totalmente reprimidos financieramente, por tanto concluyen que una de las salidas más adecuadas es la de liberar el sistema financiero (Ver puntos 2 y 3 del presente capítulo).

<sup>18</sup> / Alicia Girón G. “Flujos de Capital y Tasas de Interés”, en Regulación de flujos financieros internacionales, Ed. IIES, UNAM, México, 2000, p. 297-298.

bancos, la creciente participación de los inversionistas institucionales; así como de una política hegemónica que da prioridad a la desregulación de los sistemas financieros y a la liberalización de la cuenta de capital de la balanza de pagos. En este contexto, las políticas macroeconómicas –en especial- y el papel de la evolución de la tasa de interés y la política monetaria de los Estados Unidos cobran importancia crucial en el desempeño de los mercados financieros y sobre el comportamiento de los flujos de capital hacia los países con mercados emergentes.”<sup>19</sup>

Sin embargo, la importancia que actualmente tienen los mercados de capitales a nivel mundial como mecanismo de financiamiento son muy relevantes ya que su estabilidad y crecimiento se ha convertido en un indicador a considerar por las diferentes calificadoras internacionales, para el otorgamiento de grado de inversión que está en función a la reducción del riesgo que presentan las economías en términos de la recuperación del capital inicialmente invertido más una ganancia extraordinaria. Más bien, podemos señalar que a nivel de flujos internacionales el problema de la permanencia o de estancia de capitales internacionales en los mercados de capital doméstico, que depende en buena medida de los elevados rendimientos reales que se ofrecen y de la estabilidad cambiaria, entre otros, que justamente se asocian con la reducción del riesgo de la inversión en esos mercados.

Asimismo, otro aspecto relevante es que el financiamiento obtenido a través del mercado de valores resulta mucho más barato que el obtenido mediante los mercados formales de crédito ofrecidos por la banca comercial de las economías. Incluso, se puede señalar que en la actualidad el fuerte desarrollo de las sociedades de inversión ha impulsado de manera importante el desarrollo de los mercados de capital en las economías.

---

<sup>19</sup> / Alicia Girón, Op. Cit. p.p. 298-299.

Podemos señalar que la operación del mercado capitales es de suma importancia, en el desarrollo económico de un país ya que:

El mercado de capitales, por su parte; está conformado para proveer de créditos a largo plazo a las empresas, los particulares y el gobierno. Estos créditos son los que permiten la construcción de fábricas, centros comerciales, viviendas y obras públicas, además hace posible el equipamiento industrial y la adquisición de bienes de consumo durable. Quienes proveen a este mercado de los fondos necesarios son las personas y las empresas que poseen recursos monetarios que no van a utilizar en el corto plazo. El tipo de instrumentos que se negocian en el mercado de capitales son por lo general los que poseen un periodo de vencimiento mayor a un año.

“De acuerdo al criterio de orden, los mercados financieros se dividen en mercado primario y mercado secundario. El mercado primario es aquel en que se colocan instrumentos nuevos, emitidos para financiar deuda nueva o proyectos nuevos de inversión. La colocación de acciones o papel comercial emitidos por algunas empresas, para financiar la ampliación de sus instalaciones o renovar su maquinaria y equipos se lleva a cabo en el mercado primario. Del mismo modo, la obtención de un crédito para adquirir vivienda, que implica la creación de una nueva hipoteca, corresponde al mercado primario.

En contraste, el mercado secundario sirve para intercambiar instrumentos ya colocados con anterioridad. Su función principal consiste en brindar la opción de que los inversionistas puedan liquidar anticipadamente sus instrumentos, a fin de contar con liquidez, cuando ésta es necesaria. El mercado secundario permite también a los agentes ajustar sus carteras de inversión financiera a fin de maximizar su rendimiento. Hace posible la piramidación de las inversiones, lo

que permite la obtención de utilidades extraordinarias a algunos inversionistas. Debe señalarse que por lo general, el volumen de recursos que maneja el mercado secundario es mayor al volumen colocado en el mercado primario, además de que los recursos operados en el secundario no respaldan el aumento en la inversión. El aumento en el precio de las acciones ocurrida en el mercado secundario tiende a afectar en el mismo sentido a las acciones colocadas en el mercado primario, y viceversa. Esto ocurre porque los inversionistas cambian con facilidad de un mercado a otro, con lo que crean una especie de arbitraje que hace eficiente al mercado en general".<sup>20</sup>

De lo anterior, podemos señalar finalmente que la importancia del mercado de capitales y en particular del mercado de valores en los países juegan un papel importante en el proceso de financiamiento no sólo del sector privado sino también del sector público, a la vez que estimula el proceso de formación de capital fijo en una economía y por tanto el empleo y el crecimiento económico de los países, lo que lleva a mejorar las condiciones de vida de la sociedad en su conjunto.

---

<sup>20</sup> / Oscar L. Ortiz Zoto, "El Dinero , la teoría, la política y las instituciones", Ed. Facultad de Economía, México 2001, p.p. 344,345, 346.

## **Capítulo II.- El Financiamiento de la Industria Mediante el Sistema Bancario Formal.**

Una vez que hemos establecido, nuestro marco conceptual teórico en términos de la importancia que otorga la teoría poskeynesiana al financiamiento a la inversión para lograr el crecimiento de la producción, el ingreso y el empleo en una economía, pasaremos a analizar cual ha sido el papel del financiamiento a la inversión productiva por parte del sistema bancario formal de la economía durante el periodo de 1990 al año 2000 y más adelante según fue la disponibilidad de las cifras estadísticas publicadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, INEGI y del Banco de México.

Asimismo, se analizan los cambios por los que ha atravesado la producción del sector industrial en nuestro país durante los últimos años a nivel global y por rama del sector manufacturero a fin de precisar cuales son las ramas de producción más dinámicas en nuestro país y como han influido en el comportamiento del Producto Interno Bruto de México.

Destacándose, el cambio estructural que se empieza a realizar durante la década de los ochenta en nuestro país a partir del agotamiento del proceso de sustitución de importaciones en nuestro país y el inicio de la apertura de la economía y la reducción de la protección al sector industrial en la economía en nuestro país.

Es decir el planteamiento central que se hace es como después de mantener un mercado altamente protegido de la competencia internacional en donde el Estado además era proveedor de un importante número de insumos al sector industrial a bajos precios se pasa a un modelo industrial de economía abierta altamente competitivo con el exterior en donde el principal promotor del crecimiento sería la inversión del sector privado en la economía.

## **1.- Importancia del Cambio Estructural en el Sector Industrial de México**

Antes de iniciar, el análisis sobre el financiamiento bancario al sector industrial en el presente capítulo, estudiaremos brevemente cuales fueron los cambios fundamentales que se presentaron durante la década de los ochenta que dan lugar a la aplicación de un nuevo modelo de crecimiento económico basado en la apertura de la economía y en donde el Estado únicamente sería el regulador de la actividad económica, dejando al mercado como el factor principal para lograr la asignación eficiente de recursos.

Durante la década de referencia, se da un proceso de transición en el crecimiento económico de México, que obedece principalmente al agotamiento que el propio modelo de Sustitución de Importaciones puesto en marcha desde finales de los ochenta registraba ya su poca eficiencia para lograr un desarrollo industrial equilibrado en nuestro país, que tendiera a reducir su dependencia del exterior en relación a la compra de insumos intermedios y de capital y que además su nivel de competitividad internacional era baja debido al excesivo proteccionismo con que se había manejado en las décadas anteriores.

Era necesario, establecer nuevas condiciones que llevaran al sector industrial nacional a su fortalecimiento y a poder enfrentar la competencia externa en términos de precios y calidad internacional. El nuevo modelo económico se basaría en una apertura del sector externo de la economía que se inicia con el ingreso de México al GATT en 1986, actualmente conocido como la Organización Mundial de Comercio (OMC)-, una reducción de la participación del Estado en la Economía en términos de sus empresas públicas y finalmente la promoción del crecimiento económico basado en el aumento de la inversión

privada. Todo lo anterior daría lugar a lo que conocemos actualmente como la aplicación del Modelo Neoliberal en nuestro país.

En este sentido se reconoce por algunos investigadores que los factores que dieron lugar a la aplicación en el llamado cambio estructural en la economía y que se reflejan en el Plan Nacional de Desarrollo del gobierno de Miguel de la Madrid Hurtado fueron los siguientes:

“Es importante reconocer que el gobierno encontró una economía caracterizada por un desplome creciente; aumento explosivo del déficit público y del circulante; caída del ahorro, canalizado por medio del sistema financiero; devaluación aguda del peso; pérdida de la soberanía nacional; agotamiento de las reservas internacionales; una deuda de magnitud sin precedentes, y una virtual suspensión de pagos a nuestros acreedores internacionales.

Durante 1983 se instrumentó el Plan Nacional de Desarrollo (PND), cuyos principales objetivos fueron los siguientes:

- a. Reordenación económica
- b. Abatimiento de la inflación
- c. Recuperación de la capacidad de crecimiento sobre bases diferentes
- d. Protección a la planta productiva y el empleo
- e. Cambio estructural, el cual se orientó principalmente hacia la corrección de los desequilibrios fundamentales, originados a partir del proceso de industrialización seguido por México.

Bajo este esquema central se derivaron los objetivos financieros y de rehabilitación de la rectoría del Estado, como el fortalecimiento del ahorro el saneamiento de las finanzas públicas, entre los más importantes. Asimismo,

aunque no se plantea de manera explícita en el PND. la orientación de la política económica se daba sobre la base ortodoxa; es decir, abatir la inflación y los desequilibrios ahorro-inversión y del sector externo, mediante la corrección de la demanda interna.”<sup>21</sup>

El cambio estructural, que se señala se refiere justamente a que el sector industrial se convirtiera realmente en el motor del crecimiento en la economía y fuera como ya se dijo altamente competitivo mediante una apertura gradual a la competencia internacional que lo llevará a convertirse en un eje dinámico de las exportaciones y evitar con ello el alto déficit de la balanza comercial que limitaba la estabilidad del tipo de cambio, debido a que en periodos de crecimiento de la economía la balanza comercial se tornaba altamente deficitaria dado el mayor crecimiento de las importaciones respecto de las exportaciones lo cual presionaba la demanda de dólares para hacer frente a los pagos por importaciones lo cual vulneraba la estabilidad del peso frente al dólar. Por tanto. se requería un sector industrial menos protegido y más competitivo con el exterior bajo este nuevo esquema de política económica al cual se le definió como el de Cambio Estructural.

Sin embargo, resultaría muy difícil llevar a cabo este cambio en tan sólo seis años ya que la industria en México se había encontrado protegida por décadas y era imposible que los problemas de competitividad y productividad del sector industrial que requería de un proceso de modernización importante fueran resueltos en tan sólo seis años.

Prueba de ello, es que durante el periodo de 1983 a 1987, la evolución del Producto Interno Bruto (PIB) en términos reales no recupero el nivel obtenido durante 1981. únicamente fue rebasado ligeramente durante 1985, sin embargo

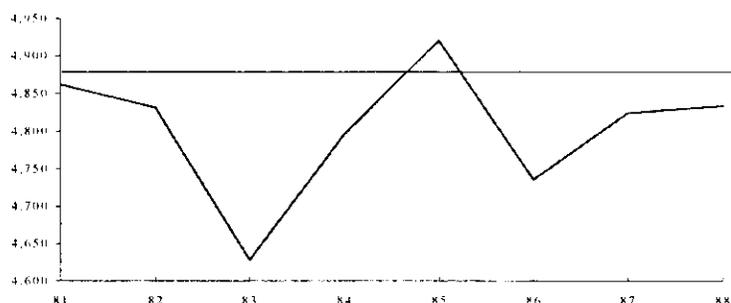
---

<sup>21</sup> / Ramírez Brun, J. Ricardo. “Estado y Acumulación de Capital”, Ed. UNAM. México 2001, p. 180.

su tasa promedio real de todo el periodo fue inferior al 1.0% lo que indica que el sector industrial de la economía siguió manteniendo fuertes deficiencias como fue el caso, de su falta de competencia con la importaciones, y la insuficiencia de financiamiento para la modernización de la planta industrial como se observa en la gráfica No. 1.

Gráfica No. 1

*Interno Producto Bruto Real*  
(Millones de Pesos de 1980)



Fuente: INEGI.

Retomando las críticas que se hicieron al llamado “Cambio Estructural” en México durante la década de los ochenta tenemos que... “una somera revisión crítica de los principales conceptos económicos reafirman lo dicho anteriormente:

- a. El principal indicador de la economía, el PIB, exhibió una tasa media de crecimiento anual (TMCA) de  $-0.01\%$  de 1982 a 1988, lo que significa un proceso de desacumulación de capital y activos fijos, necesarios para continuar con la reproducción económica suficiente para mantener a una población en crecimiento. Por esta razón, aún cuando el PIB creció en los años de 1984, 1985 y 1987, no fue suficiente para revertir el deterioro del

ingreso nacional, con sus consecuencias acumulativas: necesidad de financiamiento, incremento de costos de producción, mayor inflación y depresión en el nivel de vida de la mayoría de la población, así como desempleo, etc...

- b. Evidentemente, esta evolución desfavorable de la economía mexicana propició una continua depresión, que obligó a un aumento alarmante del desempleo, el cual se elevó a razón de 17.6% anual en el sexenio.

Por último, aún cuando se desconocen los datos acerca de la distribución del ingreso, los niveles de inflación y el desempleo permiten suponer que ésta sufrió una ingente concentración, ampliando cada vez más la brecha en la distribución de la misma, acelerando el progreso de la proletarización e incrementando las capas marginadas, no sólo cuantitativa sino, además, cualitativamente.

Para terminar, sólo se dirá que si se aspira a reactivar la economía y el proceso de crecimiento del país y su desarrollo, debe tenerse en cuenta que es la esfera de la producción y mediante el desarrollo tecnológico que se logra..."<sup>22</sup>

Sin embargo, podemos afirmar que pese a que los cambios estructurales que se empiezan a dar en la economía mexicana en la década de los ochenta no dieron los resultados esperados, sí se operó un cambio sustancial en la manera de competencia de la industria en México, sobre todo a partir de la liberación comercial que se da, la reducción de inversión productiva del Estado en la economía, que obligaría a que sólo las empresas que logran el cambio estructural y modernización de su equipo serían las que sobrevivirían en la década de los noventa en donde se acelera la apertura a la competencia internacional y da lugar a que sólo las empresas que logran prepararse en la década de los ochenta serían

---

<sup>22</sup> / Ramírez Brun, J. Ricardo, Op. cit. p.p. 195, 196, 197.

las que enfrentarían en el nuevo enfoque del crecimiento de la industria en nuestro país, como a continuación se analiza en el siguiente apartado.

## **2.- Evolución del Crecimiento en la Industria 1990 a 2000**

La importancia de la producción industrial en el crecimiento económico de un país es sumamente relevante en el sentido en que es el principal sector que aporta empleos y producción para satisfacer las necesidades de nuestro país, por tanto el sector industrial esta compuesto por tres ramas de actividad siendo estas las siguientes: Construcción, Manufacturas y Electricidad (conforme la clasificación presentada por el INEGI en 1980). Como podemos observar ya de por si el sector industrial en su conjunto engloba las principales áreas de la producción de cualquier país no sólo del de México, en este sentido el crecimiento y bienestar de la población depende de manera fundamental de este sector, en virtud de que provee no solo los bienes básicos de consumo sino que también los energéticos necesarios para la producción de nuestro país.

Por ejemplo, para señalar la importancia del sector industrial dentro de la producción total de bienes y servicios que se producen en nuestro país a través del Producto Interno Bruto Real, tenemos que durante el periodo de 1990 al año 2000 la producción industrial ha participado con casi una cuarta parte de su valor lo que muestra ya de por si la relevancia que tiene la industria en nuestro país.

Asimismo, si consideramos que dentro de la industria el sector manufacturero es el que representa más del 70.0% del valor generado por la industria ya que este ha sido de los más dinámicos y además incluye la industria química y de derivados del petróleo resulta importante señalar su importancia de esta forma tenemos que de acuerdo a las cifras disponibles publicadas por el Instituto

Nacional de Estadística. Geografía e Informática (INEGI), durante el periodo de 1993 a 1998, el total de establecimientos del sector manufacturero paso de 288.562 a 361.579 en 1998, lo cual representó un crecimiento acumulado en el periodo de referencia de 25.3%, es decir creció a una tasa superior a la del crecimiento del PIB para el mismo periodo ya que en promedio anual su tasa de incremento fue cercana al 4.0%, en tanto, que la del PIB para ese mismo periodo fue ligeramente superior al 3.0%.

Por lo que respecta, al personal ocupado en el sector manufacturero este pasó de un nivel de 3.3 millones de personas (de acuerdo a cifras del IMSS) en 1993 a 4.2 millones de personas en 1998, lo que representó un aumento del 30.0% en el periodo y fue igual a un incremento promedio anual del 4.3%, es decir una tasa superior a la registrada por el total de la población que en promedio anual se ha ubicado por debajo del 3.0%, de acuerdo a las cifras más recientes del censo de población en México.

En los siguientes cuadros se aprecia con mayor claridad la evolución de este proceso en virtud de que se desglosan por tamaño de establecimiento del sector manufacturero:

Conforme al cuadro No. 1 de establecimientos observamos que el mayor número de establecimientos que integra al sector manufacturero se refiere a los micros y pequeños (que ocupan sólo de 0 a 100 empleados, según a la actual Secretaría de Economía), son lo que participan con el mayor número de establecimientos al concentrar el 98.2% del total de los establecimientos.

Cuadro No. 1  
Establecimientos del Sector Manufacturero  
(Unidades y Porcientos)

	1993 Unidades	1993 Estructura en %	1998 Unidades	1998 Estructura en %
Total	288,562	100.0	361,579	100.0
Micro y Pequeños	283,293	98.2	355,173	98.2
Medianos	4,382	1.5	5,122	1.4
Grandes	887	0.3	1,284	0.4

Fuente: Elaborado con base a datos del INEGI.

Sin embargo, si analizamos la situación del sector manufacturero a nivel de la generación de empleos observamos una situación muy diferente como se observa en el cuadro 2 sobre el empleo.

Cuadro No. 2  
Personal Ocupado del Sector Manufacturero  
(Miles de Personas y Porcientos)

	1993 Unidades	1993 Estructura en %	1998 Unidades	1998 Estructura en %
Total	3,263.8	100.0	4,213.6	100.0
Micro y Pequeños	1,398.7	42.9	1,699.4	40.3
Medianos	948.4	29.1	1,131.5	26.9
Grandes	916.6	28.1	1,382.7	32.8

Fuente: Elaborado con base a datos del INEGI.

