

Deuda interna y mercado de valores

Alicia Girón G. •

En el marco de un proceso de liberalización financiera y de una abierta internacionalización de los mercados de capitales, de los intermediarios financieros y de un entorno de creciente globalización es de vital importancia estudiar la relación de la deuda interna con el mercado de valores. Toda política de deuda interna estará subordinada a los objetivos de política económica de un país y a los requerimientos de inversión del proceso de acumulación interno y externo.

La necesidad de recursos frescos ante el agotamiento de un patrón de desarrollo y la integración de los mercados financieros originan transformaciones en el sistema financiero nacional. Ligadas a pautas de política económica diferentes para los noventa.

En México, el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (Pronafide) 1990-1994¹ bajo los lineamientos del Plan Nacional de Desarrollo establece objetivos concretos. Estos fueron "... avanzar en el proceso de modernización financiera iniciado en 1988, con el objeto de promover una mayor canalización de ahorro a través del sistema financiero mexicano para financiar el desarrollo del país, y preparar a las instituciones para la eventual

• Investigadora Titular del Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM.

¹ *Diario Oficial de la Federación*, 17 de diciembre de 1990.

apertura a la competencia internacional, a la luz del Acuerdo de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá, ante la inclusión de los servicios financieros al GATT y la creciente tendencia a la formación de bloques económicos a nivel mundial".² La desreglamentación en el sector financiero consiste en que "... los bancos determinan libremente las características de sus operaciones activas y pasivas, habiéndose eliminado los controles a las tasas de interés, las canalizaciones selectivas de crédito y los controles cuantitativos de créditos del mismo...".³ La privatización bancaria ha ayudado al desarrollo de los intermediarios no bancarios y a la maduración de un mercado de valores cada vez más dinámico, siendo el Gobierno Federal el que hace uso de ello para sus inversiones productivas utilizando el ahorro del sector privado.

Este trabajo pretende hacer un análisis de la estructura de la deuda interna del sector público a través del seguimiento de la colocación de valores.⁴ Para ello plantearé primero el proceso de financiación y las características del mercado de valores y los instrumentos del mercado de dinero que lo componen. Se analizará los indicadores de la deuda del sector público. La relación de la deuda interna y el proceso de maduración de los Cetes y otros valores. Por último, las conclusiones.

Proceso de financiación

A mediados de los años setenta se plantea la necesidad de allegarse recursos para el proceso de financiación del país mediante la participación de un mercado de valores. En ese entonces éste era todavía incipiente e iría desarrollándose conforme los hechos económicos se lo fueran permitiendo posteriormente. Sin duda alguna, la crisis de financiamiento en 1982 y el cierre del crédito externo incidió en mecanismos que incrementaron el ahorro interno tomando en cuenta los ingresos provenientes del sector privado; es decir, de las empresas y del público en general.

² Nacional Financiera. *El Mercado de Valores*, núm. 5, marzo 1 de 1990.

³ Banco de México. *Informe Anual 1990*, p. 5.

⁴ El Gobierno Federal para allegarse recursos emite valores que compran los ahorradores privados. A este proceso se le define fondeo. La tasa de fondeo depende de la tasa de rendimiento de los Cetes.

Los esfuerzos de reordenación económica interna a mediados de los ochenta por el desplome del mercado petrolero internacional, el creciente servicio de la deuda externa, el déficit en balanza de pagos, la depreciación acelerada de la moneda originaron una disminución en el ingreso nacional. Esto redundaría en una mayor participación de los intermediarios financieros no bancarios. La disponibilidad de instrumentos financieros vendría a dar una mayor amplitud al mercado de dinero, al mercado de valores y a su propia maduración.

La financiación del proceso de acumulación de la economía se representa a través de una igualdad donde ahorro igual a inversión.

$$S = I$$

En el marco de dicha igualdad el sistema financiero mexicano será el conjunto orgánico de instituciones que generan, recogen, administran, orientan y dirigen tanto el ahorro como la inversión dentro de una unidad política-económica, constituyendo el gran mercado donde se ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos monetarios.

El ahorro está dado por tres factores participantes en la economía que son el sector privado, el gobierno federal y el exterior.

$$S_p + S_g + S_x = I$$

El financiamiento del sector gubernamental S_g o gasto puede desglosarse a través de:

- 1) M = emisión primaria de dinero.
- 2) Bonos del Gobierno Federal o Deuda Pública Interna.
- 3) Deuda Pública Externa.

El sector público realizará a través del mercado de valores la emisión, colocación y distribución de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores. La oferta estará formada por títulos emitidos por el Banco de México en tanto que la demanda la constituyen los fondos disponibles para inversión, tanto de personas físicas como morales.

Las diferentes modalidades del financiamiento en México muestran la íntima relación entre el sector público con los créditos ex-

ternos, con la política fiscal, con la deuda interna y con el ahorro privado. Los componentes del financiamiento están en íntima relación con la inversión gubernamental y será la coyuntura la que determine su mayor o menor participación. El sector privado ahorra mediante diferentes formas entre las que se encuentran las acciones y los valores del mercado bursátil.

En el ámbito del proceso de la financiación la deuda interna cobra importancia por sus diferentes actores: a) el Banco de México mediante la emisión de dinero o circulante (M); b) los Bonos del Gobierno Federal y, c) el mecanismo de fondeo, a través del mercado de valores.⁵

La relación del sector privado y el sector gubernamental se da en la deuda interna, que se define como el conjunto de instrumentos financieros o valores que a través de la oferta y demanda el gobierno vende al sector privado a través del mercado bursátil. De lo anterior se desprende que la Deuda Interna es un mecanismo de financiamiento prioritario en el proceso de acumulación a nivel nacional.

Características del Mercado de Valores

El Mercado de Valores se divide en dos grandes sectores que son el *Mercado de Capitales* y el *Mercado de Dinero*.

El *Mercado de Capitales* se clasifica a su vez en dos sectores: De renta variable, formado por las acciones emitidas por las empresas. De renta fija, que representan un crédito colectivo en favor de la emisora y garantizan un interés fijo o variable establecido en la emisión. Los instrumentos de este mercado son: a) acciones de renta variable, b) acciones y certificados de aportación patrimonial y, c) renta fija: obligaciones, petrobonos, bonos de indemnización bancaria, bonos bancarios de desarrollo, bonos de renovación urbana y certificados de participación inmobiliarios.

Los Petrobonos son certificados de participación en un fideicomiso constituido por el Gobierno Federal en Nacional Financiera. Dicho fideicomiso cuenta como patrimonio barriles de petróleo crudo, calidad Istmo, que el gobierno adquiere de Petróleos Me-

xicanos. Así pues, estos instrumentos están garantizados por el precio de un bien real, el petróleo. La operación de los certificados a través de la Bolsa Mexicana de Valores, donde se encuentran inscritos, proporciona amplia liquidez, ayudando a fomentar el desarrollo del Mercado de Valores. La emisión de Petrobonos es a plazo determinado —tres años hasta ahora— lapso en el que se amortizan a su valor nominal, más, en este caso, las ganancias de capital que se determinan por la diferencia que resulta entre el importe a que se adquirió el petróleo, al tipo de cambio peso-dólar controlado de equilibrio, que respaldó los títulos y su precio de venta. El Petrobono se caracteriza por tener un rendimiento fijo, ganancias de capital variable y por estar sujeto al precio de una materia prima. A partir del 9 de mayo de 1977 los Petrobonos empezaron a cotizarse en la Bolsa Mexicana de Valores, promoviéndose de ese modo un mercado secundario ágil, efectivo y eficiente. El valor de mercado de los Petrobonos se determina por la oferta y demanda (ventas y compras) que se registra diariamente en la Bolsa.

Los Bonos de Indemnización Bancaria (BIBs), son los títulos por medio de los cuales se indemnizó a los propietarios de la banca nacional cuando ésta se nacionalizó el 1o. de septiembre de 1982. Para "... el último trimestre de 1983, las acciones de las instituciones bancarias nacionalizadas comenzaron a canjearse por bonos nominativos a 10 años, de 100 pesos cada uno, con tres años de gracia para el principal y siete amortizaciones iguales sobre anualidades vencidas. La tasa de interés se pagaría trimestralmente los días 1o. de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. Las tasas serían equivalentes al promedio aritmético de los rendimientos máximos autorizados sobre depósitos en moneda nacional a plazo de 90 días, correspondientes a las cuatro semanas inmediatas anteriores al trimestre de que se trate".⁶

El *Mercado de Dinero*⁷ puede definirse como aquél en el que las empresas y entidades gubernamentales son capaces de satisfacer sus necesidades de liquidez a corto plazo, mediante la emisión de instrumentos de financiamiento que puedan colocarse directamente entre el público inversionista. El Mercado de Dinero se divide en a) "Mercado Primario" que consiste en la colocación de títulos

⁶ Banco de México. *Informe Anual 1983*, p. 164.

⁷ Este inciso se desarrolló con diversas publicaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

por parte del Banco de México donde los intermediarios ofrecen los valores al público inversionista. b) "Mercado Secundario" que es el que da liquidez a los instrumentos exclusivamente a través de la ley de la oferta y la demanda perdiendo los títulos emitidos sus características primarias. El Mercado Secundario Bursátil es aquél que opera a través de la Bolsa Mexicana de Valores, quedando sujeto a las reglas de operación de dicha institución, así como a la estrecha vigilancia de las autoridades.

Entre los instrumentos más importantes del mercado de dinero se encuentran los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes). Por decreto del Congreso de la Unión se autorizó al Ejecutivo Federal la emisión de Certificados de la Tesorería de la Federación al 28 de noviembre de 1977. "La creación de los Certificados de Tesorería de la Federación deben entenderse como una medida que complementa disposiciones adoptadas en materia de encaje legal y tasas de interés".⁸ Nacen como parte de una nueva estrategia de política monetaria que buscaría mayor eficiencia a las condiciones del sistema financiero y a la integración internacional de los mercados financieros. Una de sus características es que son títulos de crédito al portador en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal a pagar su valor nominal a la fecha de su vencimiento. Se venden a los inversionistas con un descuento, es decir, abajo de su valor nominal, de ahí que el rendimiento que recibe el inversionista consiste en la diferencia entre el precio de compra y venta. Los miércoles de cada semana la Secretaría de Hacienda y Crédito Público por conducto del Banco de México vende a las Casas de Bolsa una emisión de Cetes con plazo de 91 días (trece semanas). En ocasiones también se colocan emisiones a plazos diferentes (el plazo máximo previsto por la ley es de un año). A partir de ese día las Casas de Bolsa venden los nuevos Cetes a su clientela. Cada jueves los inversionistas pueden consultar las características de las emisiones en los periódicos de mayor circulación.

En junio de 1986, se emitieron los Pagarés de la Tesorería de la Federación (Pagafe). Su característica es que es un título de crédito negociable, denominado en moneda extranjera, en el cual se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma en moneda nacional, equivalente al valor de dicha moneda extran-

⁸ Banco de México. *Informe Anual 1977*, p. 66.

jera, al tipo de cambio peso-dólar controlado de equilibrio, en una fecha determinada.