Es decir, mientras que al nivel de establecimientos los micros y pequeños de acuerdo a la definición de la Secretaría de Economía concentraban casi el 100.0%, al nivel de empleo la situación es muy diferente a pesar de que el número de establecimientos medianos y grandes del sector manufacturero no

representan ni el 2.0% del total contribuyen en 1998 con casi el 60.0% en la generación de empleos. lo que implica que justamente sea la industria mediana y grande la más dinámica por cuanto respecta a la creación de los empleos. además de contribuir también con una parte importante al valor total de la producción.

En este sentido podemos obtener una primera conclusión que se desprende de este punto y que se refiere a que si bien en México la producción de las manufacturas se caracteriza por ser una industria con un gran número de empresas pequeñas no son estas las que en mayor medida contribuyen a la generación de empleos. Esto significa que la industria nacional actual se encuentra reorientándose hacia la inversión de la mediana y gran industria con grandes volúmenes de producción que en parte se orientan hacia el comercio exterior, situación que se presenta más adelante, como es el caso de la producción automotriz. asimismo, cabe destacar que la importancia de la industria en la economía se basa tanto en su aportación al valor de producción como también a la creación de empleos en la actualidad.

### **3.- Comportamiento por Rama de Actividad de las Manufacturas**

Pasemos ahora a observar cual es la estructura actual de la industria de nuestro país es decir que ramas son las que más aportan al crecimiento de la producción, a nivel global si consideramos que la Producción Industrial esta compuesta por la Construcción, Manufacturas y Electricidad, observamos que durante el periodo de 1990 al año 2000 de acuerdo a cifras su estructura promedio se ha integrado de la siguiente manera en orden de importancia: Manufacturas con el 75.8%, Construcción 17.9% y la Electricidad con el 6.4%.

De lo anterior se desprende, que el sector manufacturero es el que ha concentrado las tres cuartas partes de la producción de todo el sector industrial, es decir que

por su importancia es el que aporta el mayor valor de la producción de la industria es por esta causa el que determina el comportamiento en el crecimiento de la industria en nuestro país. Por tanto, resulta relevante entonces analizar cuales son las ramas más dinámicas del sector manufacturero que influyen sobre su evolución, para poder entender cual esta siendo su estructura y en que ramas se concentra en mayor medida su actividad que puede ser uno de los elementos que como ingenieros nos permita comprender como nos podemos mover al interior de las manufacturas y como podemos influir en lograr un proceso más equilibrado que coadyuve a lograr un mejor desarrollo de la misma.

El sector manufacturero en la actualidad se compone por nueve grandes ramas que se integran por la siguiente lista:

- 1.- Alimentos, Bebidas y Tabaco
- 2.- Textiles, Cuero y Calzado
- 3.- Madera y sus Productos
- 4.- Papel Imprenta y Editoriales
- 5.- Sustancias Químicas
- 6.- Minerales no Metálicos
- 7- Industrias Metálicas Básicas
- 8.- Maquinaria y Equipo
- 9.- Otras Industrias Manufactureras

De estas, las más importantes por su participación en la producción manufacturera se localizan en las siguientes ramas considerando su participación promedio anual del periodo de 1990 al año 2000 según las cifras más recientes del INEGI. En este sentido tenemos la siguiente estructura, mostrada en el cuadro 3.

Cuadro No. 3  
Estructura Porcentual del Sector Manufacturero 1990 - 2000

(Promedio Anual)

Rama de actividad	Participación %
Alimentos, Bebidas y Tabaco	26.6
Textiles, Cuero y Calzado	8.8
Madera y sus Productos	3.2
Papel, Imprenta y Editoriales	5.0
Sustancias Químicas	16.4
Minerales no Metálicos	7.6
Industrias Metálicas Básicas	4.6
Maquinaria y Equipo	24.9
Otras Industrias Manufactureras	2.9

Fuente: Elaborado con base a datos del INEGI

Como podemos observar del cuadro anterior, sólo dos ramas de actividad del sector manufacturero participan con poco más del 50.0% de la producción. tal es el caso de la producción de alimentos y maquinaria y equipo. De esta forma. si bien las dos ramas tienen una orientación diferente, son las más importantes dentro de las manufacturas.

La diferente orientación consiste principalmente en que la producción de alimentos básicamente su producción más importante hacia el mercado nacional en tanto que la producción de maquinaria y equipo donde uno de sus principales componentes es justamente la producción de maquinaria y equipo de transporte se orienta principalmente hacia el mercado de exportación, como es el caso de la producción automotriz el cual participa con más del 30.0% en el valor anual de la producción de esta rama de producción de las manufacturas.

De lo anterior podemos desprender la importancia que tiene en la actualidad el análisis de la producción automotriz. es importante destacar también que la producción de sustancias químicas tiene una participación importante al

contribuir con el 16.4% al total. Bajo esta perspectiva, podemos afirmar que una de las características importantes de la producción del sector manufacturero es que se encuentra altamente concentrada y son básicamente tres ramas de actividad industrial las que concentran más del 60.0% total de la producción durante los últimos diez años lo que indica que es necesario también estimular al resto de actividades a fin de que la producción manufacturera presente un crecimiento más equilibrado y no sea tan concentrado como actualmente se encuentra.

Cuadro No. 4

Participación por Estado en el Empleo y Número de Establecimientos de las manufacturas en 1998  
(Participación % al Total)

	Unidades	Empleo
1.- Edo. de México	14.3	14.8
2.- Distrito Federal	13.3	13.0
3.- Nuevo León	8.3	8.2
4.- Jalisco	7.3	6.9
5.- Baja California	7.1	7.1
6.- Puebla	5.7	5.2
7.- Guanajuato	5.6	5.1
8.- Chihuahua	4.7	5.2
Resto País	33.7	34.5

Fuente: Elaborado con base a datos del INEGI.

Esta situación también se refleja a nivel regional, ya que si consideramos la información disponible del INEGI, nos encontramos que para 1998, sólo cuatro estados de la república mexicana concentraban más del treinta por ciento de los establecimientos y por consecuencia de la producción teniendo el siguiente participación, de acuerdo a la información que se presenta en el cuadro 4.

De esta forma se puede observar como en la actualidad la producción industrial no sólo se encuentra concentrada en dos ramas de producción de las manufacturas, si no que también se encuentra concentrada a nivel regional ya que considerando toda la muestra de ocho estados de la república mexicana observamos que estas concentran más del 60.0% tanto de establecimientos como del empleo generado en nuestro país lo cual nos da una idea del importante desequilibrio en que se encuentra el desarrollo industrial actualmente.

En este sentido, se debe reconocer también que la propia actividad industrial se ubica en las regiones en función de dos aspectos importantes las facilidades de infraestructura y proveedores y el segundo aspecto es el de la cercanía con el mercado de consumo a fin de reducir sus gastos de fletes. Por tanto si analizamos la ubicación de los ocho estados de república que se muestran se caracterizan por los dos aspectos que se señalan, en virtud de que los estados del norte de nuestro país se orientan hacia las ventas al exterior (principalmente al mercado norteamericano) y las ciudades como el Distrito Federal y el Estado de México, en parte tienen como principal mercado de consumo el centro de la república mexicana.

Por tanto, de lo anterior podemos desprender que el propio crecimiento de la industria en nuestro país ha profundizado un desarrollo regional desigual que se refleja fundamentalmente en las condiciones de vida y de crecimiento industrial que registran los estados del sur y sureste de nuestro país, o sea no hemos logrado un desarrollo industrial equilibrado todavía en nuestra economía.

#### **4.- Crédito Otorgado por la Banca Comercial al Sector Privado no Financiero**

Si consideramos el planteamiento poskeynesiano, en el sentido de que uno de los principales problemas para lograr el crecimiento de la inversión productiva es el fondeo que se haga para ella y que por tanto, el financiamiento de largo plazo dependerá de la captación que el mercado de valores realice del ingreso generado por la inversión, desde el punto de vista del enfoque de demanda efectiva.

Lo anterior, nos lleva a que evidentemente, el financiamiento en un inicio para la inversión fluye en primer término del sector bancario en una economía, por consecuencia normalmente en economías emergentes la mayor parte de los recursos para el financiamiento que ofrece la banca comercial, provienen de la captación de corto plazo de la banca, por tanto, es importante que la banca ofrezca rendimientos reales que estimulen la captación, sin embargo, en México este proceso se vio disminuido a partir de la crisis financiera de 1995, en que la banca empezó a mostrar una reducción real en la captación y por consecuencia conllevó a una baja en el financiamiento ofrecido por la banca comercial al sector privado no financiero.

Como podemos observar en la **gráfica No. 2**, todavía al inicio del año 2000 la banca comercial pese a la concentración y transnacionalización por la que ha atravesado en los últimos años, la captación ha mantenido una trayectoria negativa hasta el mes de junio de 2002, es decir que el poder de mercado oligopólico que mantiene la banca comercial en México, si bien les ha permitido reducir su costo de captación (es decir la tasa pasiva que pagan a los clientes, situación que se explica en parte por el proceso desinflacionario en la economía), esto se ha reflejado en una reducción real de su captación.

Gráfica No. 2



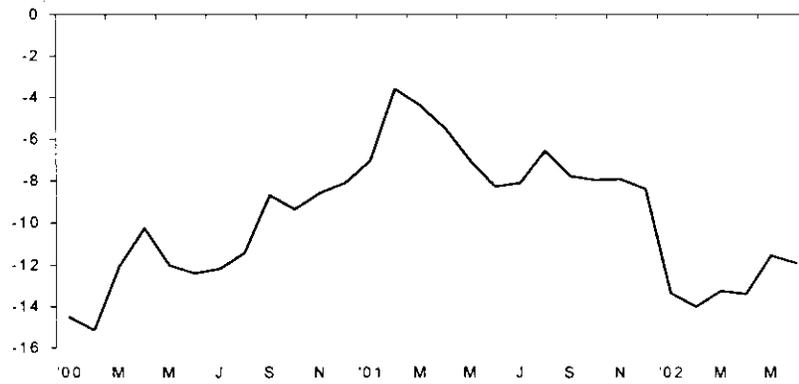
Fuente. Elaborada con base a datos de Banco de México.

Lo anterior implicó también una baja real, por el lado del financiamiento al sector privado por parte de banca comercial, manteniendo una trayectoria similar a la de a captación, como se puede apreciar en la **gráfica No. 3**.

Pese a lo anterior, el crecimiento de la inversión productiva se elevó como proporción del PIB, lo que confirma Grabel (1995), en donde se señala que el capital tiene múltiples opciones de valorización, bajo condiciones de globalización financiera e incertidumbre. De esta forma tenemos, que mientras que la banca comercial ha reducido el financiamiento en términos reales a la inversión productiva, el coeficiente de inversión respecto al Producto Interno Bruto, creció después de 1995, lo cual ha implicado que la elevación de dicho coeficiente (**ver gráfica No. 3**), se explique en buena medida por el incremento de la inversión extranjera directa a nuestro país durante el mismo periodo, sustituyendo de manera importante el financiamiento obtenido anteriormente en el mercado formal de crédito en nuestro país en años anteriores.

Gráfica No. 3

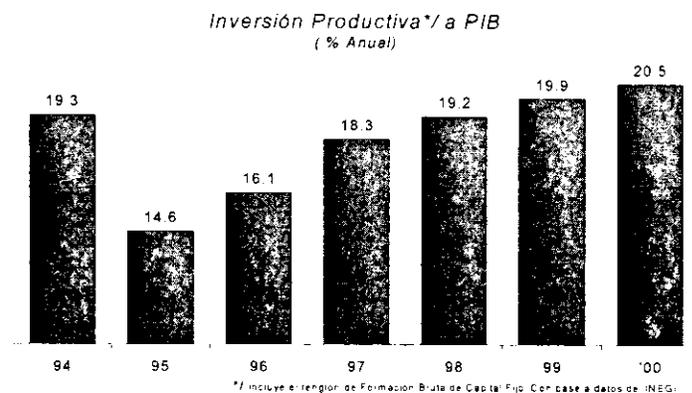
*Financiamiento de la Banca Comercial al Sector Privado*  
(Variación % Anual Real)



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

En la **gráfica No. 4**, podemos observar como en los últimos cuatro años la inversión extranjera directa en nuestro país ha mantenido un flujo importante de recursos el cual alcanzó en el año 2001 cerca de 25 mil millones de dólares, siendo esta la cifra más alta desde 1994, lo cual se explica en parte, por el proceso de liberación del mercado y de las reformas a la Ley de Inversiones Extranjeras desde 1990, que permitieron al capital extranjero participar hasta con el 100% del capital social de las empresas nacionales, en tanto, que antes de esta reforma sólo se permitía participar con un máximo de 49%.

Gráfica No. 4



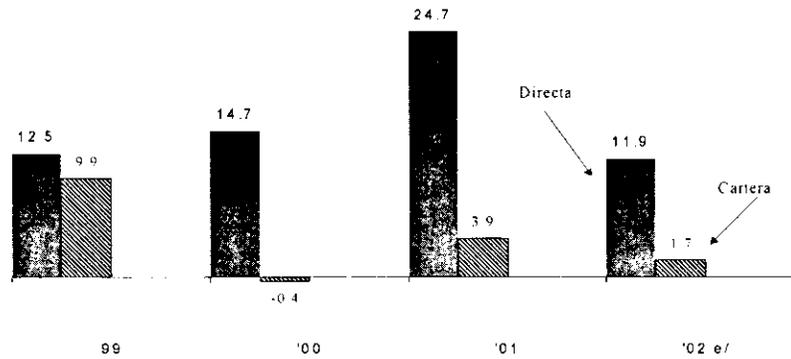
Fuente: Elaborada con base a datos del INEGI.

De esta forma, la inversión extranjera directa, ha sido una importante fuente de financiamiento de la inversión productiva durante los últimos cuatro años en nuestro país, ya que se espera de acuerdo a la estimación propia que su nivel se mantenga al cierre del año 2002, por encima de la inversión extranjera de cartera. Es importante señalar, que buena parte del crecimiento de la inversión productiva en México después de 1995, se vio fuertemente impulsada por el financiamiento externo es decir mediante la inversión extranjera por lo cual permitió el crecimiento de la inversión.

En este sentido, la aversión al riesgo por parte de la banca comercial para financiar la inversión después de la crisis de 1995, implicó que esta redujera su papel en la intermediación de recursos y financiamiento de la inversión lo que dio lugar a que en los últimos años la inversión extranjera fuera un importante factor de financiamiento a la inversión productiva en nuestro país. Por su parte, en el caso de financiamiento de capital de trabajo las empresas o bien crédito de corto plazo, ha utilizado de manera importante el crédito de proveedores en lugar del obtenido a través de la banca comercial.

Gráfica No. 5

*Flujos de Inversión Extranjera*  
(Miles de Millones de Dólares)



Fuente: Elaborada con base a datos de Banco de México.

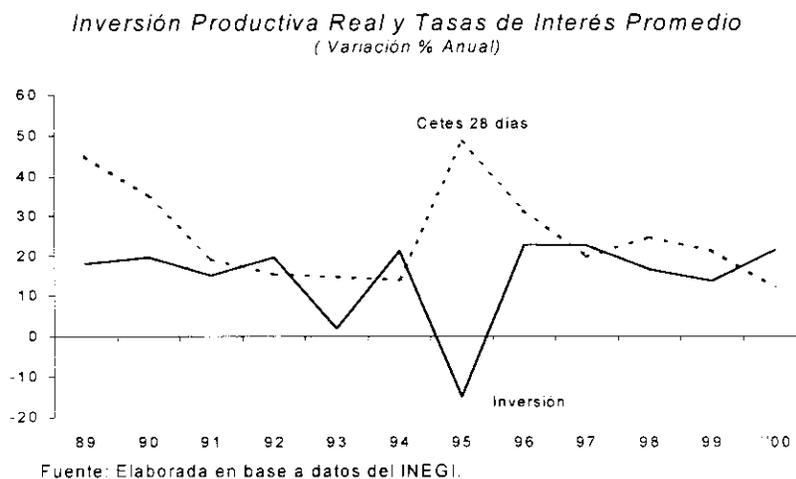
Así... “El financiamiento de los proveedores es una herramienta que les permite impulsar sus ventas. Surge como consecuencia de las relaciones comerciales y tiende a ser de importancia cuando las empresas vendedora y compradora de los bienes establecen una relación de largo plazo. Permite a la empresa que lo recibe optimizar el manejo de su capital de trabajo. Dada la naturaleza de corto plazo de este financiamiento, en algunos casos es sustituto del crédito que otorgan los intermediarios financieros; en otros, puede ser complementario. si la empresa que lo obtiene lo canaliza a las que no podrían obtenerlo directamente.” (A. Demirguc-Kunt, 2001).

El crédito de proveedores ha sido un importante instrumento que se ha utilizado por parte de las empresas pequeñas y medianas ya que si consideramos la información de la Encuesta de Fuentes de Financiamiento en México, dada a conocer por parte del Banco de México, el porcentaje de respuesta de las empresas que han utilizado este mecanismo paso de un nivel de 37.8 por ciento, durante el primer trimestre de 1998 a 56.4 por ciento en el primer trimestre de

2002. lo cual indica la importancia de este mecanismo y de cómo, las empresas han tratado de compensar el crédito de corto plazo ofrecido por la banca comercial a un costo mayor, por el crédito de proveedores entre las propias empresas.

Podemos observar también que los niveles de tasas de interés influyeron de manera importante en el destino de la inversión entre el sector real y financiero de la economía. Por ejemplo, en la **gráfica No. 6**, se observa como el comportamiento de la inversión productiva es compatible con la trayectoria de la tasa de interés libre de riesgo (Cetes 28 días), es decir que a mayor tasa de interés libre de riesgo implica una reducción de la inversión productiva en tanto que a menor nivel de tasa libre de riesgo se estimula la inversión productiva.

Gráfica No. 6



Todo lo anterior no lleva a considerar que en la actualidad, si bien la banca comercial ha reducido su actividad fundamental de intermediar los recursos financieros en la economía a fin de financiar la inversión productiva, las

empresas han compensado esta reducción mediante la atracción de inversión extranjera directa y el crédito de proveedores.

Sin embargo, es importante destacar que la banca pese a la reducción de sus niveles de captación y crédito mantiene altos niveles de margen financiero, lo que apoya a la posición poskeynesiana en el sentido que la banca aprovecha su poder oligopólico para establecer sus tasas activas, en virtud de que tan sólo hasta el mes de junio de 2002, la banca posee tasas activas nominales en promedio de cerca de cuarenta puntos porcentuales en tanto que su tasa pasiva promedio que refleja sus costos de captación (Costo Porcentual Promedio de Captación, CPP), es inferior al siete por ciento, lo cual nos da una idea clara del alto margen real de intermediación (sobre todo si consideramos que para el año 2002, la inflación al cierre se espera que sea inferior al seis por ciento).

Finalmente, la obtención de sus beneficios de la banca están siendo obtenidos por dos fuentes básicas el cobro de comisiones y sus inversiones en valores públicos libres de riesgo (a través de sus sociedades de inversión). Asimismo, debemos de tomar en cuenta el cobro de intereses que realizan por los pagarés que firmó el Estado por concepto de compra de cartera vencida durante 1995.

### **Capítulo III.- Instrumentos de Financiamiento a Través del Mercado de Dinero.**

Una vez analizada la evolución reciente del sector industrial en México y haber abordado los aspectos del financiamiento a la inversión productiva por parte del sector bancario en nuestro país, pasaremos a analizar cual ha sido el papel que el mercado a tenido como mecanismos de financiamiento al sector industrial.

Debemos considerar que uno de los principales instrumentos con que cuenta la industria para financiar sus inversiones es a través de la emisión de papel comercial con rendimientos fijos y bien la contratación de créditos quirografarios por parte de la banca comercial, así como, las inversiones que realizan las tesorerías de las empresas actualmente en la compra de valores públicos para incrementar su rentabilidad del capital.

Finalmente, queremos destacar que cuando nos referimos al mercado de dinero nos referimos a un mercado de renta fija con bajo riesgo para el financiamiento para la inversión en el sector industrial de México, bajo condiciones de apertura y globalización actual.

#### **1.- Importancia del Mercado de Dinero en México como Mecanismo de Financiamiento al Sector Industrial**

El crédito en la sociedad capitalista se mueve principalmente a través del sistema bancario.

Tradicionalmente se ha definido el mercado de dinero, como aquel mercado donde se negocian instrumentos financieros de corto plazo; convencionalmente se ha detenido el corto plazo por periodos menores de un año.

El mercado monetario o comercio de dinero desarrolla sus propias leyes y poco a poco va teniendo una existencia autónoma, aunque bajo las condiciones que impone el desarrollo del sistema capitalista en general.

Podemos encontrar, que el mercado de dinero es una base fundamental para el desarrollo capitalista, y además que este sistema es de base complementaria del mercado de capitales, como se vera más adelante.

El mercado de dinero es la parte central del sistema financiero mexicano a través del cual, bancos comerciales, la banca de desarrollo, las casas de bolsa, los corporativos financieros, el gobierno federal y el público inversionista negocian cientos de millones de pesos al día. Estos cuantiosos flujos de recursos tienen un impacto decisivo en variables tan disímolas como: la forma en que se financia el gobierno federal; el grado existente de confianza por parte de los agentes económicos en la estabilidad económica; la forma en que los consumidores eligen gastar o ahorrar, como los corporativos están añadiendo valor agregado a la rentabilidad del negocio optimizando activos y los excedentes de liquidez monetaria.

Es el conjunto de la oferta y la demanda de dinero. El sistema bancario de un país constituye el mercado de dinero ya que es allí donde se mueve la oferta y la demanda de dinero.

Es licito afirmar que el mercado de dinero es uno de los mercados más líquidos del mundo, dada esta situación no es exagerado sostener que dicho mercado es la

parte fundamental del sistema financiero de cualquier país, y en el cual los intermediarios financieros, los tesoreros corporativos y otras entidades participan intercambiando diariamente cantidades multimillonarias de dinero.

El mercado de dinero constituye el movimiento de éste a corto plazo, no mayor de un año.

El mercado financiero es aquel en el que los recursos de los ahorradores de dinero se transfieren a los usuarios de éstos, mediante el uso de documentos llamados títulos o valores, que representan un activo para quien los posee y un pasivo para quien los emite. Entendiendo por título, según la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, aquel documento necesario para ejercitar el derecho literal que en él se consigna.

Esto es, que en el mismo se menciona, como es el caso del "pagaré" y de la "letra de cambio" y entendiendo como valor, según la LEY DEL MERCADO DE VALORES, las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa.

Esto es, cuya oferta pública se realiza por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada, después de haber sido autorizada por la COMISIÓN NACIONAL BANCARIA. Pues bien, tomando en cuenta la vigencia de dichos títulos o valores y el tiempo que el inversionista demandante de los mismos desea poseerlos, (activos financieros para quien los posee y pasivos financieros para quien los emite) y como parte de este "mercado financiero", se puede establecer esta clasificación de "mercado de dinero" y "mercado de capitales".

El mercado de dinero se puede representar así:

Entiéndase todas aquellas operaciones relacionadas con la intermediación de valores de corto plazo: en nuestro mercado, la colocación de papel comercial por parte del Estado, de las demás entidades del sector público y de las empresas privadas inscritas en bolsa. Asimismo, incluye las actividades de intermediación de estos valores por ejemplo por la vía de instrumentos como recompras y la administración de carteras de liquidez. Este mercado concentra la gran mayoría de las operaciones en bolsa y por lo tanto de las fuentes actuales de ingresos de los intermediarios.

La existencia de un mercado de valores concentrado en el mercado de dinero fundamentalmente, no es un elemento que surge de manera acomodaticia del interés exclusivo de sus miembros. Es mucho más complejo que eso.

La condición de país pequeño, con una historia financiera y bursátil reciente aunado al hecho de que en los últimos 25 años el país ha experimentado recurrentemente crisis económicas (reflejadas en altas tasas de inflación y de interés entre otros), ha marcado la naturaleza de nuestro mercado: un mercado concentrado en la emisión de deuda de corto plazo, en el que domina la presencia del Gobierno y del Banco Central para satisfacer los déficit públicos, combatir las presiones del sector externo y atenuar las presiones inflacionarias.

A pesar de las restricciones macroeconómicas apuntadas, el mercado de dinero ha sido desarrollado de una manera eficaz por el sector bursátil, sin embargo, no puede visualizarse como el elemento central de la estrategia de desarrollo del mercado.

Un análisis cuidadoso de la situación del mercado de dinero, presenta un cuadro en el que la competencia entre los intermediarios es fundamentalmente por volumen y por tasa ya que las posibilidades de diferenciación dentro de ese

mercado son limitadas. Los intermediarios con mayores volúmenes de negocio y músculo financiero, serán los que tengan mayores posibilidades de éxito en este mercado. A manera de ejemplo, se observa un proceso de concentración en pocos puestos de bolsa. La ardua competencia en este mercado ha afectado considerablemente los balances financieros de un gran número de intermediarios.

Por otra parte, la participación de emisores privados en este mercado ha sido altamente cuestionada toda vez que la dependencia de los mercados bursátiles con captaciones del corto plazo puede afectar su estrategia de mediano y largo plazo, considerando lo sensible que es el mercado bursátil a los rumores y a la información de coyuntura. Las experiencias de los años 95 y 96 son buenos ejemplos, que se deben capitalizar a la hora de estructurar una estrategia de desarrollo.

La garantía de liquidez y de rendimientos (implícita) en instrumentos como las recompras y la administración de carteras (OPAB y CAV) es sin duda un tema que debe abordarse con la mayor apertura, considerando los riesgos no proporcionales que asumen los intermediarios ante problemas de un emisor. En el caso de las recompras, lo importante será incorporar mecanismos opcionales que eliminen la garantía del intermediario y continuar con la labor de valoración de instrumentos y establecimiento de márgenes de garantía. La contribución de los OPAB y CAV al sistema financiero costarricense ha sido muy importante y valiosa.

También lo han sido otras figuras bancarias que cumplen funciones equivalentes en el sistema. Sin embargo a pesar de los beneficios del pasado, es indispensable que se produzca un ordenamiento en cuanto a la regulación que debe prevalecer para figuras similares. El esquema de los Fondos de Inversión, con apropiados mecanismos de valoración y eliminando principalmente la garantía de

rendimiento, es el llamado a realizar la administración de carteras mancomunadas. En estos términos, la administración de carteras mancomunadas debe permitirse para ser ofrecida por los puestos de bolsa.

En esta misma dirección, no se justifican las llamadas "murallas chinas" entre los puestos de bolsa y las sociedades de fondos de inversión, al menos en esta etapa del desarrollo del mercado, toda vez que sería iluso e irreal pretender establecerlas (por el tamaño de los operadores, de los negocios y las consecuentes economías de escala en una operación integrada) y por cuanto la competencia en este mercado supera con creces los potenciales conflictos de interés. De ser necesario, con base en una experiencia real en el mercado el regulador debe elaborar normas que minimicen los potenciales conflictos de interés.

Es importante también que las autoridades de gobierno, los jefes institucionales y los reguladores gestionen una regulación apropiada para la apertura que se logró con el Artículo 55 de la Ley, más que un regreso a la situación anterior a la Ley.

Considerando la situación actual de la industria y la alta dependencia que tiene el sector del mercado de dinero, este es indispensable para incursionar como plataforma para desarrollar los mercados de capitales. Debe reconocerse la intermediación de valores del corto plazo como un negocio natural para aquellos intermediarios que deseen especializarse en estas actividades, pero también como un mercado necesario para buscar nuevas alternativas de negocio, propias de los mercados bursátiles: los mercados de capitales. Dentro de este mercado de dinero, el sistema bursátil debe continuar ofreciendo los servicios de colocación y negociación para los intermediarios financieros regulados así como cualquier

empresa que atendiendo a sus intereses particulares requiera emitir papel comercial.

Es preciso entonces realizar algunos cambios en el mercado de dinero, tendientes a limitar los riesgos en que incurren los intermediarios, a fortalecer los esquemas que rigen las figuras de los fondos de inversión y a eliminar las distorsiones existentes en esos mercados.

Dentro de este Mercado podemos encontrar las siguientes funciones que son:

- Oferta de Dinero.
- Depósitos a la vista.
- Depósitos de ahorro.
- Depósitos a plazo.
- Certificados financieros.
- Certificados de depósito bancario.
- Demanda de Dinero.
- Solicitudes de dinero a corto plazo (diferentes tipos de crédito de dinero).<sup>23</sup>

El comercio en dinero se amplía abarcando el comercio en valores, y estos valores no son sólo gubernamentales sino de acciones industriales y de transporte, de modo que el comercio en dinero conquista el control directo de una parte de la producción, por lo cual es a su vez controlado en su conjunto, entonces la reacción del comercio en dinero sobre la producción se fortalece y se complica aún mas.

---

<sup>23</sup> Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

## 2.- Tasas de Interés y Tipo de Cambio en el Financiamiento de la Industria

Una de las preguntas que surgen inmediatas, es el hecho de, ¿por qué la banca comercial en lugar de llevar a cabo un proceso de mayores competidores en el mercado que permitiera la reducción los márgenes de intermediación de recursos, que fue objetivo principal del proceso de desregulación financiera iniciado en 1990, en la actualidad se está generando de nueva cuenta un proceso de concentración del sector bancario que impide la reducción de los márgenes de intermediación? <sup>24</sup>.

Por ejemplo, en este caso la Mtra. Teresa López afirma lo siguiente respecto a los márgenes de intermediación de la banca comercial. "Antes de la nacionalización de la banca en 1982, el margen real de intermediación bancaria se mantuvo en 7 por ciento durante dos décadas, e incluso después de la nacionalización y hasta 1985 dicho porcentaje mantuvo. Con la liberalización financiera este margen registró un crecimiento acelerado, mismo que se acentuó después de la reprivatización que se concluyó en 1990. De tal forma que para 1993 el margen real de intermediación fue de 13.78 por ciento, en tanto que para 1994 alcanzó el 16.38 por ciento, lo que significa el doble del 7 por ciento que históricamente se venía registrando." <sup>25</sup>

Lo anterior es contradictorio con lo que se suponía que se lograría con la desregulación del sistema financiero, en el sentido de que la mayor competitividad de la banca comercial al igual que la aparición de nuevas instituciones bancarias, derivado del proceso reprivatizador de la banca comercial y la apertura del mercado financiero nacional al inicio de la década de

---

<sup>24</sup> / El margen de intermediación se define como el diferencial que existe entre la tasa pasiva que paga el banco a sus ahorradores, menos la tasa activa que cobran los bancos por los créditos.

<sup>25</sup> / López González Teresa, "Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México", Ed. Plaza y Valdez, México 2001, p.p. 117-118

los noventa, contribuirían a una reducción del margen de intermediación derivado de una mayor competitividad de la banca comercial, sin embargo, este proceso no se produjo, por el contrario se elevó dicho margen, de acuerdo a las cifras presentadas por la investigadora Teresa López en el texto que se cita.

Si consideramos entonces que el proceso de desregulación y apertura del sistema financiero en México, no favoreció una mayor competencia en beneficio de sus clientes, lo que parece haber sucedido es que con la liberación de las tasas de interés pasivas y activas para la banca comercial le permitió elevar su margen de intermediación bancaria con lo que, se produjo una expansión del crédito una vez que las instituciones privadas aprovechaban las condiciones de estabilidad y crecimiento económico que se registro en nuestro país hasta 1994. Sin embargo, un elemento importante que también estuvo presente en este proceso fue el hecho de que la expansión del crédito se asocio también al alto margen de utilidad que le proporcionaba el mercado de ahí que poco importara el destino del crédito en este periodo.

Pero a raíz de la devaluación del peso en diciembre de 1994 que generó un repunte de la inflación durante 1995 y por consecuencia un aumento de la tasa de interés libre de riesgo en México (Cetes 28 días), fue evidente que el margen de intermediación se elevó, lo que produjo una fuerte elevación de la cartera vencida, la cual se agudizó por la elevación en la tasa de desempleo y por consecuencia en una caída del ingreso real de la economía.

Derivado de que varias instituciones bancarias se habían fondeado en el mercado internacional (dada la estabilidad cambiaria que existía en el periodo de 1989 a 1994), a fin de hacer frente a la creciente demanda de crédito en el mercado interno y además para complementar sus pagos al gobierno federal por la compra de las instituciones, algunas de ellas no soportaron la elevación en el tipo de

cambio, para hacer frente a sus compromisos en el exterior, lo cual fue uno de los factores que obligó al Estado a llevar a cabo el rescate bancario a través del Fondo de Protección al Ahorro en ese momento.

Pero este proceso, empezó a delinear la próxima estructura oligopólica que presentaría la banca comercial después de la crisis financiera de 1995, ya que los bancos pequeños que fueron saneados por el Estado para después venderlos fueron absorbidos por las grandes instituciones bancarias como Banamex y Bancomer en ese momento, y posteriormente a este proceso derivado de las nuevas exigencias de capitalización que se exigieron mediante el IPAB, dio lugar a que los grandes grupos financieros de nuestro país buscaran alianzas estratégicas con la banca internacional que dio lugar a fusiones y en algunos casos a la compra total de los grupos financieros por parte de la banca extranjera principalmente de origen español, inglés y americano, destaca el caso en el año de 2001 de la compra que realizó el Grupo City Grup en la compra total del Grupo Financiero Banamex, con lo cual se enmarcó el proceso de concentración de la banca comercial en México en donde además predominó el poder del capital extranjero.

Es evidente que, como lo enmarca la teoría poskeynesiana la banca extranjera buscó en nuestro país aprovechar los altos márgenes de intermediación y además aprovechar la obtención de rendimientos adicionales por los pagos que realiza el IPAB a la banca por concepto de intereses sobre los pagarés dados a estas instituciones por la compra de cartera vencida en 1995.

Esta situación, favorece a que la inversión extranjera colocada en la banca comercial posea un horizonte bien definido y acelerado de la recuperación de su inversión con bajo riesgo lo cual explica porque el interés de bancos extranjeros en el mercado financiero nacional y de ahí que en la actualidad más del 70 por

ciento de la banca comercial en México se encuentre en manos de la inversión extranjera.

Por tanto, en la medida que no existen en México medidas de regulación apropiadas para la banca comercial en un escenario de apertura financiera es evidente que la banca comercial en nuestro país, seguirá aprovechando la existencia de un fuerte diferencial entre tasas pasivas y activas, además que esto se ve incrementado si consideramos que esta puede fondearse a través de sus matrices en moneda extranjera a costos bajos con lo cual se incrementa aún más la obtención altos márgenes de intermediación en términos reales.

En este sentido podemos decir de acuerdo a los planteamientos poskeynesianos que el proceso de concentración bancaria responde a la lógica de valorizar el capital lo que implica que la existencia del ahorro financiero no necesariamente signifique un aumento de la inversión productiva. Así, el “sistema bancario mexicano, tras la crisis de 1994, ha entrado en una etapa contractiva, víctima de su propia estructura oligopólica. Su poder de mercado, le permite para pagar tasas de interés a los depositantes por debajo de las tasas de equilibrio (del activo sin riesgo); pero esta práctica sólo le asegura una débil captación.”<sup>26</sup>

De lo anterior podemos decir que dado el grado de concentración de la banca comercial y el poder que tiene esta sobre el mercado para pagar tasas bajas y cobrar altas, permite entender que a esta banca en la actualidad poco le interesa financiar a la inversión productiva sino por el contrario mantener utilidades altas mediante la inversión de sus pasivos en el mercado de dinero con bajo riesgo y en particular en instrumentos financieros ofrecidos por el propio Estado, (valores públicos) que les permite obtener rendimientos reales positivos con riesgo cero.

### 3.- Emisión de Papel Comercial por el Sector Industrial

El Papel Comercial, Es un instrumento de corto plazo emitido por empresas mexicanas bien conocidas, cuyas acciones están cotizadas en la bolsa. Antes de 1980, las empresas recurrían ordinariamente a los bancos para cubrir sus necesidades de fondos a corto plazo, pero desde la introducción del papel comercial en el mercado en 1980 las empresas se apoyan más en el financiamiento directo, vendiendo este papel a inversionistas individuales, empresas u otros intermediarios financieros. Existe también el papel comercial extrabursátil, que es un pagaré emitido por una empresa que puede o no tener una cotización en el mercado accionario de la bolsa. La ventaja de este tipo de instrumento para el prestatario es que implica un mínimo de documentación de información, pero para 1990 dejó de circular el papel comercial extrabursátil.