En el Informe del Banco de México se definen los valores de renta fija que entrarán en circulación en 1987. Estos son, los Ceplatas, los Bondes y los certificados de participación inmobiliaria (Platero). "Los Ceplatas son certificados de participación ordinarios, nominativos y no amortizables, que incorporan el derecho a la titularidad de una parte alícuota de la masa de plata constituida en fideicomiso por el Banco de México en Banca Cremi, así como el de recibir en adjudicación 100 onzas de plata por certificado al extinguirse el fideicomiso. Los Bondes son títulos nominativos y negociables, emitidos por el Gobierno Federal y administrados por el Banco de México, como es el caso de los Cetes y los Pagafes. Estos valores se subastan en el mercado directamente o a través de instituciones de crédito y casas de bolsa. Los Platero son valores a plazo de tres años y devengan un rendimiento anual garantizado más una plusvalía al vencimiento."⁹

Los Bonos bancarios para la vivienda fueron autorizados el 6 de octubre de 1988. El Banco de México autorizó a la banca múltiple, la emisión de un instrumento bancario a largo plazo para atender los requerimientos de financiamiento a la vivienda.¹⁰

El Gobierno Federal emitió dos nuevos mecanismos de financiamiento. Estos fueron los Tesobonos y Ajustabonos publicados en el *Diario Oficial* el 28 de junio de 1989.

Otros instrumentos del Mercado de Dinero se colocan a través de ofertas públicas que efectúan los intermediarios en el salón de remates de la Bolsa de Valores y cuya finalidad es dar a conocer a los operadores las características de la emisión de los títulos, los cuales comprenden:

1. Papel comercial: son pagarés negociables a corto plazo, sin garantía específica, que emiten empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores. Se ofrecen a los inversionistas del mercado de dinero a través del mercado bursátil. Del mismo modo que los Cetes, estos valores se colocan con una tasa de descuento. Su valor nominal es de \$100 000.00 y sus múltiplos. Su plazo de vigencia no debe ser menor de 15 días, ni mayor de 91 días.

⁹ Banco de México. *Informe Anual 1988*, pp. 158-159.

¹⁰ Banco de México. *Informe Anual 1988*, p. 196.

2. Aceptaciones Bancarias: letras de cambio que gira el emisor a favor de una institución nacional de crédito la cual una vez endosadas, las acepta en calidad de banco acreditante. El objetivo de este instrumento es el de financiar las necesidades de pequeñas y medianas empresas. Sus características de emisión, son parecidas a las requeridas para papel comercial; salvo en el caso de su plazo que es de 7 a 91 días.

3. Pagaré empresarial bursátil: instrumento de reciente aparición en el mercado de dinero y se define como el título de crédito suscrito por sociedades anónimas mexicanas, garantizado mediante la afectación en fideicomiso en instituciones de crédito mexicanas de certificados de la Tesorería de la Federación, o la constitución de prenda ante el instituto para el depósito. Se introdujo a la circulación en 1986.

Indicadores Económicos de la Deuda Interna

La deuda interna del sector público debe ser relacionada con la deuda externa por ser actores del proceso de financiación del Estado. Ambas variables están en estrecha relación y son parte estructural de la crisis económica. Éstas tuvieron una participación activa en la crisis de México en agosto de 1982.

La deuda neta total del sector público marca pautas importantes si se relaciona con el Producto Interno Bruto (PIB). En 1986 el saldo promedio de la deuda neta como porcentaje del PIB representó 78.6% (véase cuadro 1). En tanto que en 1982 fue tan sólo de 51.2%. Para 1990 la relación representó 51.5%. Podríamos decir que la relación de 1990 y 1982 se mantiene igual. Por lo cual, si bien esta relación aumentó en 1986, en 1987 sigue siendo muy alta y su tendencia a disminuir no alcanza a la de 1980 que fue de 25.4 por ciento.

El objeto de nuestro estudio es analizar la deuda pública interna del Gobierno Federal. Al observar el cuadro 2 ésta pasa de 74 241 mil millones de pesos a 158 623 100 mil millones de pesos para 1990. Los incrementos anuales fueron sorprendentes a partir de 1981-1980 que fue del 52.2%. Para 1982-1981 el incremento porcentual fue de 165.8%. Este crecimiento se contrae pero ya en 1985 vuelve a ser significativo en relación al año anterior. 1986 y 1987 tuvieron un crecimiento muy alto. Tal es así, que sus tasas correspondientes son de 125.6 y 159.1% respectivamente. La tasa de crecimiento anual de la deuda interna tiene una tendencia descendente de 1987 a 1990;

CUADRO 1
DEUDA NETA TOTAL DEL SECTOR PÚBLICO:
CONSOLIDAN CON BANCO DE MÉXICO
SALDO PROMEDIO
(porcientos del PIB)

Año	Total	Deuda Interna neta	Deuda Externa neta
1980	25.4	9.9	15.5
1981	28.7	12.2	16.5
1982	51.2	15.5	35.6
1983	60.2	13.8	43.7
1984	57.0	10.8	38.3
1985	56.8	16.8	40.0
1986	78.6	18.3	60.3
1987	73.6	19.4	54.1
1988	61.9	18.7	48.2
1989	57.7	17.9	39.7
1990	51.5	18.3	32.8

FUENTE: Banco de México. *Deuda del Sector Público: 1980-1989*, noviembre de 1990.

al pasar de 159.1 a 24.2%. Lo anterior estaría reflejando la restricción del crédito interno del sector público ante una menor necesidad de recursos para canalizarlos al sector productivo en el marco de una política económica cuyas características fundamentales son la privatización y la competitividad.

La deuda pública interna y la deuda pública externa como porcentajes del PIB muestran una relación casi de iguales en 1980; donde la deuda interna representó el 13.8% del PIB y la deuda externa representó el 17.6%. Hay un crecimiento asimétrico entre ambas. La deuda externa tiene una relación con el PIB de 61% en 1983 y llega a 76.6% en 1986. De 1987 a 1990, la relación baja por los mecanismos que se siguieron para bajar la deuda pública externa como fue el precio de la misma en el mercado secundario internacional, los intercambios de pasivos por capital (*swaps*) y los elementos de la renegociación de febrero de 1990 donde hubo quitas al capital y baja en las tasas de interés.

CUADRO 2
DEUDA PÚBLICA INTERNA DEL
GOBIERNO FEDERAL
(miles de millones de pesos)

Año	Total	Incremento porcentual anual
1972	74.2	
1973	98.6	32.8
1974	130.8	32.6
1975	176.2	34.7
1976	243.3	38.0
1977	290.9	19.5
1978	369.9	27.1
1979	499.9	35.1
1980	683.9	36.8
1981	1 041.3	52.2
1982	2 767.7	165.8
1983	3 718.4	34.3
1984	5 600.0	50.6
1985	10 530.3	88.0
1986	23 755.6	125.6
1987	61 555.5	159.1
1988	96 567.4	57.0
1989	127 701.6	32.2
1990*	158 623.1	24.2

FUENTE: Elaborado con cifras proporcionadas por la Dirección General de Planeación Hacendaria, SHCP, a partir de datos del INEGI-SPP y Banco de México.

* A septiembre.

Por otro lado, la relación de la deuda interna con el PIB fue constante durante la década de los ochenta. En 1980 representó 13.8% y en 1990 fue de 18.7%. El último año de mayor crecimiento fue 1989 al representar el 20%. No es solamente este indicador el significativo de la crisis financiera de agosto de 1982. La relación de la deuda pública con el PIB muestra serios desajustes. La deuda externa como porcentaje del PIB siempre fue superior a

la deuda interna. Tan sólo en 1980, la deuda externa como porcentaje del PIB fue de 17.6%, superior a la deuda interna que representó 13.8%. En 1982, la deuda externa representó 49.1%; superior en tres veces a la deuda interna que fue de tan sólo 15.7%. (Veáse cuadro 3).

CUADRO 3
DEUDA PÚBLICA
(% del PIB)

Año	Interna	Externa
1980	13.8	17.6
1981	15.5	22.7
1982	15.7	49.1
1983	16.6	61.0
1984	16.9	54.2
1985	16.2	52.6
1986	18.8	76.6
1987	15.2	73.6
1988	16.8	59.1
1989	20.0	48.6
1990	18.7	40.9

FUENTE: Información de la Dirección General de Planeación Hacendaria, SHCP.

El promedio de la deuda interna en relación al PIB de 1980 a 1990 fue de 29.7 por ciento. En tanto que la deuda externa fue de 50.5 por ciento. El financiamiento del proceso de acumulación se basó en estos años en el ahorro externo. De ahí el interés de la política económica por disminuir la deuda externa y recurrir al ahorro interno.

La evolución de la deuda interna a través de valores pasó de 340 mil millones de pesos en 1978 a 2 452.1 mil millones de pesos en 1982. Las tasas de crecimiento anual indicaban un crecimiento acelerado. De 22.7% en 1978 en relación a 1977 pasó a cerca de 58.5% en 1982 en relación al año anterior. Lo que indicaba que la deuda interna tan sólo entre 1981-1982 tuvo un crecimiento casi a punto de triplicarse. Este proceso estuvo acompañado de un

crecimiento acelerado de los Cetes. Entre 1978-1979 los Cetes tuvieron una tasa de crecimiento anual de 807% a un año de sus primeras emisiones. Por sus características de liquidez, los Cetes tuvieron gran aceptación entre los ahorradores. En el año 1981-1982 la tasa de crecimiento anual de los Cetes fue de 221.4% superior a la tasa de crecimiento anual de la deuda interna. (Veáse cuadro 4).

CUADRO 4
COLOCACIÓN GLOBAL DE DEUDA INTERNA DEL
SECTOR PÚBLICO A TRAVÉS DE VALORES 1977-1990
(miles de millones de pesos y %)

Año	Total	Tasa crecimiento anual	Cetes	Tasa crecimiento anual
	\$	%	\$	%
1977	277.0			
1978	340.0	22.7	2.7	
1979	464.2	36.5	24.5	807.0
1980	618.0	33.1	54.3	123.0
1981	948.3	53.4	96.5	77.7
1982	2 452.1	58.5	319.8	221.4
1983	3 486.4	42.2	617.8	93.2
1984	4 852.7	39.2	796.3	28.9
1985	6 047.0	24.6	2 360.3	196.4
1986	10 462.2	73.0	8 148.7	245.2
1987	31 723.3	203.2	28 006.2	243.7
1988	72 971.5	130.0	41 993.9	49.9
1989	127 701.6	75.0	53 039.3	26.3
1990	158 623.1	24.2	69 624.4	31.3

FUENTE: Banco de México, *Indicadores Económicos*.

Proceso histórico de la Deuda Interna y el Mercado de Valores

A mediados de los setenta, la escasez de recursos crediticios para la economía mexicana hacía necesaria la creación de un mercado de valores que otorgara liquidez al sistema financiero mexicano en las condiciones de incertidumbre imperantes.

Hasta antes de esa fecha los instrumentos de financiamiento del Gobierno Federal descansaban en los bonos financieros, bonos hipotecarios, certificados de depósito bancario, cédulas hipotecarias, obligaciones y algunos certificados de participación de fideicomisos oficiales. En opinión del Banco de México "... éstos instrumentos de captación se encontraban desvirtuados ya que se habían convertido prácticamente en depósitos a la vista con interés..." por ello se dispuso su virtual desaparición y total extinción.¹¹

La comparación del crecimiento entre los recursos canalizados a través de la Bolsa de Valores y los recursos canalizados a través del sector bancario durante 1950 y 1976, tuvieron una tendencia asimétrica. Siendo las operaciones bursátiles muy incipientes. Sin embargo, la necesidad de los empresarios por corregir desequilibrios en la estructura de su endeudamiento —ocasionados por la flotación del tipo de cambio—, y el público interesado por valores de alto rendimiento y liquidez favorecieron la creciente actividad del mercado de valores para finales de los setenta.

El mecanismo de encaje legal había sido el principal instrumento de política monetaria utilizado por el Banco de México durante el periodo de estabilización; es decir, de los años cincuenta hasta mediados de los setenta. Sin embargo, por la coyuntura prevaleciente se fue acariciando el proyecto de banca múltiple que se inició precisamente en diciembre de 1976. Y, por el otro lado, un mercado de dinero, donde el mecanismo de precios fuera determinante.