Por su parte, el crecimiento del mercado del papel comercial ha sido extraordinario: en 1982, dos años después de su introducción, llegó a un nivel de operación de casi 10 veces más que el mercado accionario; en 1985 alcanzó un monto en circulación de 23.4 millones de pesos, para 1990 se estimó un monto en circulación de 5,765.6 millones de pesos, y en 1998 su saldo en circulación fue de 21,600 millones.

*Aceptaciones bancarias.-* Estos instrumentos del mercado de dinero son letras de cambio giradas por empresas domiciliadas en México a su propia orden y aceptadas por bancos comerciales o de desarrollo, con base en líneas de crédito previamente concedidas a las empresas. Pero ya en la práctica, son un préstamo hecho por el banco a una empresa, que se documenta con una letra de cambio aceptada por el mismo banco; esa letra ( o aceptación) luego se comercia ( o descuenta) en el mercado de dinero a través de una o varias casas de bolsa. Este

---

<sup>20</sup> / López González, Teresa S., Ibidem. p.p. 81-81

instrumento empezó a emitirse en 1981 y empezó a proliferar en 1985, alcanzando en 1988 un máximo de 35,225 millones de pesos, pero después vino un descenso y para 1997 había 20,638 millones de pesos en circulación.

***Pagaré bancario bursátil.-*** Este es el instrumento de deuda bancaria tradicional, con rendimiento liquidable al vencimiento, generalmente a un plazo inferior a un año. En fecha relativamente reciente se autorizó a la banca a negociarlo en el mercado secundario. Su importancia empezó a manifestarse a partir de 1990 cuando alcanzó un saldo en circulación de 29,516 millones de pesos. A fines de 1998 registró un saldo de 125,200 millones.

***Certificados de depósito.-*** Estos instrumentos de deuda bancaria documentan depósitos a plazo del público, a un plazo inferior a un año, en moneda nacional. A partir de 1991, el Banco de México autorizó a los bancos a poder negociarlos en el mercado secundario. Su saldo en circulación llegó a 27 millones de pesos al final de 1991. Para diciembre de 1998 su saldo creció a 6,400 millones de pesos.

***Reporto.-*** El reporto es la operación de compraventa de un instrumento del mercado de dinero, con la garantía de efectuar la operación inversa en un plazo determinado. El reporto funciona como sigue: “La casa de bolsa o el banco pacta con el inversionista venderle en el presente CETES en un monto determinado, pactando simultáneamente su recompra a un plazo determinado, garantizándole un rendimiento durante el plazo convenido.”<sup>27</sup> De hecho, los reportos son préstamos a corto plazo en que los cetes sirven de colateral, son una innovación reciente de los mercados financieros, son una fuente importante de fondos para los bancos y para las casas de bolsa.

Ya hemos hablado de los instrumentos del mercado de dinero actualmente y cómo se han ido comportando desde 1988 hasta 10 años después. Para poder entender mejor esto, sería conveniente que tratáramos de explicar un poco cómo o mejor dicho cuáles son algunas de las fuerzas básicas que determinan las tasas de interés en la economía monetaria.

Aunque existen varias teorías alternativas que intentan explicar cómo se determinan las tasas de interés, vamos a analizarlo desde la teoría de los fondos prestables. Este enfoque tiene un aspecto intuitivo y es la base de la mayoría de los modelos de pronóstico de la tasa de interés. Esencialmente, “La teoría de los fondos prestables considera que en el sector financiero las tasas de interés están determinadas por las fuerzas de la oferta y la demanda de crédito o de fondos prestables.”<sup>28</sup>

Este término de fondos prestables, se refiere a los fondos suministrados a los mercados crediticios o financieros. Las fuentes principales de éstos son:

1. Los ahorros provenientes del ingreso corriente de los agentes económicos y
2. Las adiciones a la oferta monetaria resultante de las acciones del banco central y el sistema bancario.

Las tasas de interés sobre diferentes tipos de instrumentos financieros varían considerablemente debido a las diferencias en riesgo y otras características de los instrumentos en cuestión. La tasa de interés pagada por las unidades que demandan los préstamos es obviamente la tasa recibida por los ahorradores. Por tanto, así como el interés puede visualizarse como el pago por el uso del dinero,

---

<sup>27</sup> “Las Nuevas Finanzas en México” Catherine Castells. 1995.

<sup>28</sup> <http://www.banxico.gob.mx>

también puede visualizarse como el rendimiento por retener instrumentos financieros en lugar de dinero.

*Principales instrumentos del mercado de dinero*

*Millones de pesos*

Saldos al final de:							
Clases de Instrumento	1988	1991	1993	1994	1995	1997	1998
<b>Total</b>	110,112	116,557	133,931	185,119	135,793	211,818	296,000
CETES	41,994	72,375	81,014	39,701	48,590	94,008	111,900
BONDES	17,559	-----	-----	-----	-----	-----	-----
PAGAFES	2,283	48	-----	-----	-----	-----	-----
TESOBONOS	-----	927	3,842	94,679	2,352	-----	-----
ACEPTACIONES BANCARIAS	35,226	6,309	17,990	16,045	33,983	22,300	30,900
PAGARÉ BANCARIO BURSÁTIL	41	33,760	26,795	29,516	45,693	79,200	125,200
PAPEL COMERCIAL	947	3,111	3,563	4,058	4,301	13,558	21,600
PAPEL COMERCIAL EXTRABURSÁTIL	2,062	-----	-----	-----	-----	-----	-----
CERTIFICADOS DE DEPÓSITO	-----	27	727	1,120	874	2,752	6,400

Fuente: CNByV y Banco de México.

Pongamos como un ejemplo el mercado de papel comercial: Como ya lo dijimos el papel comercial es un instrumento de deuda de corto plazo. Los ahorradores tienen algunas justificaciones de porqué algunas veces prefieren invertir mejor en papel comercial, entre ellas están el monto de los fondos que poseen, sus posiciones de liquidez presentes y futuras, los rendimientos sobre otros tipos de instrumentos financieros, el riesgo percibido que se asocia con el papel comercial

en comparación con otros instrumentos y otros factores, como la tasa de interés o el rendimiento sobre el papel comercial. Los efectos de los factores anteriores sobre la cantidad de fondos que los ahorradores desean invertir en papel comercial se encuentran en el concepto de la función de oferta de fondos prestables disponibles en el mercado de papel comercial. Una función de oferta de fondos puede presentarse como una ecuación o una gráfica. De la misma manera podemos construir una función de demanda de fondos prestados con base en las acciones de los demandantes de préstamos que emiten papel comercial. La función de demanda reflejará todas las influencias sobre los demandantes de préstamos que causen la consideración de emitir varias cantidades de papel comercial. Por tanto, las expectativas relacionadas con futuras oportunidades de ganancias, ingreso corriente y planes de gasto, tasas sobre instrumentos financieros alternativos, tasa del papel comercial y otros factores, desempeñan todos una función.

Las tasas de interés determinan las cantidades efectivas de fondos prestables y las cantidades de los numerosos instrumentos financieros que se comerciarán en los mercados financieros. Las tasas de interés son como todos los precios donde se desempeñan una función de racionamiento, que asigna una oferta limitada de crédito entre muchas demandas que compiten por ella a lo largo de toda la economía.

#### **4.- Otros Instrumentos de Financiamiento del Mercado de Dinero (valores públicos)**

Dentro de otros de los instrumentos de financiamiento que han sido utilizados por las tesorerías de las empresas para incrementar sus ingresos y de esa forma financiar su capital de trabajo ha sido en los últimos años, las inversiones en

valores públicos que al representar un riesgo cero y además intereses reales positivos han sido muy demandados por las tesorerías de las empresas tanto grandes como pequeñas.

Evidentemente, la compra de valores públicos principalmente Cetes a 28 días son adquiridos por las empresas a través del mercado secundario de valores su importancia en los últimos años ha sido muy importante por cuanto representan para ellas mayores ingresos en virtud de que el crecimiento de la demanda interna en el mercado mexicano se ha debilitado y además la desaceleración de la economía norteamericana iniciada desde el año de 2001 significó una reducción en sus ventas hacia el exterior, por consecuencia las empresas han orientado parte de sus beneficios a la inversión de corto plazo en valores públicos.

Aunque, este no es un mecanismo directo de financiamiento para el crecimiento de la inversión de las empresas, sí significa que los beneficios obtenidos por las compras de Cetes a 28 días (que son de corto plazo) puedan ser utilizados como mecanismo de financiamiento para el capital de trabajo con lo cual reducen en parte sus costos de producción del renglón de sueldos y salarios que son financiados mediante los rendimientos que obtienen por la compra de valores públicos en el mercado secundario de valores.

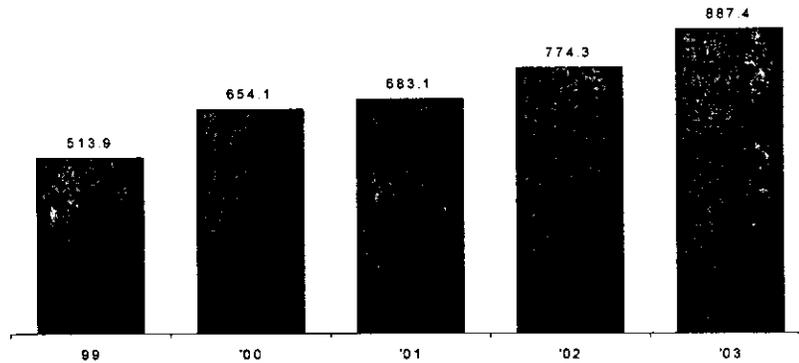
Como podemos observar en la siguiente gráfica tenemos que el saldo de Cetes a 28 días en poder de empresas y personas físicas en los últimos cinco años representa más del 90% de Cetes a 28 días en circulación de un total de cerca de los 975 mil millones de pesos que existen en el mercado mexicano.

Como se puede desprender del gráfico No. 7 podemos observar como el saldo de Cetes a 28 días en poder de empresas y personas físicas equivale al cierre del año 2003 a cerca de 890 mil millones de pesos, es decir cerca de los 80 mil millones

de dólares, lo cual representa casi un saldo igual al total de la deuda externa del sector público actual.

Gráfica No. 7

*Cetes 28 días en Poder de Empresas y Pers. Físicas*  
(Saldos en Miles de Millones de Pesos)



Fuente: Elaborada con base a datos del Banco de México, enero de 2004.

Por tanto, podemos concluir que derivado de la reducción de la demanda de las empresas tanto interna como externa estas han recurrido a valorizar parte de sus beneficios mediante la inversión en la compra de valores públicos a fin de compensar sus utilidades, a la vez que le permite contar con recursos adicionales para el financiamiento de su capital de trabajo, es decir, que en la actualidad las empresas han encontrado un importante instrumento de financiamiento indirecto en la compra de valores públicos para mantener sus niveles de rendimientos dada la reducción de la demanda externa de sus productos derivada de la reducción de la actividad económica de Estados Unidos de América y de la propia baja actividad de México.

## **Capítulo IV.- Instrumentos de Financiamiento a Través del Mercado de Valores.**

En el presente capítulo analizaremos la importancia que tiene el mercado de capitales en una economía, como mecanismos de financiamiento a la inversión dirigida al incremento de la producción industrial de México. Es importante señalar que el fondeo de la inversión mediante la Bolsa Mexicana de Valores, representa importantes ventajas para la industria ya que son financiamientos de largo plazo que incrementan la formación bruta de capital fijo, a la vez que representan un costo mucho menor en relación al crédito que las empresas pueden obtener en el mercado bancario, además de que les posibilita aumentar su capital.

En este sentido, se dice justamente que el desarrollo del mercado de valores en una economía es un reflejo del desarrollo que tiene su sector industrial, en este sentido observaremos que en los últimos diez años el mercado de valores de México es un mercado altamente concentrado que refleja justamente la concentración que presenta en la actualidad el sector industrial de nuestro país.

Por consecuencia, en el desarrollo de este capítulo se estudiara cual ha sido el papel de la Bolsa Mexicana de Valores en el financiamiento a la inversión del sector industrial durante la década de los noventa y cuales son las perspectivas de este mercado para que contribuya al desarrollo más equilibrado del sector industrial.

## **1.- Importancia y Limitantes del Financiamiento a Través del Mercado de Capitales**

La Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. es una 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.

Antecedentes históricos:

1850.- Negociación de primeros títulos accionarios de empresas mineras.

1867.- Se promulga la Ley Reglamentaria del Corretaje de Valores.

1880-1900.- Las calles de Plateros y Cadena, en el centro de la Ciudad de México, atestiguan reuniones en las que corredores y empresarios buscan realizar compraventas de todo tipo de bienes y valores en la vía pública. Posteriormente se van conformando grupos cerrados de accionistas y emisores, que se reúnen a negociar a puerta cerrada, en diferentes puntos de la ciudad.

1886.- Se constituye la Bolsa Mercantil de México.

1895.- Se inaugura en la calle de Plateros (hoy Madero) el centro de operaciones bursátiles Bolsa de México, S.A.

1908.- Luego de periodos de inactividad bursátil, provocados por crisis económicas y en los precios internacionales de los metales, se inaugura la Bolsa de Valores de México, SCL, en el Callejón de 5 de Mayo.

1920.- La Bolsa de Valores de México, S.C.L. adquiere un predio en Uruguay 68, que operará como sede bursátil hasta 1957.

1933.- Comienza la vida bursátil del México moderno. Se promulga la Ley Reglamentaria de Bolsas y se constituye la Bolsa de Valores de México, S.A., supervisada por la Comisión Nacional de Valores (hoy Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

1975.- Entra en vigor la Ley del Mercado de Valores, y la Bolsa cambia su denominación a Bolsa Mexicana de Valores, e incorpora en su seno a las bolsas que operaban en Guadalajara y Monterrey.

1995.- Introducción del BMV-SENTRA Títulos de Deuda. La totalidad de este mercado es operado por este medio electrónico.

1996.- Inicio de operaciones de BMV-SENTRA Capitales.

1998.- Constitución de la empresa Servicios de Integración Financiera (SIF), para la operación del sistema de negociación de instrumentos del mercado de títulos de deuda (BMV-SENTRA Títulos de Deuda)

11 de enero de 1999.- La totalidad de la negociación accionaria se incorporó al sistema electrónico. A partir de entonces, el mercado de capitales de la Bolsa opera completamente a través del sistema electrónico de negociación BMV-SENTRA Capitales.

En este año también se listaron los contratos de futuros sobre el IPC en MexDer y el principal indicador alcanzó un máximo histórico de 7,129.88 puntos el 30 de diciembre.

2001.- El día 17 de Mayo del 2001 se registró la jornada más activa en la historia de la Bolsa Mexicana de Valores estableciendo niveles récord de operatividad.

El número de operaciones ascendió a 11,031, cifra superior en 516 operaciones (+4.91%) respecto al nivel máximo anterior registrado el día tres de Marzo del 2000.

Funciones:

La Bolsa Mexicana de Valores (BMV), foro en el que se llevan a cabo las operaciones del mercado de valores organizado en México, 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; Hacer pública la información bursátil; Realizar el manejo administrativo de las operaciones y transmitir la información respectiva a SD Ineval; Supervisar las actividades de las empresas emisoras y casas de bolsa, en cuanto al estricto apego a las disposiciones aplicables; y fomentar la expansión y competitividad del mercado de valores mexicano.

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 un mercado de libre competencia y con igualdad de oportunidades para todos sus participantes.

### Mercado Primario

Para realizar la oferta pública (colocación) de los valores, la empresa acude 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.

¿Cuál es la importancia de una bolsa de valores para un país?

Las bolsas de valores de todo el mundo son instituciones que las sociedades establecen en su propio beneficio. A ellas acuden los inversionistas como una opción para tratar de proteger y acrecentar su ahorro financiero, aportando los recursos que, a su vez, permiten, tanto a las empresas como a los gobiernos, financiar proyectos productivos y de desarrollo, que generan empleos y riqueza.

Las bolsas de valores son mercados organizados que contribuyen a que esta canalización de financiamiento se realice de manera libre, eficiente, competitiva, equitativa y transparente, atendiendo a ciertas reglas acordadas previamente por todos los participantes en el mercado.

El financiamiento bursátil canalizado al sector privado durante los primeros ocho años de la década de los noventa, fue mayor a 310 mil millones de pesos.

Cerca de 200 de las empresas grandes y medianas del país han listado sus acciones en la BMV.<sup>29</sup>

### **¿Cómo participar en el mercado?**

En la Bolsa Mexicana de Valores, los inversionistas compran y venden acciones e instrumentos de deuda a través de agentes, llamados casas de bolsa.

El público inversionista canaliza sus órdenes de compra o venta de acciones a través de un promotor de una casa de bolsa. Estos promotores son especialistas registrados que han recibido capacitación y han sido autorizados por la CNBV.

Las órdenes de compra o venta son entonces transmitidas de la oficina de la casa de bolsa al mercado bursátil a través del sofisticado Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación (BMV-SENTRA Capitales) donde esperarán encontrar una oferta igual pero en el sentido contrario y así perfeccionar la operación.

Una vez que se han adquirido acciones o títulos de deuda, se puede monitorear su desempeño en los periódicos especializados, o a través de los sistemas de información impresos y electrónicos de la propia Bolsa Mexicana de Valores y en Bolsatel.

A fin de ilustrar una operación bursátil que cualquier persona física o moral de nacionalidad mexicana o extranjera puede invertir en los valores (de capitales o deuda) listados en la Bolsa, se presenta el desarrollo siguiente.

---

<sup>29</sup> / Para un conocimiento del desarrollo histórico de la Bolsa Mexicana de Valores se presenta al final de la presente tesis una síntesis, tomando como base el libro "Organización y Desarrollo de la Bolsa Mexicana de Valores", Ed. BMV, México, 2001.

El proceso comienza cuando un inversionista está interesado en comprar o vender algún valor listado en la Bolsa. En primera instancia, dicho inversionista deberá suscribir un contrato de intermediación con alguna de las casas de bolsa mexicanas.

A continuación se esquematiza el proceso de compraventa de acciones en la BMV:

1.- Pedro decide analizar la posibilidad de invertir en el mercado accionario de la BMV.

2.- Maria decide vender 5,000 acciones de la empresa Electra que adquirió hace algunos años.

3.- Pedro consulta a un promotor de una casa de bolsa, y analizan distintas opciones de inversión, con base en la amplia información financiera y de mercado disponible.