El proceso económico de dichos años fueron el inicio del incremento del déficit público y el monto creciente del endeudamiento externo "... las posibilidades de sustituir al crédito interno con el externo —para financiar el déficit gubernamental— se fueron limitando cada vez más. Esta situación, en el límite, implicó que el encaje quedase determinado por las necesidades de financiamiento al sector público y con un margen de maniobra extremadamente reducido para actuar como instrumento regulador de la cantidad de dinero en circulación".¹²

¹¹ Informe del Banco de México, 1977, p. 66.

¹² Jesús Reyes Heróles G.G. "Estabilización y Crecimiento en México: Gestión de la Deuda Pública Interna", Revista *El Trimestre Económico*, Vol. 57, núm. 226, abr.-jun. 1990, México, FCE, pp. 403-433.

En ese entonces se buscaban nuevos instrumentos financieros que de alguna manera también ayudarían a la creación de un mercado de valores capaz de otorgar financiamiento al Gobierno Federal. La necesidad de recursos frescos para el proceso de acumulación interno diferente a los recursos del exterior facilitaron la creación del Certificado de la Tesorería de la Federación (Cete).

Para 1978, los Cetes representaron el 42% del total del valor de las transacciones realizadas en la bolsa de valores. Este porcentaje representó el 64% de las operaciones totales en la bolsa en 1979. "Por su parte, los títulos de renta fija disminuyeron 50.5% en valor. Sin embargo, cabe señalar que esta disminución se debe a que dejaron de operar las cédulas y los bonos hipotecarios, los bonos financieros, así como los Certificados de participación de Nacional Financiera (NAFINSA). En cambio las operaciones con Petrobonos aumentaron 135% durante el año".¹³

Los valores emitidos por el Gobierno Federal consistían en los Cetes, Petrobonos y los Bonos de Deuda Pública. Siendo éstos últimos los que representaban el 88.5% dentro de la estructura total. Sin embargo, aunque los Cetes no eran significativos dentro de la anterior comparación representaron el 78.8% del importe de las operaciones realizadas del total del valor de las transacciones en el mercado de valores.¹⁴

Desde 1978, la relación de la carga de la deuda interna-PIB fue mayor que la deuda externa.¹⁵ Esto reveló que la "crisis de caja" o "crisis de liquidez" de la que se habló en 1982, no era tal sino que realmente se trató de una crisis financiera, estructural y de largo plazo del sistema económico de México.

La política económica hasta 1982 no había logrado conjugar un manejo adecuado de la política fiscal y de gasto público. La colocación de valores gubernamentales y la generación de ahorro voluntario eran fundamentales para el proceso de financiación de la economía. El deseo por evitar la emisión primaria como fuente de financiamiento del déficit público fomentaba la creación de un mercado de dinero más desarrollado.

¹³ Informe del Banco de México, 1978.

¹⁴ Banco de México. Informe Anual 1980, p. 135.

¹⁵ Reyes Heróles, op. cit.

Dicho proceso causal entre los factores del ahorro de la economía provocaría serias distorsiones.

Ante la alternativa de buscar una salida a esta crisis estructural, se establece una política de estabilización con lineamientos bien definidos derivados del cierre del crédito externo y del pago de un oneroso servicio de la deuda externa.

En el caso de México, a consecuencia de la crisis, se crea la necesidad ineludible de fortalecer instrumentos propios de financiamiento y darle vida al mercado de valores. La deuda interna, como mecanismo de financiamiento, conjuntamente con los instrumentos financieros y el mercado de dinero, jugaría un papel importante en el financiamiento del Gobierno Federal. A lo largo de las Cartas de Intención del Fondo Monetario Internacional (FMI) se establece como parte de la política económica el crecimiento de los intermediarios financieros.¹⁶

A raíz de la crisis la concentración de las operaciones desarrolladas de la Bolsa de Valores es cuantiosa como resultado del clima de incertidumbre en el país. "En 1982 se negociaron en la Bolsa Mexicana de Valores títulos por 2 315 miles de millones de pesos. Dicha cifra muestra un incremento de 95.2% respecto a 1981, pero este porcentaje de aumento es inferior en 51.8 puntos porcentuales al registrado en el periodo anterior. Esta situación se debe, en buena parte, a la condición de estancamiento de la economía en general".¹⁷

En 1982 el volumen de las operaciones de renta fija representó el 98.1% del total de las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, participación mayor que en 1981 que fue de 91.4%. El aumento en la importancia relativa de las operaciones con valores de renta fija es sintomático de una economía con inflación alta y variable, así como de un marco general de inestabilidad macroeconómica. Por su parte, las operaciones con valores de renta variable disminuyeron su participación relativa en 6.7 puntos porcentuales. Dicha participación pasó de 8.6% en 1981 a solamente 1.9% en 1982.¹⁸

¹⁶ Véase las Cartas de Intención del FMI, en: Revista *El Mercado de Valores de Nacional Financiera*, varios números.

¹⁷ Banco de México. Informe Anual 1982, p. 181.

¹⁸ *Ibidem*.