4.- Después de analizar distintas alternativas, Pedro solicita a su promotor que le proporcione la cotización de mercado para adquirir acciones de la empresa Electra, y establece una relación contractual con la casa de bolsa (contrato de intermediación).

5.- Maria llama a su promotor para solicitar cotización para la venta de las 5,000 acciones que desea vender.

6.- Utilizando los sistemas electrónicos de difusión de información bursátil de la BMV, los ejecutivos de cuenta obtienen la información sobre los mejores

precios de compra y venta para las acciones Electra, e informan a Maria y Pedro.

7.- Tomando en cuenta lo que ya conoce sobre la empresa Electra, y después de la conversación con el promotor, Pedro instruye a la casa de bolsa, a través de su promotor, para adquirir 5,000 acciones de la empresa Electra, a precio de mercado.

8.- Maria instruye a su promotor para vender, en la BMV, 5,000 acciones de la empresa Electra, a precio de mercado.

9.- Los promotores ingresan en los sistemas de sus casas de bolsa respectivas, las características de las órdenes de Maria y Pedro.

10.- Las órdenes de compra y de venta son entonces ingresadas por los operadores de las casas de bolsa en al Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación del Mercado de Capitales (BMV-SENTRA Capitales)

11.- Una vez perfeccionada o "cerrada" la operación en la BMV, Maria y Pedro son notificados, y la Bolsa informa a todos los participantes en el mercado sobre las características de la operación, a través de los medios electrónicos e impresos dispuestos para tal efecto.

12.- Dos días hábiles después de haberse concertado la transacción, el depósito central de valores de México (S.D. Indeval), previa instrucción de la casa de bolsa vendedora, transfiere los valores accionarios de la cuenta de la casa de bolsa vendedora a la cuenta de la casa de bolsa compradora; y el importe

correspondiente a la transacción es transferido de la casa de bolsa compradora a la casa de bolsa vendedora.

13.- Pedro liquida a su casa de bolsa el importe correspondiente a la operación de compra, incluyendo una comisión previamente pactada.

14.- Maria recibe de su casa de bolsa el importe correspondiente a la operación de venta, menos una comisión previamente pactada.

Por tanto, las personas interesadas en invertir en la BMV deberán contactar a cualquier casa de bolsa.

A continuación señalaremos algunas de las definiciones más importantes que en la actualidad se deben tener presentes para comprender las operaciones en la Bolsa Mexicana de Valores:

**Reporto:** El reporto es una operación mediante la cual el intermediario entrega al inversionista los títulos a cambio de su precio actual (precio nominal menos descuento), con el compromiso de recomprarlos en un plazo determinado, anterior a su vencimiento, reintegrando el precio más un premio. Esta operación permite obtener un rendimiento por excedentes de tesorería en periodos breves.

**SENTRA:** Sistema Electrónico de Negociación, Transacción, Registro y Asignación. Cuenta con dos versiones: Títulos de Deuda y Capitales.

**Series Accionarias:** clases de acciones emitidas por una misma empresa (A,B,C, L u O)

**Sociedades de inversión:** Sociedades Anónimas constituidas con el objeto de adquirir valores y documentos seleccionados de acuerdo al criterio de diversificación de riesgos, con recursos provenientes de la colocación de las acciones representativas de su capital social entre el público inversionista.

**Warrant:** Títulos opcionales de compra o de venta emitidos por intermediarios bursátiles o empresas. A cambio del pago de una prima, el tenedor adquiere el derecho opcional de comprar o vender al emisor un determinado número de valores a los que se encuentran referidos, a un precio de ejercicio y dentro de un plazo estipulado en el documento.

**ADR:** Recibos emitidos por un banco autorizado, que amparan el depósito de acciones de emisoras mexicanas, facultadas por la CNBV para cotizar en mercados foráneos.

**Calificadoras de valores:** Instituciones independientes que dictaminan las emisiones de instrumentos representativos de deuda, para establecer el grado de riesgo que dicho instrumento representa para el inversionista. Evalúan la certeza de pago oportuno del principal e intereses y constatan la existencia legal de la emisora, a la vez que ponderan su situación financiera.

**Casas de Bolsa:** Intermediarios autorizados para realizar intermediación en el mercado bursátil. Se ocupan de las siguientes funciones: realizar operaciones de compraventa de valores; brindar asesoría a las empresas en la colocación de valores y a los inversionistas en la constitución de sus carteras; recibir fondos por

concepto de operaciones con valores, y realizar transacciones con valores a través de los sistemas electrónicos de la BMV, por medio de sus operadores.<sup>30</sup>

## **2.- Mecanismos de Fondeo en el Mercado de Capitales**

El comportamiento sectorial del IPC, después de 1994 mostró un comportamiento irregular, observándose que los sectores asociados a las industrias de tecnología de punta fueron las que mostraron un mayor crecimiento acumulado durante el periodo de 1995 al año 2001.

En este sentido destaca el sector de Comunicaciones y Transportes que durante ese periodo creció en términos acumulados a 322.1%, tal como se observa en la gráfica siguiente:

Como se puede desprender del gráfico 6, los movimientos en el IPC general de la bolsa de valores de México mantiene un comportamiento muy simétrico respecto a las variaciones que registra el sector de comunicaciones y transportes, lo cual se puede explicar en parte por el fuerte proceso de concentración e importancia que tienen algunas emisoras que pertenecen a este sector. Destaca en este caso TELMEX, que es una de las empresas que poseen mayor bursatilidad, lo que implica que los cambios en las cotizaciones de esta emisora se reflejan inmediatamente en los cambios del índice global de precios y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores.

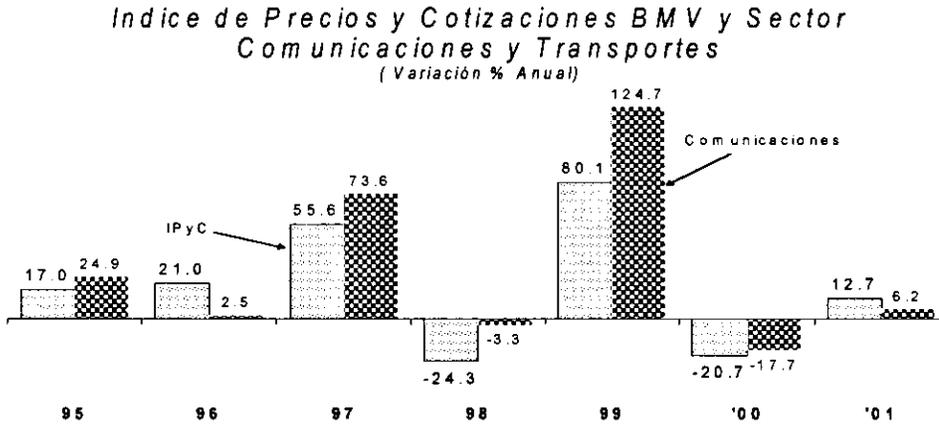
Es decir, el comportamiento sectorial de la bolsa de valores después de 1994 ha mostrado un comportamiento irregular, influido principalmente por la

---

<sup>30</sup> / Para una mayor información, consultar el Reglamento Interior de la BMV, Sección segunda, apartados sobre tipo de operaciones y registro a través del sistema SENTRA (Sistema Electrónico de Negociación,

concentración del mercado en unas cuantas emisoras que se encuentran asociadas a los sectores comercial, comunicaciones, bancario y de la industria de la transformación.

Gráfica No. 8



Fuente: Elaborado con Base a datos del Informe Anual de Banco de México 2001, p. 184

Es importante destacar que también la evolución favorable del sector de comunicaciones, se encuentra asociado a que son empresas que se caracterizan por ser de alta tecnología y competitivas internacionalmente que les permite que sus rendimientos esperados tiendan a ser mayores, lo cual las hace más atractivas para los inversionistas nacionales y extranjeras ya que, por ejemplo, en el caso de TELMEX, tiene una fuerte colocación de Certificados de Depósito Americanos (ADR's), en el mercado de Nueva York y a su vez representa poco más del 15.0% del valor de las transacciones que son operadas en la bolsa de valores anualmente.

En orden de importancia le siguen los Sectores de Comercio y de Servicios (principalmente emisoras bancarias), que durante el periodo de 1995 al 2001, obtuvieron rendimientos acumulados de 162.6% y 135.6%, respectivamente. Lo anterior confirma que para el caso de México los sectores que están vinculados al comercio y al sector bancario son los que mejores resultados han ofrecido en los últimos siete años en la bolsa de valores.

Sin embargo, las industrias que registran un crecimiento menor al del índice general de precios y cotizaciones de la Bolsa de Valores de México, durante el periodo de referencia, son la Industria de la Transformación y de la Construcción que mostraron tasas acumuladas de 72.3% y 57.4%, en cada caso, situación que se explica principalmente por que ambos tipos de industria se encuentran en gran medida asociadas al comportamiento de la demanda interna, lo cual las hace muy vulnerables a los movimientos globales del Producto Interno Bruto de la economía. Destaca, por ejemplo, el caso de las manufacturas que durante 1991 disminuyeron sus precios en -9.6%, que se asocia a la evolución del PIB que durante ese mismo año cayó en 0.3%, en términos reales.

Por su parte en el caso de la Industria Extractiva su índice de precios cayó en todo el periodo en -31.6%, debido en parte a que básicamente este sector se encuentra integrado por tres emisoras, que su actividad económica se orienta principalmente a la minería y al hecho de que la Compañía Minera Autlán, que es una de las principales emisoras que integran esta industria, registró bajas en sus cotizaciones a partir de 1995, al pasar el precio de sus acciones de 7.60 pesos en 1995 a un nivel de 3.90 pesos durante 1998, situación que explica principalmente la evolución negativa de esta industria durante el periodo de análisis.

De lo anterior, podemos señalar que en efecto la atomización que presenta la bolsa de valores después de 1995 y que ha dado lugar a un alto grado de concentración en las emisoras más bursátiles han dado lugar un comportamiento muy errático en donde las emisoras ligadas al comercio internacional y al desarrollo tecnológico han obtenido los mejores rendimientos sectoriales de la Bolsa de Valores de México, después de 1995.

### **3.- Financiamiento Sectorial mediante la Bolsa Mexicana de Valores**

Es realmente importante el alto grado de concentración de la Bolsa de Valores de México, con relación a las emisoras con mayor bursatilidad, ya que estas se encuentran asociadas a sectores de comercio, comunicaciones y algunas empresas de la industria de la transformación. Por ejemplo, de acuerdo a las cifras del Anuario Estadístico de la Bolsa de Valores del año 2000, doce emisoras realizaron operaciones en dólares por un valor de cerca de poco más de 20 mil millones de dólares lo que representa más del 60.0% del valor operado en la BMV durante el año 2000, lo cual se aprecia en la siguiente tabla No. 1.

Por tanto, destaca el hecho de que tan sólo doce emisoras de 195 registradas en el mercado son las que aportan más de dos terceras partes en la operación de la BMV, es decir que el marco de opciones de compra o venta de valores en nuestro país es sumamente reducido y concentrado, razón por la cual podemos suponer que realmente los movimientos en el IPyC del mercado total de capitales en México se ve ampliamente influenciado por sólo doce emisoras en todo el mercado.

Solo por citar un ejemplo, la emisora más importante que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores, que en este caso la referimos a la empresa Teléfonos de

México, registra un importante volumen operado tanto en número de acciones como en valor, así esta emisora a partir de 1995 hasta el año 2000 (de acuerdo a cifras del anuario bursátil de 2000 de la BMV), ha mantenido un promedio de valor operado que fluctúa entre los 45 a 50 mil millones de pesos en cada año lo que evidencia la importancia de esta emisora en el total del mercado de valores en México.

Cuadro No. 5

Emisoras con Mayor Valor de Operación en el año 2000  
(Flujos en Millones de Dólares por Emisora)

Emisora	Importe en Millones de dólares
TELMEX L	4,887.35
FEMSA	1,804.50
EMPREX	1,626.00
CEMEX	1,624.25
BANACCI	1,439.27
CEMEX B	1,422.55
GCARSO	1,408.56
ALFA	1,363.84
CIFRA	1,291.33
KIMBER	1,221.97
CIFRA C	1,062.00
GFB	1,013.00
Subtotal	20,164.61
Participación % en el Mercado	66.19

Fuente: Anuario Bursátil 2000, Ed. BMV.

Es decir, que una sola emisora es capaz de poder influir en poco más del 20.0% al IPyC de la BMV actualmente, lo que demuestra el fuerte potencial de esta emisora en el mercado y el por qué en la actualidad es una de las más preferidas, incluso por inversionistas extranjeros, a pesar de que se ha incrementado la competencia en el sector telefónico en nuestro país.

Por tanto, puedo afirmar que en el mercado de capitales de nuestro país, además de poseer un mercado concentrado, no resulta difícil elegir las emisoras más rentables en el mercado y con mayor rendimiento para integrar una cartera de inversión en México, lo que hace que las técnicas de análisis de riesgo como la de Marcowist, sean consideradas sólo como referencia debido a la fuerte concentración del mercado.

Asimismo, podemos señalar también que en general se puede observar que la evolución de los precios de las emisoras se encuentran ligadas a la evolución del PIB de la economía, por lo que no podemos olvidar que en última instancia una de las lecciones de Marcowist, es que el mayor riesgo que prevalece en los mercados financieros emergentes es el *Riesgo Sistémico*.

#### **4.- Perspectivas del Financiamiento por parte del Mercado de Capitales**

Si bien es cierto, como ya analizamos desde el punto uno del presente capítulo la inversión tanto nacional como extranjera buscará siempre reducir su riesgo y maximizar su rendimiento, de hecho este ha sido uno de los parámetros que ha tenido el principio de la globalización de los mercados financieros y de los flujos de capital a nivel internacional.

Incluso en este punto, podemos señalar que a diferencia de lo que sucede en los mercados financieros desarrollados, en donde efectivamente si opera una bursatilización importante de gran cantidad de emisoras debido a que casi todas ellas cuentan con estructuras financieras y productivas similares a nivel mundial, en el mercado mexicano, la alta concentración que existe en cuanto a la bursatilidad por parte de las empresas en donde sólo unas cuantas emisoras de las 316 que existen actualmente, son las que cuentan con estructuras financieras

sólidas que las hacen atractivas para los inversionistas, son las que presentan movimientos importantes, con lo cual resulta relativamente fácil determinar que acciones son las más convenientes para ser integradas en una cartera de inversión y por consecuencia reducir el riesgo.

Es decir, no necesariamente tenemos que desarrollar el Modelo Marcowitz, por ejemplo, para conocer qué acciones del mercado de valores en México registran una correlación negativa respecto a la tasa libre de riesgo del mercado, que en nuestro caso serían los Cetes a 28 días.

El principal riesgo que existe en los mercados emergentes, desde mi punto de vista y por consecuencia para México, es el que se refiere al llamado “Riesgo Sistémico” o sea aquél que está relacionado con el entorno macroeconómico ya que como pudimos observar, las inversiones en el mercado de capitales en México fluyen en función a las condiciones de estabilidad de la economía.

Lo anterior significa, que el riesgo en el Mercado de Valores de México es proporcional y existe una correlación positiva de acuerdo al Riesgo Sistémico, en el sentido de que en situaciones de inestabilidad macroeconómica las inversiones tienden a alejarse del mercado de capitales, en tanto en situación de estabilidad, como lo es del tipo de cambio, tasas de interés, tipo de cambio, inflación y finanzas públicas, las inversiones fluyen rápidamente hacia el mercado de capitales, tal como sucedió al inicio de la década de los noventa, fecha en que el IPyC de la Bolsa Mexicana de Valores, experimentó un crecimiento rápido como ya lo pudimos observar anteriormente.

Por otra parte, un factor adicional de riesgo de los mercados emergentes es el que está ligado a los procesos de contagio de los mercados financieros de otras economías que mantienen características semejantes a la nuestra, es decir,

hablamos de los llamados mercados emergentes, en donde los procesos de transmisión de las crisis de los sistemas financieros son rápidas, como fue el caso del sudeste asiático.

El mecanismo de transmisión de riesgo sistémico, entre las economías emergentes, se produce siempre y cuando se dé en el ámbito del propio mercado financiero, ya que de no operar así el mecanismo de transmisión se diluye como fue el caso reciente de Argentina a finales de 2001 y principios de 2002, en donde se desestabiliza la economía, como resultado del exceso en el déficit financiero del sector público, que manda señales de riesgo al mercado y por consecuencia a los agentes económicos que en principio inician la salida de capitales, pero, si observamos, la crisis de la economía Argentina no se transmitió hacia otros mercados emergentes del Continente Americano. La razón estriba justamente a que el inicio de los desajustes no opera a partir del mercado financiero sino de las finanzas públicas, lo que permite a los agentes económicos recomponer sus carteras de inversión para ser colocadas en mercados más seguros.

De hecho, parte de este proceso se ha producido en lo que va de 2002 en donde por ejemplo, algunos capitales que estaban en el mercado financiero Argentino, se han refugiado en el mercado financiero mexicano. Un ejemplo fue el caso del cierre de sucursales del Banco Bilbao Viscaya, que decidió transferir sus inversiones hacia México, lo cual ha permitido un incremento tanto en la inversión extranjera de cartera en el mercado de capitales durante los primeros tres meses de 2002 y que a la vez han permitido, incluso, una mayor certidumbre cambiaria en México.

De ahí, establezco que uno de los mayores riesgos en los mercados financieros emergentes sea justamente el Riesgo Sistémico, asociado a las condiciones macroeconómicas del país.

Por tanto, el Riesgo no Sistémico que está asociado más a las condiciones de las empresas en particular, es decir a cada una de las empresas emisoras en el Mercado de Valores de México, es débil, dado que ya en si mismo los requisitos de ingreso al mercado de valores son amplios, lo que reduce el número de empresas que cotizan en la bolsa, haciendo que el riesgo no sistémico tienda a ser menor, al menos para el caso de México.

En este mismo sentido, ante un mercado altamente atomizado en donde un número relativamente pequeño de acciones son las más bursátiles, es evidente que nos encontramos ante un mercado en donde se facilita la inversión especulativa, razón por la cual podemos entender el por qué en los últimos años no se han producido emisiones primarias importantes que realmente estimulen el financiamiento al sector real de la economía, por el contrario lo que observamos es que la mayor parte de las operaciones del mercado de valores se realizan a partir de operaciones en el mercado secundario en donde los recursos no tienen como destino final a las empresas, sino a los inversionistas de la bolsa.

De esta forma coincido con el siguiente planteamiento con relación al mercado de valores; “Si el mercado de valores llega a cumplir de manera más eficaz su papel de mercado de capitales, será a partir de brindar apoyo a un número muy limitado de grandes empresas, mientras que para las pequeñas y medianas no existe una propuesta factible para lograr que aquél se convierta en una alternativa de financiamiento.

Es evidente que la política macroeconómica de ajuste y estabilidad permitió y estimuló el “retorno” de México a los mercados internacionales de capitales, que se inicia de manera acelerada en 1989, los cuales se constituyeron en el corto plazo en un mecanismo de compensación y estabilidad del sector externo, dado que permitieron mantener casi fijo el tipo de cambio.....

Es evidente que determinados flujos de capitales externos son más deseables que otros, tal es el caso de la IED y quizás algunos bonos e inversiones en cartera; sin embargo, los que entraron a finales de la década de los ochenta y principios de los noventa, en una gran proporción estaban compuestos por flujos de corto plazo, que se caracterizan por buscar los más altos rendimientos en los mercados de capitales internacionales. De ahí que se hayan colocado en el mercado de dinero, donde las tasas de interés eran más altas que las de Estados Unidos, escogiendo prioritariamente un instrumento de financiamiento del sector público, los Cetes. Con ello se configuró en México un mercado de capitales emergente, casi perfecto: alta rentabilidad y bajo riesgo para los inversionistas extranjeros.”

31

Lo que ha sucedido en el caso de México, es que la política monetaria ha permitido y favorecido que el mercado de valores se mantenga concentrado y sea objeto de especulación tanto por inversionistas nacionales como extranjeros.

Por su parte, en materia de riesgo podemos afirmar que si consideramos la “Hipótesis de los Mercados Eficientes”, que de acuerdo a la teoría del riesgo permite que se reduzca éste, dado que los diferentes agentes participantes en el mercado de valores poseen la misma información y que por tanto es el mercado el que regula y determina libremente los niveles de oferta y demanda de valores

---

<sup>31</sup> / López González Teresa, Op. Cit. p.p. 157 y 158

en nuestro mercado, resulta difícil de creer o bien estar de acuerdo con esta hipótesis.

Lo anterior lo basamos, en que en algunos casos se ha podido comprobar que no todos los agentes participantes en el mercado de valores poseen la misma información, ya que como sucedió en el caso de la devaluación de diciembre de 1994, hubo algunos inversionistas que ya conocían la determinación de la devaluación del peso en México, por tanto, se adelantaron a esta medida con lo cual se vieron favorecidos en detrimento de muchos.

Finalmente, podemos señalar que considerando que la Hipótesis de Mercados Eficientes no se cumple en el caso de México, es evidente que estamos frente a un mercado de capitales imperfecto y poco capaz de lograr un desarrollo más amplio y poder cumplir con su papel de intermediario de recursos para apoyar el financiamiento del sector industrial de nuestro país.

Esto nos permite entender en parte, el porqué la industria automotriz no ha ingresado al mercado de capital nacional y por tanto no permite diversificar su capital social entre los potenciales socios mexicanos, ya que mantienen su control y sólo se financian a través de sus matrices en sus países de origen.

## **Capítulo V.- Instrumentos de Financiamiento a Través del Mercado Internacional.**

Finalmente, en este último capítulo de la investigación abordamos el estudio sobre la importancia que durante el periodo de 1990 al año 2000 ha tenido la inversión extranjera tanto directa como de cartera en el financiamiento del sector industrial de México.

Haciendo énfasis, en el papel de la inversión extranjera directa en el financiamiento, que como observaremos esta tiende a colocarse en las ramas más dinámicas del sector industrial orientadas a las exportaciones, y no necesariamente a las ramas productoras de bienes de capital e intermedios que requiere el sector industrial de nuestro país a fin de ser menos dependiente de las importaciones de otros países.

Asimismo, se analizarán que empresas han empezado a colocar derivados o instrumentos de financiamiento en el mercado internacional a fin de proveerse recursos externos a un menor costo que les permita aumentar sus niveles de producción para ser competitivos en el mercado internacional. Y finalmente destacaremos que en los últimos años la inversión extranjera directa se ha orientado no al aumento de la capacidad instalada de nuestro país sino a la compra de industrias que ya operaban, destacándose las de origen del sector público y más recientemente inversiones en el sector eléctrico y con miras a incursionar en la exploración y explotación del petróleo que a la fecha sin embargo, aun se encuentra en discusión su legislación.

## **1.- Importancia del Financiamiento Externo hacia el Sector Industrial**

Siendo la tendencia de liberalización en el movimiento de capitales y la desregulación de los mercados financieros, a partir de 1989 se inició la estrategia de modernización y desregulación en el Sistema Financiero Mexicano (SFM). En términos normativos esta etapa ha constituido de una reforma global al marco jurídico que rige la operación y funcionamiento del SFM y que consta de las siguientes adecuaciones normativas:

1. La reprivatización bancaria y el cambio en el régimen de la prestación del servicio público de banca y crédito.
2. La modificación a la ley de Mercado de Valores y promulgación de la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras.
3. El establecimiento del programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1990-1994.
4. Apartado correspondiente a la prestación de Servicios Financieros en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte.
5. El parque de Reforma financieras (julio de 1993).
6. La nueva ley de Inversiones Extranjeras ( 27-11-1993 ).
7. Las reglas para el establecimiento de Filiales de Instituciones Financieras del Exterior ( 21-11-93 y 21-04-94).

Con las anteriores iniciativas se ha ido cubriendo el proceso de modernización y desregulación del SFM. Este se puede estudiar en tres etapas:

- a. Reprivatización bancaria y liberalización de operaciones financieras.
- b. La internacionalización de las actividades bancarias y bursátiles.
- c. Creación de nuevos intermediarios. Figuras e instrumentos institucionales.

a) Reprivatización bancaria y liberalización de operaciones financieras

Esta etapa se inició con la privatización bancaria y la modificación al régimen de prestación del servicio público de banca y crédito. Esto permitió una estricta diferenciación entre el campo de participación financiera del sector público y del sector privado, en lo consecutivo el estado dejaría de participar en actividades de banca comercial y concentraría sus actividades en la banca de desarrollo.

En cuanto a la liberación de actividades, en esta etapa, se eliminaron los controles sobre las tasas de interés, se permitió a las instituciones bancarias fijar de manera libre las tasas y los plazos en sus operaciones activas y pasivas, se desreguló la actividad de los comisionistas, eliminaron los requerimientos de reserva estos se sustituyeron por un coeficiente de liquidez, el cual también fue eliminado, se liberó el régimen de inversión para que las sociedades de inversión pudieran fijar libremente sus políticas de diversificación de activos, se eliminaron las reservas de fluctuación de valores y se dotó de autonomía al banco de México.

Con tales medidas, y en concordancia con la estrategia de ajuste del gasto público (la estructura del financiamiento del gobierno federal ha sido el crecimiento y la diversificación del mercado de deuda pública), se ha buscado promover la capitalización e integración del sistema financiero mexicano. El objetivo es, según el gobierno, preparar a las instituciones financieras privadas para la competencia internacional.

b) La internacionalización de las actividades bancarias y bursátiles.

La apertura se inició con la Ley de Instituciones de Crédito de 1990, apareció en el Diario Oficial,<sup>32</sup> donde se estableció que en la “serie C” de capital social de las instituciones de banca múltiple podrían participar “personas físicas o morales extranjeras que no tengan el carácter de gobiernos o dependencias oficiales” y podría ser hasta del 30 por ciento del capital de la institución.

Para complementar lo anterior, se flexibilizó la normatividad relacionada con la operación de valores extranjeros, se estableció el Sistema Internacional de Cotizaciones para que los valores extranjeros pudieran ser intermediarios en el territorio nacional. Esto vino a apoyar la oferta pública de valores en el territorio nacional, independientemente de la nacionalidad del emisor. Inclusive se autorizó a las casas de bolsa para que realizaran libremente sus operaciones en el mercado internacional y se hicieron extensivos a los valores extranjeros, los servicios que prestan los Institutos para el Depósito de valores

Es evidente que las medidas antes descritas son consistentes con el objetivo de atraer inversión extranjera, sin embargo, las deficiencias del mercado de valores, en su condición de estar funcionando básicamente como un mercado especulativo, con una marca característica a la volatilidad.

“En los últimos dos meses, alrededor de 10 mil millones de dólares han salido de los mercados financieros del país, y las reservas internacionales han disminuido en esta misma cantidad para ubicarse actualmente en 19 mil millones de dólares”.<sup>33</sup>

De los capitales ahí negociados, muestran la fragilidad de la economía en su conjunto y la carencia de una política de desarrollo integral, en la cual no sólo se

---

<sup>32</sup> / Diario Oficial de la Federación, México 18 de julio de 1990, p.4.

<sup>33</sup> / Periódico “El Financiero”, México, 25 de abril de 1994.

contemplan los aspectos relacionados con la modernización del sector financiero sino también, y de manera fundamental, con la necesidad de articular una estrategia de desarrollo acelerado en el sector industrial.

Por otra parte, en el capítulo XVI sobre Servicios Financieros del TLC para América del Norte se especificaron de manera puntual los tiempos para la apertura del mercado financiero nacional y las características de la misma. Quedo establecido que la participación extranjera se daría a través de la figura de filiales y que en ciertas actividades financieras la apertura sería inmediata y en otras gradual. En el primer caso quedaron comprendidas, entre otras, las actividades de instituciones de finanzas, uniones de crédito, sociedades de ahorro y especialistas bursátiles; en el segundo, las operaciones de empresas de factoraje, arrendadoras, casa de cambio y casa de bolsa, por mencionar algunas.

Es decir, se acordó que la apertura tendría que darse durante un periodo de transición de seis años, del 1° de enero de 1994 hasta el 31 de diciembre de 1999.

A pesar de que en el TLC se había establecido los tiempos de apertura, a finales de 1993 se publicaron una serie de reglas tendientes a acelerar el proceso de apertura, de los servicios financieros como son: las Modificaciones a la Ley de Instituciones de Crédito, Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito y Ley para Regular las Agrupaciones Financieras,<sup>34</sup> y la Nueva Ley de Inversiones Extranjeras.<sup>35</sup>

Esto ha reducido sensiblemente el margen que tenía los intermediarios financieros nacionales para reestructuras. En adelante lo que les queda es acelerar la búsqueda de medios que les permitan permanecer en el mercado.

---

<sup>34</sup> / 16 Publicadas el 23 de diciembre de 1993 en Diario Oficial de la Federación.

<sup>35</sup> / Publicada en 27 de diciembre de 1994 en el Diario Oficial de la Federación.

### c) Creación de Nuevos Intermediarios. Figuras e Instrumentos Institucionales

En esta etapa, las autoridades se han dado a la tarea tanto de fomentar el surgimiento de nuevos intermediarios como impulsar la consolidación de cierto tipo de operaciones financieras.

Así entre junio y septiembre de 1993 se aprobaron los paquetes para la operación de nueve instituciones bancarias: Banco Capital, S.A., Banco de la Industria, S.A. Banco Interestatal, S.A., Banco del Sureste, S.A., Banco Inbursa, S.A., Banca Quadrum, S.A. y Banca Mifel. En general, el objetivo de estas instituciones es satisfacer las necesidades financieras del sector de las micro, pequeñas y medianas empresas y como van a cubrir zonas del país bastante identificadas el esquema de bancos de carácter regional se ve fortalecido.

Dentro del esquema de modernización financiera quedó comprendida además de la diferenciación entre la actividad financiera del sector público y del sector privado, la liberalización del régimen de intermediación, sobre la base de las modificaciones al encaje legal, la libre determinación de las tasas pasivas y la apertura del mercado financiero nacional a la inversión extranjera. Este proceso se inicia en momentos en los que la integración de los mercados profundizan la competencia en los sistemas financieros.

En este contexto se inició la apertura en el mercado financiero doméstico. En un principio las instituciones financieras del exterior presentaron los planes para atender áreas de mercado tales como banca corporativa, financiamiento al comercio exterior, mercado de cambio y derivados, banca electrónica, financiamiento e infraestructura en comunicaciones e ingeniería financiera. Sin embargo, en la medida que ha aumentado el número de solicitudes, también ha aumentado la diversificación de áreas de mercado que atenderán. Así algunas

empresas financieras del exterior atenderán las áreas de vivienda, adquisición de maquinaria y equipo, y financiamiento de bienes y consumo duradero, por mencionar algunos.

Uno de los cambios más importantes en cuanto a la apertura del mercado financiero es que no sólo vendrán intermediarios financieros aislados, sino que en muchos casos vendrán bajo la figura de grandes "Holdings Financieros". De tal forma que a partir de su carácter de grupos financieros podrán prestar servicios de manera integral, y cubrirán áreas de arrendamiento financiero, de Factoraje, de asesoría en inversiones, etc. Inclusive presentaron solicitudes para empezar a operar en el territorio nacional importantes corredurías como Merrill Lynch, Bear Stearns y Morgan Stanley.

La mayoría de estas compañías financieras están colocadas en alguno de los primeros sitios en el ámbito internacional, por ejemplo, el Chase Manhattan en 1993 reportó activos por un valor de 101,103.0 millones de dólares y sus ganancias fueron de 996.0 millones de dólares, en tanto que el Royal Bank of Canadá obtuvo en los mismos rubros, 124,766.3 y 234.2 millones de dólares respectivamente.

Aunque en su primer momento las áreas de mercado que iban a atender los intermediarios financieros del exterior eran exclusivamente, en su mayoría, de tipo corporativo o de asesoría a las instituciones financieras nacionales, el Citybank, el Banco de Santander y American Express empezarán también a operar en el mercado de menudeo.

Es evidente que aunque la intención original del gobierno mexicano era garantizar a los intermediarios nacionales un periodo de tiempo en el cual pudieran fortalecer su estructura operativa y de capital, la presión del capital

externo para participar en el sistema financiero y la necesidad de incrementar flujo de recursos al país, para acelerar la tasa de crecimiento, y, por ende aumentar los niveles de empleo generó que se diera marcha atrás en ese propósito. Así, los tiempos de apertura han tenido que acortarse.

Los principios rectores de la privatización de la banca comercial en México, se basaban en el concepto de Banca Universal, es decir que bajo un solo techo o una misma institución bancaria se podrían realizar todo tipo de operaciones como son las de depósito, ahorro, inversión, compra de valores públicos, inversiones en acciones, arrendadora y factoraje entre otros.

Dicho concepto se basaba en los acuerdos de Basilea, en donde se establecía que la modernización del sistema financiero a nivel mundial debía de darse a partir de la integración de los diferentes servicios financieros para ofrecer una mejor atención a sus clientes en este sentido para México se toma este lineamiento, pero sin embargo, se olvidó de los requerimientos de regulación que la nueva Banca Comercial y por consecuencia de los Grupos Financieros que se empiezan a crear a partir de la desregulación del sistema financiero al inicio de la década de los noventa quedaron de lado, dejando la legislación y regulación bancaria varios aspectos que no fueron preconizados como son por ejemplo el análisis de riesgo de crédito, niveles de capitalización acorde con los estándares internacionales, procesos de desarrollo tecnológico para reducir costos y por consecuencia ofrecer créditos acorde a los costos y reducir los diferenciales existentes entre las tasas pasivas y activas.

Estos aspectos, redundaron en que varios Grupos Financieros a raíz de la crisis financiera iniciada con la devaluación de diciembre de 1994. Debido a esto entraran en severas dificultades, destacando el hecho del aumento de sus carteras vencidas y problemas de capitalización que ponían en serias dificultades la

estabilidad del sistema financiero nacional que llevo a que el Gobierno Mexicano se viera en la necesidad de llevar a cabo el rescate del sistema financiero, mediante la adquisición de la cartera vencida a través del Fondo de Protección para el Ahorro (FOBAPROA).

Como ya se menciona los grupos financieros, incurrieron en serios errores como fue el caso de promover el crédito sin establecer políticas de riesgo que les permitiera establecer una cartera crediticia sana con menores riesgos de morosidad. Otro de los elementos en donde se detectaron problemas serios fue en el caso del desarrollo tecnológico y la expansión de los negocios de sus filiales como las casas de bolsa, arrendadores, factoraje, etc., en este sentido era la banca comercial la que aportaba la mayor parte de la rentabilidad del grupo financiero con lo que difícilmente se podrían reducir los márgenes financieros de intermediación bancaria, lo cual elevó sensiblemente su costo de captación y por consecuencia el alza en el costo de la tasa de interés activa que se cobraba a los clientes de los grupos financieros.

Lo anterior puso en evidencia el escaso desarrollo del sistema financiero nacional en especial de los grupos financieros y sobre todo en la diversificación de los negocios de estos, lo que implicó la intervención por parte del gobierno federal en varios grupos financieros con el objeto de sanearlos y proteger a sus clientes y de esta forma evitar un riesgo sistémico mayor. Asimismo, en algunos casos el saneamiento financiero permitió que algunas instituciones financieras fueran puestas a la venta o fusión una vez saneadas.

Sin embargo, como todos sabemos el costo fue muy alto sobre todo para la sociedad mexicana que tendrá que asumir los costos del rescate financiero llevado a cabo por el gobierno federal durante 1995.

Bajo esta perspectiva se ha observado que sólo los grupos financieros más fuertes pudieron hacer frente a la crisis financiera con lo cual se inicia en México un fuerte proceso de concentración de la banca comercial pero más que ello es importante destacar que se observó que los grandes grupos financieros tenían altos costos de operación, con lo cual se ha observado que más bien es la banca comercial especializada la que ha permitido sacar a flote el funcionamiento de estos grupos.

Es decir que, después de la crisis financiera de 1995 fundamentalmente ha sido la banca comercial especializada y en particular la perteneciente a los grandes grupos financieros es la que ha sacado de la crisis al sistema financiero mexicano. En particular podemos observar como después de la crisis financiera es la banca comercial especializada la que ha obtenido fuertes cantidades de dinero por concepto de intereses de los pagarés por parte del gobierno federal, que en algunos casos supera en más del doble las utilidades obtenidas por la operación de intermediación bancaria situación que produjo que los créditos y el financiamiento otorgado por la banca comercial al sector privado se redujera de manera importante después de 1995 y que se espera que esta situación pueda modificarse a partir del año 2001.