La necesidad del sector privado por ahorrar en instrumentos de renta fija es significativa al evaluar con datos del Banco de México lo siguiente: "La composición de Cetes en poder del público se presentó de la siguiente manera: instituciones de crédito, 22.5%; empresas y organismos del sector público, 9.4%; empresas privadas y personas físicas, 68.1 por ciento. Puede subrayarse la creciente participación de los inversionistas privados".¹⁹

Es interesante observar cómo los Cetes sufrieron una caída real. "Su participación relativa dentro del total operado cayó de 86% en 1981, a 74.8% en 1982 manteniéndose la tendencia hacia una menor participación del Banco de México en las operaciones que se efectúan en dicho mercado. Dicha baja en la participación relativa dentro del total, se explica por el mayor interés de las empresas en participar en dicho mercado a través de la colocación de papel comercial y el incremento en los Petrobonos".²⁰

La incertidumbre un año después de haberse manifestado la crisis indicaba cómo en las operaciones del mercado bursátil predominaron las de valores de renta fija que fueron 97.8% del total. Por su parte, los Cetes representaron 87.2 por ciento. El papel comercial, las obligaciones, los petrobonos y los nuevos bonos de indemnización bancaria acumularon el 12.8% restante. Es importante destacar que aun cuando las obligaciones tuvieron una participación reducida dentro del total, 10.8% su importe operado fue 10 veces mayor al correspondiente a 1982.²¹

Para 1983 la tasa de interés de los Cetes se había constituido en una tasa "líder" de corto plazo. Por otro lado, el encaje legal seguía funcionando como el principal instrumento de regulación monetaria. En este año se insiste en la participación de los intermediarios financieros y en el desarrollo de un mercado de dinero.²²

Las operaciones efectuadas en la Bolsa Mexicana de Valores son en la mayoría de los casos los indicadores de la solvencia o riesgo de toda economía. Así, durante 1983 fueron los valores de renta fija los que representaron 97.8% del total de las operaciones. Mientras, los Cetes representaron 87.2% de los de renta fija. El papel

¹⁹ *Op. cit.*, p. 183.

²⁰ *Ibidem.*

²¹ Banco de México, *Informe Anual 1983*, p. 161.

²² *Op. cit.*, p. 32.

comercial, las obligaciones, los petrobonos y los nuevos bonos de indemnización bancaria acumularon el 12.8% restante.

El Banco de México afirma que "... la importancia de las operaciones con valores de renta fija, en particular las de corto plazo, es característica de una economía con inflación alta y variable. Sin embargo, las acciones incrementaron su participación relativa en el total operado, de 1.9% en 1982 a 2.2% en 1983".²³

Para 1984, el mercado de valores se había mejorado, la recién firma del Plan de Estabilización con el FMI y las renegociaciones de la deuda externa presentaban un panorama favorable. El Informe del Banco de México señalaba lo siguiente. "La participación de las operaciones de Cetes en el total del mercado de valores pasó de 85.3% en 1983 a 89.4% en 1984, en tanto que las del papel comercial y los petrobonos disminuyeron de 8.9 a 1.9 y de 2.3 a 1.8%, respectivamente. En cambio, la participación en el total de operaciones de las de bonos de indemnización bancaria se incrementó de 0.5 a 1.8% y la de las aceptaciones bancarias aumentó a 1.9%, mientras que la de las operaciones en obligaciones no se modificó, (0.8%)".²⁴

La participación de las empresas privadas "... en la tenencia total de estos valores pasó de 65.8% en 1983 a 82% en 1984, en tanto que la de la banca, se redujo hasta llegar a 9% del total negociado en 1984".²⁵

Para 1985. "... los Cetes continuaron siendo los activos más negociados, aunque la proporción que las operaciones del mencionado valor representan del total disminuyó 89.4% en 1984 a 77.1% en 1985...".²⁶ Un año después "... los Cetes representaron el 48% del saldo total de valores operados en la Bolsa Mexicana. El valor a precios constantes del saldo de Cetes en circulación registró al término del año un incremento real de 70.1%. Por otra parte, las aceptaciones bancarias fueron el instrumento de mayor crecimiento; su saldo en circulación aumentó 100% en términos reales, gracias a la ampliación del límite establecido para su colocación y a la libertad de que gozaron los bancos para fijar la tasa de interés pagadera por el mencionado instrumento. Ello dio lu-

²³ Banco de México, *Informe Anual 1983*.

²⁴ Banco de México, *Informe Anual 1984*, pp. 141-142.

²⁵ *Ibidem.*

²⁶ Banco de México, *Informe Anual 1985*, p. 146.

gar a que su participación en el saldo total de valores cotizados en la Bolsa Mexicana aumentara en dos puntos porcentuales, llegando a 14% del total. En cambio, el saldo real en circulación de petrobonos disminuyó, pues la emisión neta de dicho valor en 1986 fue menor a la de 1985.²⁷

Es importante mencionar que conforme la Bolsa Mexicana de Valores creaba un mercado dinámico, las operaciones realizadas con títulos de renta fija y variable habían incrementado aproximadamente cuatro veces el importe negociado en 1986, siendo los de renta variable los más dinámicos.

El valor de las operaciones realizadas con títulos de renta fija y de renta variable en la Bolsa Mexicana de Valores durante 1987 fue aproximadamente cuatro veces el importe negociado en 1986. "Los títulos de renta variable fueron los de mayor crecimiento, pues su saldo real se incrementó 98.6%, mientras que el de los títulos de renta fija aumentó 14.6%. Como en años anteriores, en 1987 el saldo de las inversiones en títulos de renta fija representó la proporción mayor del total. Sin embargo, en esta ocasión, la proporción de renta variable aumentó en forma importante, pues mientras que en 1985 el saldo a fin de año de los citados títulos constituyó el 31.7% del total, dicha proporción se elevó a 32% en 1986 y a 44.9% al cierre de 1987".²⁸

Las operaciones con Cetes durante 1987 representaron 78% de las operaciones totales de la Bolsa Mexicana de Valores, proporción mayor a las observadas en 1985 (77.1%) y en 1986 (54.3%). Por otra parte, el saldo real de los Cetes en circulación aumentó 35% en 1987, tasa inferior al 70% observado en 1986. El 31% de los Cetes se operó en los últimos tres meses del año.²⁹

La caída de la bolsa en octubre de 1987 coincide con el año de mayor incertidumbre del país. La falta de credibilidad del gobierno y la necesidad de buscar una cierta "estabilidad" determinan el establecimiento del Pacto de Solidaridad Económica (PSE) a finales de 1987 y el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PECE) en 1989, que constituyen junto con la renegociación de la deuda externa de 1990 y el Acuerdo de Libre Comercio con Estados Unidos, los pilares de la política económica del actual sexenio.

²⁷ Banco de México. *Informe Anual 1986*, p. 161.

²⁸ Banco de México. *Informe Anual 1987*, p. 157.

²⁹ *Ibidem*.

Entre los instrumentos de renta fija de corto plazo los más dinámicos fueron Cetes, Pagafes, Bondes, aceptaciones bancarias y papel comercial en 1988. "El dinamismo de los valores de renta fija de corto plazo se fincó principalmente en las medidas de política financiera adoptadas por las autoridades y en la reacción positiva del público ante los elevados rendimientos reales que los mismos ofrecieron durante el año. En este renglón, es importante mencionar a las cuentas maestras tanto de personas físicas como de personas morales, para las cuales se señalaron distintos regímenes de inversión de recursos, basados principalmente en instrumentos del mercado de dinero".³⁰

El panorama optimista de la economía mexicana y el deseo de instrumentos a plazos mayores ocasionaron un cambio en la estructura de la deuda interna. "En el segundo semestre de 1988, los Cetes, quienes perdieron penetración en el mercado en favor de los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes) y de los Pagafes y, durante el último trimestre, en favor de las Aceptaciones Bancarias, ante la notoria mejoría relativa que se observó en el rendimiento primario de estos instrumentos. Así la proporción del saldo de Cetes en circulación, respecto al saldo total de valores, se redujo de 50.0% en 1987 a 30% en 1988".³¹

Al intensificarse la emisión de Bondes con plazo de 364 días se mejoró el perfil de la deuda interna. Durante 1988 los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal pasaron a constituir el cuarto en importancia dentro del mercado.

Para finales de la década de los ochenta "... la circulación total de valores bursátiles creció a una tasa de 30.1% en términos reales entre diciembre de 1988 y diciembre de 1989. La evolución del mercado estuvo influida, en buena medida, por el comportamiento de los instrumentos emitidos por el Gobierno Federal, cuya participación en el saldo total de los valores bursátiles pasó de 48% en 1988 a 53.6% en 1989. Entre las causas de este aumento, cabe mencionar las medidas de política financiera adoptadas a partir de noviembre de 1988, por las que se modificó el régimen de inversión obligatoria de los pasivos bancarios. Efectivamente, al eliminarse el financiamiento obligatorio de la banca comercial, el Gobierno Federal tuvo que sustituir alrededor de 12 billones de

³⁰ Banco de México. *Informe Anual 1988*, p. 187.

³¹ *Op. cit.*, pp. 187-188.

pesos de crédito directo, por valores colocados en el mercado primario. Asimismo, la expansión de los valores gubernamentales se debió a que la banca comercial tiene ahora el requerimiento de mantener al menos el 30% de su captación invertida en Cetes, Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal o depósitos en Banco de México".³²

Configuración de la Deuda Interna a través de Valores

Una vez reseñados los instrumentos que conforman el mercado de valores es necesario observar cómo se estructuran dichos instrumentos en el total de la deuda interna. En el cuadro 5 se observa lo siguiente:

1. Los valores que constituyen la deuda interna son Cetes, Petrobonos, Bonos de Deuda Pública, Bonos de Indemnización Bancaria, Pagafes, Bonos del Desarrollo, Bondes, Obligaciones, Ajustabonos y Tesobonos. Los dos últimos son de reciente creación.

2. De 1977 a 1985 los bonos de deuda pública presentaron un descenso importante en la estructura de la deuda interna. Pasaron del 100% a cerca de la mitad en 1985 para darle prioridad al Cete.

3. Los Cetes pasan de representar el 39% en 1985 a 88.3% en 1987. A partir de entonces empieza a disminuir su participación hasta llegar a 44.5% en 1989.

4. Los Bonos de Desarrollo pasan de representar el 27% en 1988 a 45.8% en 1989.

5. Los Ajustabonos y Tesobonos adquieren gran confianza del público durante 1989.

6. El año 1989 es importante porque los Bonos de Desarrollo pasan a representar un porcentaje mayor que los Cetes.

Por otro lado, la especulación financiera y la caída de la bolsa en octubre de 1987, en parte estuvo financiada por el crecimiento de la deuda interna y el oneroso pago del servicio de la deuda externa así como por el fracaso de las políticas neoliberales. 1987, fue un año más de crecimiento desorbitado de la deuda interna, al triplicarse respecto al año anterior. (Ver cuadro 5).

³² Banco de México. *Informe Anual 1989*, p. 189.

CUADRO 5
PARTICIPACIÓN DE LOS VALORES EN EL TOTAL
DE LA DEUDA INTERNA DEL SECTOR PÚBLICO
1977-1990
%

Años	Cetes	Petrobonos	Bonos D. Púb.	BIBs Obli. *	Pagafes	Bondes	Total (mil. mill. \$)
1977		0.7	99.3				277.0
1978	0.7	1.1	98.2				340.0
1979	5.2	2.0	92.8				464.2
1980	8.8	2.2	89.0				618.0
1981	10.1	1.3	88.6				948.3
1982	13.1	1.0	85.9				2 452.1
1983	17.7	0.9	78.2	3.2			3 486.4
1984	16.4	1.4	79.4	2.8			4 852.7
1985	39.0	7.2	51.5	2.3			6 047.0
1986	77.8	8.5	11.6	1.2	0.9		10 462.2
1987	88.0	8.8	1.0	0.7	0.4	1.1	31 723.3
1988	57.5	1.7	9.6	0.3	3.1	27.8	72 971.5
1989	44.5	0.7	5.4	3.1	0.5	45.8	127 701.6
1990	44.6	0.5	4.0	10.0	0.9	40.0	158 623.1

* Incluimos Bonos de Indemnización Bancaria, Obligaciones de Empresas Públicas, Ajustabonos y Tesobonos.

FUENTE: Banco de México, *Indicadores Económicos*.