Finalmente es importante destacar que en la actualidad ha sido la banca comercial especializada la que en mayor medida ha establecido nuevos instrumentos de captación y de inversión a fin de darle una mayor diversificación de sus negocios, siendo esta la más importante para lograr mejores de rentabilidad, lo que nos permite suponer que estamos regresando a la década de los setenta en donde la banca comercial especializada era el eje principal del funcionamiento del sistema financiero nacional.

De esta forma pese al proceso de desregulación del sistema financiero y de la globalización lo que se ha observado es por una parte un fuerte proceso de concentración de la banca comercial y por otra parte el resurgimiento de la banca comercial especializada, lo cual se puede explicar en parte por el escaso desarrollo que actualmente posee el sistema financiero nacional pese a todas las reformas emprendidas a partir de la aplicación del modelo neoliberal en México.

Desde la modificación de la ley de inversiones extranjeras en México, lo que se intenta es otorgar mayores facilidades para la entrada de capitales externos, aprovechando el proceso de globalización del sistema financiero mexicano y de esta forma compensar la deficiencia estructural de ahorro interno que presenta la economía mexicana y que la limita para lograr un verdadero proceso de crecimiento autosostenido de largo plazo que ha sido uno de los objetivos principales desde la década de los sesenta y que incluso es parte de la estrategia del nuevo gobierno del Presidente Fox.

Sin embargo se observa que desde principios de la década de los noventa una importante entrada de capitales, principalmente de inversión extranjera tanto de cartera como directa que se reflejó en un importante superávit de la cuenta de capitales y que permitió justamente poder financiar el déficit de la cuenta corriente y por otra parte elevar los niveles de los activos internacionales de nuestro país.

El fortalecimiento del sistema financiero en México durante el periodo de 1990 a 1994, obedeció en buena medida a las fuertes entradas de capitales externos permitieron dinamizarlo y contribuir al proceso de crecimiento de nuestra economía durante este periodo, debemos reconocer en parte que en este proceso jugó un papel importante la estabilidad del tipo de cambio y la reducción del proceso inflacionario.

En este sentido los flujos de inversión extranjera se convirtieron rápidamente en un importante motor del crecimiento de la economía nacional y estímulo a para el desarrollo del sistema financiero, que en principio empezó a fluir como inversionista o socio de algunos de los grupos financieros nacionales y actualmente se ha convertido en copropietario de dos de los grupos financieros más importantes de México.

Las mejores expectativas que se crearon a raíz de la desregulación del sistema financiero mexicano motivaron ampliamente las entradas de capital externo que vieron en México a un país con expectativas favorables para lograr mayores rendimientos de capital y de esta forma apoyados en las condiciones macroeconómicas de estabilidad fluyeron de manera acelerada hacia la economía de nuestro país.

Sin embargo la interacción cada vez más estrecha de los sistemas financieros emergentes dieron lugar también a una transmisión más rápida de los efectos de las entradas y salidas de capital sobre las tasas de interés y del tipo de cambio en las economías emergentes con lo que en parte las dificultades que se presentaron en diciembre de 1994, en México motivó una retracción de la entrada de capitales a nuestro país, por tanto se puede derivar una primera conclusión es que una de las condiciones para garantizar la permanencia de capitales hacia las economías emergentes se requiere de condiciones macroeconómicas propicias para garantizar expectativas positivas a la inversión extranjera, destacando entre otras la estabilidad cambiaria, disciplina fiscal y un proceso de reducción inflacionario.

## **2.- Emisión de Instrumentos de Financiamiento en el Mercado Internacional**

Pese a la apertura del sector financiero iniciada desde principios de la década de los noventa, el acceso al financiamiento internacional por parte de las empresas mexicanas, parece encontrarse aún muy limitado debido sobre todo a las fuertes restricciones que exigen los inversionistas internacionales en términos de la capacidad de solvencia y rendimientos de las empresas mexicanas que pretenden colocar valores en los mercados internacionales, principalmente a través de los llamados American Deposit Recips (ADR's), que son los que en mayor medida se han promovido por parte de las empresas nacionales.

De esta forma si observamos las cifras más recientes de colocación de valores internacionales, encontramos que justamente son los ADR's, son los que han encontrado mayor aceptación en el mercado norteamericano<sup>36</sup>. Sin embargo, son sólo un pequeño grupo de empresas las que han tenido éxito en la colocación de estos valores, destacan por ejemplo, Televisa, televisión Azteca, Telmex, Kimberly Clark, Maseca, Herdez principalmente.

Es evidente, que gran parte de estas empresas se encuentran en el sector servicios de la economía mexicana o bien son empresas cuyo mercado también se encuentra en los Estados Unidos de América, como lo es el grupo Herdez que exporta buena parte de su producción hacia este país, asimismo, otra parte de las empresas como son el el Grupo CEMEX y Vitro, se orientan al sector de la construcción el cual esta siendo dinamizado actualmente.

---

<sup>36</sup> / Los ADR's, pueden ser clasificados como un instrumento financiero derivado, debido a que su valor depende de las fluctuaciones de las acciones de las empresas tienen en la Bolsa Mexicana de Valores, a lo cual se le conoce como valor subyacente, por tanto, son las fuertes empresas las que pueden colocar este tipo de instrumentos en el mercado internacional, para captar recursos en dólares.

Pero como se puede observar son mínimas las empresas del sector industrial las que participan en el mercado internacional de valores, lo cual hace que este mercado sea muy selectivo para la industria nacional y sean solo las grades empresas que orientan buena parte de su producción al mercado internacional las que puedan tener acceso a este tipo de mercado.

Por tanto, podemos afirmar que aún en el año 2003 el mercado internacional para la colocación de valores de empresas es muy limitado y sólo es accesible para un reducido número de empresas, lo cual ha implicado que gran parte de la industria nacional se vea obligada a recurrir al financiamiento que le proporciona básicamente el sector formal del crédito, es decir, nos referimos al crédito que pueden obtener a través de la banca comercial en México, la cual impone un mayor costo en el otorgamiento del financiamiento a la industria, lo cual dada la limitación de acceso al mercado internacional la hacen presa fácil de la banca trasnacionalizada en nuestro país.

### **3.- Limitaciones y Ventajas de Financiamiento del Mercado Internacional**

El proceso de globalización del sistema financiero mexicano, que ocurre a partir de la década de los noventa implicó un proceso de concentración y de penetración del capital financiero internacional dentro de la banca mexicana.

Desde el origen de la banca mexicana a finales del siglo XIX, a evolucionado hasta llegar a la creación de los Grupos Financieros en la década de los noventa, basándose principalmente en lograr una mayor participación en el mercado, con base en ofrecer una mayor gama de servicios bancarios, pero aprovechándose de altos márgenes financieros de intermediación lo cual limitó fuertemente su capacidad de modernización y de competencia internacional, situación que la

obligó una vez permitida la entrada de la banca extranjera a búsqueda de alianzas estratégicas o fusiones con el capital internacional.

Pese a las fusiones que se han realizado en el sistema bancario mexicano los grupos financieros han vuelto a integrarse hacia el sector industrial a partir de su reprivatización de 1990 en nuestro país, situación que se explica por ejemplo, en el caso del Grupo Financiero Bancomer, como fue integrado al grupo industrial de Monterrey.

Es necesario en el futuro, prever posibles crisis financieras que afecten su buen desenvolvimiento y que realmente esta se convierta en un verdadero instrumento de financiamiento para el sector real de la economía a través de la intermediación de fondos para ser canalizados a los sectores productivos que requieren crédito para mejorar sus procesos de crecimiento, todo esto mediante la reducción de los márgenes financieros.

De esta forma sí la banca en el mediano plazo, no logra reducir sus márgenes de intermediación es decir el diferencial entre intereses cobrados menos intereses pagados difícilmente podrá estar en condiciones de enfrentar la competencia internacional lo que desembocará en que los pequeños grupos financieros nacionales que aún existen se vean en la necesidad de establecer alianzas estratégicas o fusiones como las que se han observado a la fecha lo cual representará un alto riesgo en la transnacionalización del sistema financiero mexicano.

Dado el actual proceso de concentración, por el que la banca mexicana esta atravesando recientemente nos lleva a plantear que será necesario que las instituciones de regulación financiera como la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, la SHCP y el propio Banco de México, establezcan medidas de

regulación en el funcionamiento de la banca a fin de que se promueva por una parte la libre competencia de los intermediarios bancarios que facilite al público ahorrador optar por aquellas instituciones que les ofrezcan mejores condiciones de rendimiento de sus depósitos y no sólo como a la fecha se ha establecido con la reforma financiera de septiembre de 1999, en la cual únicamente se centra en establecer mejores reglas para la calificación de carteras y capitalización y de esta forma proteger más que nada los intereses de los bancos.

Otra de las acciones, que se deberían de establecer sería la de regular la aplicación de las tasas activas a los créditos que concede la banca comercial ya que en la actualidad estas representan en promedio casi tres veces la tasa de Cetes a 28 días para el año 2001 lo cual reduce fuertemente las posibilidades de acceso al crédito de los pequeños y medianos productores en nuestro país. Ya que si consideramos, que al mes de julio de 2001 la tasa de Cetes a 28 días ha sido inferior al 10.0%, las tasas activas que cobran los bancos por sus créditos van desde un 50.0% en el crédito destinado al consumo y de 30.0% en promedio para los créditos hipotecarios, lo cual en si mismo representa un amplio margen de intermediación de la banca comercial a pesar de que las tasas de referencia se han reducido a un solo dígito.

Este tipo de reformas, podrían ser incluidas en el paquete de propuestas que en el año 2001 se presento a la H. Cámara de Diputados para la discusión de la reforma financiera integrada en la Reforma Fiscal Integral.

Otro de los factores, que se desprenden de la presente tesis es la necesidad de que también tienda a regularse de manera prudencial los flujos de capital internacional que ingresan a nuestro país pero no de manera unilateral, si no que esto pudiera discutirse en el marco del Tratado de Libre Comercio de América

del Norte y de esta forma que se involucraran a nuestros socios comerciales que son Estados Unidos de América y Canadá.

Es importante mencionar que dado el objetivo de la política monetaria actual de reducir la inflación a un nivel similar de nuestro principal socio comercial (EUA), sería importante reflexionar sobre las posibilidades que existen para establecer una moneda única (similar al caso del euro en la comunidad económica europea), para los miembros del TLC, ya que esto tendría efectos positivos para la economía mexicana en términos de menores tasas de interés activas, estabilidad de la moneda y sobre todo la estabilidad de los precios y el crecimiento económico en nuestro país.

Asimismo, el hecho de que recientemente más del 50.0% de la banca mexicana se encuentre en manos de extranjeros representa un grave riesgo para el gobierno mexicano en el sentido que serán los propios bancos con capital mayoritario extranjero los que determinen sus políticas de crédito y condiciones, con lo cual difícilmente las políticas de regulación financiera actuales podrán influir en que dicha política crediticia se oriente hacia los sectores prioritarios de la economía mexicana como es caso del sector agropecuario o de la pequeña y mediana industria. Lo anterior en virtud de que la política reciente del gobierno federal de otorgar micro créditos a los establecimientos no resuelve en nada los requerimientos que tiene en resto de la industria y comercio de nuestro país.

Es importante considerar también, que el hecho de que la banca se encuentre en manos de extranjeros dificulta que las utilidades que estos obtengan tengan necesariamente que ser reinvertidas en nuestro país o más bien como típicamente sucede que estas son repatriadas a sus países de origen con lo cual se pierde el esquema de ampliación de la inversión. Lo anterior, hace más urgente la necesidad de establecer por tanto medidas de regulación al sector bancario a fin

de poder en lo más posible este tipo de prácticas que pudieran conducir en el futuro a una nueva crisis del sector financiero.

Finalmente, todo lo anterior lo podemos sintetizar en que en la actualidad el funcionamiento de la banca comercial en México, se esta basando más en la obtención de utilidades por la vía de los intereses que cobra por los pagarés del IPAB y la compra de valores gubernamentales, que por la propia intermediación financiera situación que deberá de ser modificada para que realmente la banca comercial cumpla con su papel de intermediario financiero a través de actualización del marco regulatorio de la banca comercial.

Al parecer podemos concluir también, que el futuro del sistema financiero mexicano es aún incierto y deberá de modernizarse para poder competir con la banca internacional tanto a nivel de capitalización como de márgenes de intermediación de lo contrario será difícil que pueda desarrollarse aún sin considerar el fuerte peso que para el pueblo de México significó el rescate bancario de 1995.

#### **4.- Perspectivas del Financiamiento por parte del Mercado Internacional**

Ante las limitaciones tan fuertes que existen al acceso del mercado internacional para la obtención de recursos por parte del sector industrial en nuestro país este se encuentra sujeto a dos fuentes principales de financiamiento, el primero se refiere al sector bancario al cual recurren la gran mayoría de las pequeñas y medianas empresas por lo que lo hace un mercado cautivo para el sector bancario ya que estas difícilmente pueden acceder a otras instancias de financiamiento, la segunda fuente de financiamiento la podemos ubicar justamente en la inversión extranjera directa, la cual se orienta principalmente a los sectores más rentables

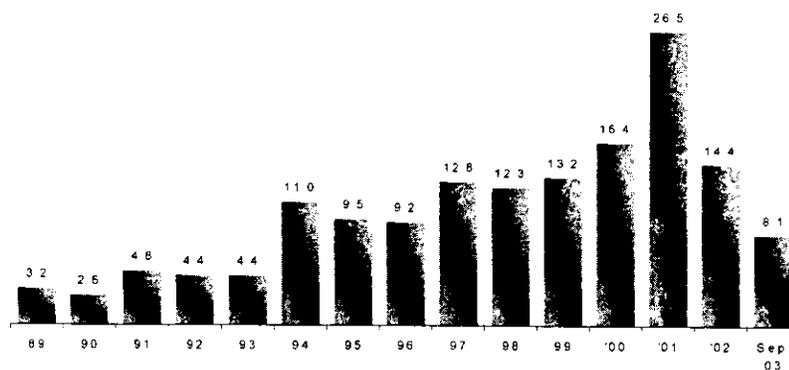
de la industria o bien a renglones de la industria que tienen fuerte potencial de desarrollo (sector eléctrico de México), o bien a las empresas cuyas exportaciones representan un renglón importante de su producción.

En este sentido, podemos afirmar que dentro de las fuentes de financiamiento con que cuentan las empresas en México básicamente se refiere a la inversión extranjera directa, la cual como ya se dijo se dirige a los sectores más rentables de la industria dejando de lado a la pequeña y mediana industria.

De esta forma tenemos que a raíz de la apertura comercial y la desregulación del mercado financiero en nuestro país la inversión extranjera se ha incrementado en los últimos años, abarcando no sólo al sector industrial sino también al sector bancario, lo cual lo podemos apreciar en la siguiente gráfica.

Gráfica No. 9

*Inversión Extranjera Directa en México*  
(Miles de Millones de Dólares Anuales)



Fuente: Elaborada con base a datos del Banco de México.

Es evidente que ante las serias limitaciones de acceso al financiamiento directo por parte de las empresas, la inversión extranjera ha encontrado en México una fuente importante de valorización de sus inversiones. Sin embargo, es importante destacar que buena parte de la inversión extranjera se ha ubicado en áreas en donde ya se encuentra la industria, es decir, no ha creado nuevas empresas sino más bien se ha dedicado a comprar las ya existentes con amplio potencial de exportación, sólo han sido pocos los casos en que la inversión extranjera ha implicado la creación de nuevas empresas que generen mayores empleos para el país, ya que la gran mayoría buscan sectores estratégicos en la industria, como lo es el sector energético y de ensamble automotriz para la exportación.

En este sentido, tenemos que si bien la inversión extranjera directa representa una importante fuente de financiamiento para las empresas nacionales, su orientación no va en el sentido de lograr un desarrollo industrial más equilibrado por el contrario lo que persigue es mejorar los rendimientos de su capital que en su país de origen no encuentra, aprovechando en nuestro país la reducción en los costos de mano de obra y facilidades fiscales que les son ofrecidas por parte del gobierno federal.

Por tanto, es necesario que el Estado establezca mecanismos que regulen el ingreso de la inversión extranjera hacia aquellos sectores que el país requiere desarrollar como es la producción de bienes de capital (como sucede en algunos países de América Latina, como lo son Chile y Brasil principalmente) y de esta forma se potencialice en mayor medida el ingreso de la inversión extranjera directa a nuestro país y no solamente se dedique a la compra de empresas rentables como ha sucedido con el sector bancario en nuestro país.

En la medida que no establezcan mecanismos de regulación al ingreso de la inversión extranjera directa en nuestro país seguiremos exponiendo nuestros

recursos y nuestra industria a los intereses específicos del capital internacional. sin que esto pueda redundar en el logro de un sector industrial más homogéneo e integrado que posibilite en efecto la reducción paulatina de las importaciones de insumos intermedios y de capital como ha sucedido hasta el inicio del siglo XXI. sin poderse alcanzar el tan anhelado desarrollo industrial equilibrado en nuestro país.

En resumen. si bien la inversión extranjera representa una importante fuente de financiamiento para la industria nacional es necesario establecer reglas que permitan a México aprovechar de la mejor manera el ingreso de esta inversión ya que de lo contrario lo único que se producirá será un. mayor desequilibrio y concentración del sector industrial.

Asimismo, es necesario que el Estado defina con claridad un plan de desarrollo industrial de largo plazo en donde se contemple el énfasis en el financiamiento a la pequeña y mediana empresa que son un importante generador de empleos y que en la actualidad se encuentra altamente presionada con la competencia internacional originada por las grandes importaciones de China que provocan grandes pérdidas a las empresas nacionales y en consecuencia la pérdida de empleos para nuestro país.

## **VI.- Conclusiones y Perspectivas**

Primero que nada podemos destacar que uno de los principales determinantes de la inversión en el sector real de la economía (producción industrial y de bienes y servicios), derivado del análisis de la Teoría Keynesiana es justamente la eficiencia marginal del capital, es decir la relación que existe entre el rendimiento esperado por la inversión en la producción, respecto a la tasa de interés libre de riesgo (bonos públicos y que para el caso de México nos referimos a la tasa de Cetes 28 días), por tanto para que puedan tomar las decisiones de inversión la tasa de rendimiento esperada por los inversionistas deberá ser mayor a la tasa de Cetes existen en el mercado mexicano.