Al estudiar el desglose de los Cetes, el porcentaje mayor se ubica en la banca comercial y el renglón de empresas privadas y particulares. Así, ambos representaron 96.2% en 1978 y en 1982, 92.9 por ciento. Analizando de 1985 a 1987 encontramos que dichos renglones tuvieron una constante de 43.9% en 1985, 35.7% en 1986 y 47.3% en 1987. Lo que estaría indicando es la falta de "credibilidad" del sistema financiero mexicano, la inestabilidad propia de un sistema incapaz de atraer sus recursos y la fuerte especulación que tomó auge frente al peso mexicano. Esto iría ligado a la inestabilidad política, económica y social de una crisis estructural

profunda de la economía nacional aunada con el terremoto y la baja de los precios del petróleo.³³

La participación porcentual de los valores en el total de la deuda interna 1977-1990 es la siguiente:

1. Los bonos de Deuda Pública fueron significativos hasta 1984 que representaron casi el 80% del total. En 1985 representaron el 51.5% y su tendencia es a disminuir.

2. Los Cetes, que aparecieron en 1978, cobran auge a partir de 1983 en que representaron el 17.7%. En 1985 llegará a 39.0% y en 1987 al 88.0%.

3. En 1987 aparecen los Bonos de Desarrollo, que en 1988, crecieron hasta el 27.8% y para finales de 1990 representaban un porcentaje superior al de los Cetes.

Los instrumentos de renta fija son el reflejo de la incertidumbre o estabilidad de la economía. Los plazos de dichos instrumentos muestran el riesgo o la confianza por parte de los ahorradores e inversionistas en un país.

En relación a la composición de las fuentes internas del saldo de la deuda interna del Gobierno Federal es importante mencionar lo siguiente:

1. En 1983, el Banco de México representó 75.5% del total. Valores 14.0% y el sistema bancario 10.5%.

2. Para 1990, siete años después, la estructura había sufrido cambios radicales. Banco de México representaba 5.7%. Valores 92.7% y el sistema bancario 1.6%.

3. Esto indica que el objetivo del Gobierno Federal en fondearse a través del mercado de valores es significativo.

La composición por plazos de los valores gubernamentales experimentó un cambio de consideración. La participación de los instrumentos a plazo menor de un año en el saldo total de la deuda pública interna bursátil descendió de 93.7% en diciembre de 1988 a 61.4% en diciembre de 1989. El proceso de reestructuración de plazos de la deuda pública interna se llevó a cabo mediante la co-

³³ Salinas de Gortari, Carlos. II Informe Presidencial 1990 con referencia al cuadro "Colocación Global de Deuda Interna del Sector Público a través de Valores, 1977-1990" en base a Banco de México, *Indicadores Económicos*, Datos manejados por la autora.

locación de Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal, cuyos vencimientos son de uno a dos años, así como a través del nuevo instrumento denominado Bono Ajustable del Gobierno Federal, cuyo plazo de vencimiento es de tres años. El alargamiento del vencimiento de la deuda pública interna fue reflejo tanto del cambio favorable en las perspectivas de los inversionistas, como del esfuerzo del Gobierno Federal por colocar instrumentos que mejoren su situación de caja al posponer las amortizaciones del principal de su adeudo interno. A pesar de esta baja relativa, los Cetes continúan predominando en el mercado de valores de renta fija, debido sobre todo a sus bajos costos de operación, su alto grado de liquidez, la seguridad que representa el respaldo del Gobierno Federal, y sus rendimientos competitivos motivados por las necesidades de financiamiento del mismo gobierno".³⁴

Conclusiones

En el marco del proceso de liberalización financiera y de una abierta internacionalización, los valores del mercado cobran singular importancia tanto por el mecanismo de fondeo por medio del cual el gobierno federal se allega recursos como de la tenencia de dichos instrumentos.

Es importante destacar que los Cetes por sus características de alta liquidez y corto plazo tuvieron un papel destacado en la década de los ochenta en una economía de alto riesgo, incertidumbre y desconfianza. Conforme el mercado de valores se ha ido consolidando nacieron otros instrumentos al parejo de variables macroeconómicas más optimistas. Los Bondes cuyas características son de menor liquidez y plazos mayores, hoy en día, representan la mitad del total de los valores en el mercado. Ambos instrumentos representan el rumbo de la economía del país en el marco de variables macroeconómicas establecidas como son el tipo de cambio "casi fijo", tasas de interés decrecientes y tasas de inflación moderadas.

Otro cambio importante en la tenencia de los valores es la privatización de ellos por parte del sector privado. No cabe duda que el fenómeno de la privatización es parte de una tendencia que se

³⁴ Banco de México, *op. cit.*, p. 182.

da en los ochenta. No habría por qué no darse también en el sector financiero.

No obstante que en el presente trabajo no estudiamos el cambio de las leyes en el mercado de valores y las nuevas modalidades del sistema financiero de 1989 y 1990, podemos afirmar que la apertura del mercado será la antesala de un nuevo modelo de desarrollo en los noventa.

CUADRO 6
ESTRUCTURA DE LA DEUDA INTERNA DEL GOBIERNO
FEDERAL
(miles de millones de pesos)

Año	Banco de México	%	Valores	%	Sistema Bancario	%	Total
1983	3 084.4	75.5	573.3	14.0	428.5	10.5	4 086.2
1984	4 122.1	77.5	739.1	13.5	473.3	9.0	5 335.1
1985	5 930.5	60.7	2 334.6	24.0	1 507.7	15.3	9 772.8
1986	8 454.9	36.0	8 107.6	34.0	7 193.2	30.0	23 755.7
1987	10 842.8	17.0	27 504.1	45.0	23 208.6	38.0	61 555.5
1988	43 682.6	40.0	43 821.9	40.0	21 442.5	20.0	108 947.0
1989	10 706.5	8.0	112 267.4	82.0	13 759.8	10.0	136 733.7
1990	9 134.6	5.7	147 013.5	92.7	2 475.0	1.6	158 623.1

FUENTE: Banco de México. *Indicadores Económicos*.