Asimismo, es importante señalar que las expectativas de los inversionistas estarán afectadas por la incertidumbre que siempre existe en la economía y por el riesgo, sin embargo, este último es el que se puede reducir ya que puede ser medible en tanto que la incertidumbre no, por consecuencia tenemos que el crédito que se otorga para el financiamiento de la inversión tendrá presente la reducción del riesgo.

En este sentido tenemos que en las economías emergentes como la de México, las principales fuentes de financiamiento para el sector industrial (sobre todo para la pequeña y mediana industria) provienen del crédito que ofrece la banca comercial a la industria y la segunda fuente se deriva del que pueden obtener a través de la emisión de acciones y valores que son cotizados en la Bolsa Mexicana de Valores de nuestro país.

Una tercera fuente de financiamiento se encuentra justamente en la que se obtiene en el mercado internacional a través de la colocación de deuda en dólares o bien el financiamiento que obtienen las grandes industrias exportadoras

mediante la inversión extranjera directa. Sin embargo, podemos observar que este tipo de financiamiento externo básicamente se coloca en las grandes empresas que muchas de las veces son filiales de las matrices de los países desarrollados industrialmente, con lo cual se excluye a la pequeña y mediana industria nacional de este tipo de financiamiento.

Por otra parte observamos, que el propio proceso de apertura y globalización económica de que fue objeto nuestra economía desde principios de la década de los noventa dejó fuera de la competencia internacional a un gran número de pequeñas y medianas empresas, lo cual implicó una fuerte pérdida de empleos y hizo depender a nuestra economía de las importaciones lo cual influyó a un fuerte crecimiento del déficit en balanza comercial que influyó de manera importante en la devaluación del peso en diciembre de 1994.

En este sentido, el crecimiento del costo del crédito por parte del sector bancario formal se redujo drásticamente después de 1994 con lo cual se agudizaron las condiciones de endeudamiento de las empresas lo cual se tradujo en una fuerte caída de la producción industrial en 1995 y que se reflejó en una baja en términos reales del Producto Interno Bruto en más del 6.0% en ese año. Por tanto, dado que el crédito por parte de la banca comercial a las pequeñas y medianas empresas era fundamental para incrementar sus inversiones estas se detuvieron en este mismo año dando lugar a una baja en la demanda interna de más del 4.0% en términos reales en 1995.

Sólo las grandes empresas que orientaron su producción hacia el sector externo, como fue el caso de la producción de maquinaria y equipo y productos químicos, lograron soportar el proceso recesivo de la producción que se registro durante 1995 y de hecho fue este sector de la industria la que le permitió a México recuperar el crecimiento del PIB durante 1996 hasta principios del siglo XXI. Sin

embargo todavía en el año de 2003 el crédito al sector industrial por parte de la banca comercial ha mantenido un promedio negativo, lo cual en el largo plazo no puede seguir manteniéndose de ahí que se espere o bien que la banca comercial inicie paulatinamente un proceso de aumento del crédito al sector industrial o bien la banca estatal como Nacional Financiera inicie un proceso de mayor apoyo crediticio a la pequeña y mediana empresa, como se ha empezado a observarse en el año de 2003.

Asimismo, pese a estos esfuerzos creemos que el crédito por parte de la banca comercial al sector industrial seguirá siendo concentrado, lo cual responde a la propia estructura sectorial y regional desigual del propio sector industrial en nuestro país, de ahí que sea necesario establecer un verdadero programa de desarrollo industrial más homogéneo tanto regional como sectorial a fin de promover un crecimiento más equilibrado y social que permita el aumento del empleo, de la integración industrial que tienda a reducir en el futuro la dependencia de las importaciones de bienes intermedios y de capital y hacer frente a la competencia internacional, sobre todo del sudeste asiático que en la actualidad afecta más duramente a la industria en nuestro país. Lo anterior sólo se podrá lograr mediante acciones de política económica por parte del Estado que apoyen mediante créditos blandos e infraestructura a la industria nacional.

Por lo que respecta al financiamiento que es obtenido por parte de la industria a través del mercado de dinero, este básicamente cumple un papel de valorizador del capital que no es invertido ya que la gran mayoría de las empresas se dedican a la compra de valores públicos en el mercado secundario de dinero con lo cual se aprovechan las tasas reales de interés que ofrecen los Cetes a 28 días y les permite básicamente utilizar los beneficios de estas inversiones en el financiamiento de su capital de corto plazo. Sin embargo, son las grandes empresas las que aprovechan estas condiciones dejando a la pequeña y mediana

industria depender del mercado formal del crédito, es decir, de la banca comercial la cual en la actualidad cobra niveles de tasas activas superiores en casi cinco veces a la tasa de Cetes de 28 días lo cual hace caro y escaso el crédito para las pequeñas empresas.

Por su parte, el financiamiento a través del mercado de capitales en México se encuentra altamente limitado y concentrado en un escaso número de empresas del sector industrial lo cual beneficia exclusivamente a los grandes grupos industriales que pueden financiarse a un costo menor en el mercado de valores nacional. Por tanto, es importante que el Estado establezca nuevos mecanismos de financiamiento para las pequeñas y medianas empresas que les faciliten el acceso al mercado de capitales a un costo menor y de esta forma generar un mercado intermedio de valores a favor de los pequeños productores a fin de fomentar su crecimiento y modernización que les permita enfrentar la competencia externa actual.

Finalmente, derivado de nuestro análisis de la presente tesis podemos desprender que el mercado financiero internacional sólo apoya a las grandes industrias y la inversión extranjera sólo financia a sus filiales o bien a empresas que son dinámicas en las exportaciones razón por la cual la inversión extranjera directa en los últimos años se ha dedicado a comprar empresas o a fusionarse con aquellas cuyas perspectivas de crecimiento se enfocan hacia el mercado internacional.

A fin de reducir este proceso, es necesario también que el Estado establezca reglas claras en los campos de inversión productiva así como las áreas (como sucede en Brasil y Chile), a fin de que la inversión extranjera se convierta en un verdadero detonante del crecimiento económico de México a la vez que promueva un proceso de mayor integración regional y sectorial en nuestro país.

*Anexo Estadístico*

**INVERSION EXTRANJERA DIRECTA  
MILLONES DE DÓLARES  
ACUMULADO ANUAL**

<b>AÑO</b>	<b>TOTAL</b>	<b>DIRECTA</b>	<b>CARTERA</b>
1989	3,669	3,176	493
1990	4,628	2,633	1,994
1991	14,500	4,761	9,738
1992	17,323	4,393	12,930
1993	22,511	4,389	18,122
1994	12,831	10,973	1,858
1995	3,814	9,526	13,340
1996	12,894	9,185	3,708
1997	16,630	12,830	3,800
1998	11,670	12,281	612
1999	16,005	13,153	2,852
2000	16,806	16,405	401
2001	27,628	26,537	1,092
2002	14,481	14,435	46
ENE-SEP	8,303	8,094	210

FUENTE: BANCO DE MEXICO, ENE-2004

INVERSION EXTRANJERA DIRECTA  
VAR. % ANUAL

ANO	TOTAL	DIRECTA	CARTERA
1989	-	-	-
1990	26.1	-17.1	304.3
1991	213.3	80.8	388.3
1992	19.5	-7.7	32.8
1993	30.0	-0.1	40.2
1994	-43.0	150.0	-89.7
1995	-129.7	-13.2	-817.8
1996	-438.1	-3.6	-127.8
1997	29.0	39.7	2.5
1998	-29.8	-4.3	-116.1
1999	37.2	7.1	-566.4
2000	5.0	24.7	-85.9
2001	64.4	61.8	172.2
2002	-47.6	-45.6	-95.8

ENE-SEP 2003

FUENTE: BANCO DE MEXICO, ENE-2004

**INVERSION EXTRANJERA DIRECTA  
ESTRUCTURA PORCENTUAL**

<b>AÑO</b>	<b>TOTAL</b>	<b>DIRECTA</b>	<b>CARTERA</b>
1989	100.0	86.6	13.4
1990	100.0	56.9	43.1
1991	100.0	32.8	67.2
1992	100.0	25.4	74.6
1993	100.0	19.5	80.5
1994	100.0	85.5	14.5
1995	100.0	-249.8	349.8
1996	100.0	71.2	28.8
1997	100.0	77.1	22.9
1998	100.0	105.2	-5.2
1999	100.0	82.2	17.8
2000	100.0	97.6	2.4
2001	100.0	96.0	4.0
2002	100.0	99.7	0.3

ENE-SEP 2003

FUENTE: BANCO DE MEXICO, ENE-2004

FECHA	TOTAL	DIRECTA	CARTERA
I /1989	665,477.00	618,263.00	47,214.00
II /1989	942,448.00	842,360.00	100,088.00
III /1989	1,010,794.00	883,272.00	127,522.00
IV /1989	1,050,119.00	831,605.00	218,514.00
I /1990	1,070,130.00	561,015.00	509,115.00
II /1990	1,330,125.00	615,594.00	714,531.00
III /1990	1,124,853.00	578,872.00	545,981.00
IV /1990	1,102,607.00	877,757.00	224,850.00
I /1991	4,437,748.00	1,649,367.00	2,788,381.00
II /1991	4,467,433.00	1,146,616.00	3,320,817.00
III /1991	2,345,694.00	702,117.00	1,643,577.00
IV /1991	3,248,978.00	1,263,398.00	1,985,580.00
I /1992	4,338,226.00	1,042,729.00	3,295,497.00
II /1992	3,985,598.00	1,180,235.00	2,805,363.00
III /1992	5,362,562.00	1,274,953.00	4,087,609.00
IV /1992	3,636,422.00	894,882.00	2,741,540.00
I /1993	6,149,922.00	1,163,681.00	4,986,241.00
II /1993	3,493,357.00	954,431.00	2,538,926.00
III /1993	4,425,342.00	550,089.00	3,875,253.00
IV /1993	8,442,524.00	1,720,600.00	6,721,924.00
I /1994	8,077,310.00	3,152,000.00	4,925,310.00
II /1994	3,504,283.00	3,283,372.00	220,911.00
III /1994	4,584,487.00	2,813,922.00	1,770,565.00
IV /1994	-3,335,169.00	1,723,207.00	-5,058,376.00
I /1995	-2,570,997.00	1,982,817.00	-4,553,814.00
II /1995	-373,771.00	2,913,607.00	-3,287,378.00
III /1995	-1,680,248.00	2,254,719.00	-3,934,967.00
IV /1995	810,935.00	2,375,157.00	-1,564,222.00
I /1996	2,627,424.00	2,027,668.00	599,756.00
II /1996	2,243,629.00	1,779,942.00	463,687.00
III /1996	3,048,674.00	2,004,378.00	1,044,296.00
IV /1996	4,973,789.00	3,373,463.00	1,600,326.00
I /1997	3,273,888.00	2,109,241.00	1,164,647.00
II /1997	4,055,365.00	2,594,518.00	1,460,847.00
III /1997	7,498,613.00	5,594,980.00	1,903,633.00
IV /1997	1,801,777.00	2,530,817.00	-729,040.00
I /1998	3,572,095.00	2,538,573.00	1,033,522.00
II /1998	2,026,470.00	3,468,871.00	-1,442,401.00
III /1998	2,188,961.00	3,006,758.00	-817,797.00
IV /1998	3,882,008.00	3,266,844.00	615,164.00
I /1999	2,790,692.00	3,237,866.00	-447,174.00
II /1999	3,757,288.00	3,298,909.00	458,379.00
III /1999	4,941,530.01	2,907,586.01	2,033,944.00
IV /1999	4,515,796.43	3,708,754.43	807,042.00
I /2000	4,411,693.00	3,957,746.00	453,947.00
II /2000	5,648,892.00	4,309,438.00	1,339,454.00
III /2000	2,181,471.00	2,777,984.00	-596,513.00
IV /2000	4,563,896.00	5,359,756.00	-795,860.00
I /2001	3,580,041.00	3,024,378.00	555,663.00
II /2001	6,104,361.00	4,988,536.00	1,115,825.00
III /2001	13,890,551.00	14,884,720.00	-994,169.00
IV /2001	4,053,410.00	3,638,972.00	414,438.00
I /2002	2,775,191.00	2,627,772.00	147,419.00
II /2002	4,903,899.00	4,138,019.00	765,880.00
III /2002	2,748,266.00	2,850,242.00	-101,976.00
IV /2002	4,054,020.00	4,819,296.00	-765,276.00
I /2003	3,188,498.00	2,570,371.00	618,127.00
II /2003	3,244,212.00	3,474,103.00	-229,891.00
III /2003	1,870,516.00	2,049,138.00	-178,622.00

Fuente: Banco de México

**CETES 28 DIAS EN PODER DEL PUBLICO  
SALDOS EN MILES DE MILLONES DE PESOS**

<b>FECHA</b>	<b>TOTAL</b>	<b>BANCARIO</b>	<b>NO BANCARIO</b>
30/12/1999	549.2	35.3	513.9
29/12/2000	718.1	64.0	654.1
31/12/2001	748.5	65.4	683.1
31/12/2002	848.0	73.8	774.3
26/12/2003	982.7	95.4	887.4

Fuente: Banco de México

## **Bibliografía:**

A. Demirguc-Kunt y V. Maksimovic, "Firms as Financial Intermediaries: Evidence from Trade Credit Data". World Bank, 2001.

Aldo A. Arnaudo, "Economía Monetaria", Ed. CEMLA, México 1987.

Aspe Armella, Pedro. "El Camino Mexicano de la Transformación Económica", Edit. F.C.E., México, 1993.

Barro R.J. y D. B. Gordon, "Rules, discretion and reputation in a model monetary policy". Journal of Monetary Economics, 1983.

BBVA- Bancomer, "Revista Informe Económico". México, junio de 2002.

Cambiaso J., "Síntomas del mal holandés por la vía de la cuenta de capital", en Rev. Monetaria, Vol XVI. No. 1, enero-marzo 1993.

CEPAL "El Desarrollo de América Latina y el Caribe: Escollos, Requisitos y Opciones", en *Revista Mercado de Valores* No. 6. 1987.

Dornbusch Rudiger y Fischer, Stanley. "Macroeconomía", Edit. Mac.Graw Hill. México, 1983.

F. Drucker Peter. "La Cambiada Economía Mundial". en *Revista de Investigación Económica* No. 180, Ed. Facultad de Economía, UNAM, México, abril-junio 1987.

Galvis, Vicente, "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: a Theoretical Approach", Journal of Development Studies. (USA). vol. 13, no. 2, enero de 1977.

García C. e I. Olivie. "Causas de las crisis cambiarias en las economías emergentes", en Rev. Comercio Exterior, Vol. 50, No. 6, México, junio de 2000.

Girón González, Alicia y Eugenia Correa, (compiladoras). "Crisis y futuro de la banca en México", Ed. Porrúa-UNAM, México 2002.

Girón González, Alicia. "Crisis Financieras", Ed. IIES-Porrúa, México 2002.

Grabel, Ilene. "Speculation-led Economic Develoment: A Poskeynesian Iterpretation of Financial Liberalization Programs in the Thrid World", Mimeo, 1995.

Huerta G., Arturo. "Liberación e Inestabilidad Económica en México", Edit. Diana, México, 1992.

Ibarra David, "Política y Economía en América Latina: El Trasfondo de los Programas Heterodoxos de Estabilización", En *Rev. Estudios Económicos No. Extraordinario*, Ed. Colegio de México, Octubre 1987.

James Tobin. "El Marco Monetario de Milton Friedman", Un Debate con sus Críticos, Ed. Premia, México 1981.

Javier Márquez. "La Banca Mexicana: Septiembre de 1982-Junio de 1985", Ed. CEMLA, México 1987.

Keynes J.M., "La Teoría General de la Ocupación, el Interés, y el Dinero", México, Ed. F.C. E., 1983.

Keynes, J.M., "Crítica de la Economía Clásica", México, Ed. Los grandes pensadores, 1981.

Keynes, J.M., "La Macroeconomía del Desequilibrio". México. Ed. Trillas, 1981.

Levy Orlik, Noemí, "Cambios Institucionales del Sector Financiero y su Efecto sobre el Fondeo de la Inversión. México 1960-1994", Ed. UNAM. Facultad de Economía, México 2001

López González, Teresa S., "La Paradoja Neoliberal en México: Márgenes Financieros Elevados y baja Propensión al Ahorro". en Globalización Financiera e Integración Monetaria. Una Perspectiva desde los Países en Desarrollo, Compiladoras: Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik, Ed. Porrúa-UNAM, México 2002

López González, Teresa, "Fragilidad Financiera y Crecimiento Económico en México", Ed. Plaza y Valdez, México 2001

Mantey, Guadalupe y Levy, Noemí (compiladoras), "Globalización Financiera e Integración Monetaria, una Perspectiva desde los Países en Desarrollo", Ed. UNAM-Porrúa, México 2002.

Mantey, Guadalupe, "Lecciones de Economía Monetaria". Ed. UNAM. México 1997

Martínez Marca, José Luis, "La Crisis Financiera y las Políticas de Estabilización. El caso de México", en *Rev. Horizontes Aragón* No. 2, Ed. ENEP-Aragón, México, 2000.

Maxwel J. Fry, "Dinero, Interés y Banca en el Desarrollo Económico", Ed. CEMLA, México 1990.

McKinnon, Ronald I. "Money and Capital in Economic Development". Brookings, Washington, 1973; versión en español: *Dinero y Capital en el Desarrollo Económico*, primera reimpression, CEMLA, México, 1983 (serie Estudios).

Mundell, R. A. "Movilidad del capital y política de estabilización con tipos de cambio fijos y flexibles", en R. Caves y H. Jonson (eds.), *Ensayos de Economía Internacional*. Ed. Amorrutu Editores, Buenos Aires, 1971.

Ortiz Soto Luis O., "El Dinero, La Teoría, La Política y Las Instituciones", Ed., UNAM, México 2001.

Padoa-Schioppa, T. "Adapting Central Banking a Changing Enviroment", FMI, Wasington, 1994.

Palley T.I., "The E-money revolution: Challenges and Implication for Monetary Policy", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 24, No. 2, winter 2001-2002.

Romer, David. "Advanced Macroeconomics", Ed. McGraw Hill, USA, 1996.

Sacristán Colas, Antonio. "Inflación, Desempleo y Desequilibrio Externo", Ed. CIDE, México, 1989.

Taylor L., "Capital market crises: Liberalization fixed exchange rates and market driven destabilization", *Cambridge Journal of Economics*, No. 22, 1998.

Williamson J., "El manejo de los flujos de entrada de capitales", *Pensamiento Iberoamericano*, enero-junio, 1995.