

38



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

204

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES
CUAUTITLAN

LA PARTICIPACION DE MEXICO EN LOS
MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE
LICENCIADO EN ADMINISTRACION
P R E S E N T A
ARTURO ORTIZ GARCIA
ASESOR: L. C. FRANCISCO ALCANTARA SALINAS

CUAUTITLAN IZCALLI, EDO. DE MEXICO

AGOSTO DE 1995

FALLA DE ORIGEN



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

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



UNIVERSIDAD NACIONAL
AVENIDA DE
MEXICO

FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES CUAUTITLAN
UNIDAD DE LA ADMINISTRACION ESCOLAR
DEPARTAMENTO DE EXAMENES PROFESIONALES

ASUNTO: VOTOS APROBATORIOS

DR. JAIME KELLER TORRES
DIRECTOR DE LA FES-CUAUTITLAN
P R E S E N T E .

AT'N: Ing. Rafael Rodríguez Ceballos
Jefe del Departamento de Exámenes
Profesionales de la F.E.S. - C.

Con base en el art. 28 del Reglamento General de Exámenes, nos permitimos comunicar a usted que revisamos la TESIS TITULADA:

"La participación de México en los Mercados

Internacionales de Capitales"

que presenta al pasante: Arturo Ortíz García
con número de cuenta: 7529383-I para obtener el TITULO de:
Licenciado en Administración

Considerando que dicha tesis reúne los requisitos necesarios para ser discutida en el EXAMEN PROFESIONAL correspondiente, otorgamos nuestro VOTO APROBATORIO.

A T E N T A M E N T E .

"POR MI RAZA HABLARA EL ESPIRITU"

Cuatitlán Izcalli, Edo. de Méx., a 18 de agosto de 1995

PRESIDENTE C.P. José Luis Covarrubias Guerrero

VOCAL C.P. Rafael Mejía Rodríguez

SECRETARIO L.C. Francisco Alcantara Salinas

PRIMER SUPLENTE L.C. Eulalia Colín Martínez

SEGUNDO SUPLENTE C.P. Rafael Delgado Colón

A CLOTILDE CRUZ LUNA:

Por ser el crítico más severo que comprende el motivo de mi vida, eres base de este logro y con tu apoyo y comprensión obtendremos mayores éxitos.

EDUARDO ORTIZ CRUZ:

Tu presencia es el botón que me motiva, y que día a día genera la fuerza necesaria recordando que el estudio y superación son las constantes de nuestra existencia.

A MIS PADRES:
EDMUNDO ORTIZ REQUENA Y
EVELIA GARCIA DE ORTIZ

Por su esfuerzo, ejemplo y enseñanzas que son incontables, a las que acudo en cada momento para superar los pequeños y grandes obstáculos que el vivir presenta.

A MIS HERMANOS:
EDMUNDO
EVELIA
OLIVIA
MARTIN
VERONICA
Y SANDRA.

Pues su apoyo y empuje permiten recordar que un éxito no es suficiente para estar satisfecho, ya que la realización personal se alcanza con los logros cotidianos a fin de materializar el ideal que perseguimos individualmente, sin olvidar que somos el sueño de algunas personas.

A MI ASESOR: L.C. FRANCISCO ALCANTARA SALINAS.

Por la confianza, paciencia y dedicación en la dirección de este trabajo, contar un compañero y amigo así, es apoyo invaluable.

A LOS C.P. JOSE LUIS COVARRUBIAS GUERRERO,
C.P. RAFAEL MEJIA RODRIGUEZ,
L.C. FRANCISCO ALCANTARA SALINAS,
L.C. EULALIA COLIN MARTINEZ,
C.P. RAFAEL DELGADO COLON.

Por los acertados comentarios sobre esta investigación, sin ellos el presente trabajo carecería de valor, gracias por formar el H. Jurado, y con ello mi compromiso permanente de no defraudar su confianza.

A LA UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO :

Por proporcionar el orgullo de ser y sentirse universitario, aceptando la responsabilidad de que con nuestro ejercicio continúe como la máxima Casa de Estudios en México.

A LA FACULTAD DE ESTUDIOS SUPERIORES CUAUTITLAN :

Por permitirme ser parte de una comunidad universitaria, en donde la constante es el estudio y cultura que se respira en cada espacio de ese mundo.

GRACIAS.

ARTURO ORTIZ GARCIA.

INDICE

HIPOTESIS:	I
OBJETIVO:	I
INTRODUCCIÓN	III
1- GENERALIDADES	1
1.1- Antecedentes	1
1.2- Definiciones	2
1.3- Diferencia entre Mercado de Dinero y Mercado de Capitales	7
1.3.1- Mercado de Dinero	13
1.3.2- Mercado de Capitales	22
1.3.3- Organización del Mercado de Capitales	25
1.3.4- Instrumentos del Mercado de Capitales	27
2- EL MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES	31
2.1- Características de los Mercados Financieros Internacionales	31
2.2- Los Mercados Internacionales de Capitales o Centros Financieros Internacionales	34
2.3- La Banca Privada o Comunidad Bancaria Internacional y la Banca Oficial	44
3- MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES	46
3.1- Mercados existentes en General	46
3.1.1- Origenes	49
3.1.2- Evolución	50
3.1.3- Perspectivas	55
3.2- Diferencias entre Mercados Domésticos y Mercados Extranjeros	56
3.3- Mercados Financieros Clásicos	57
3.3.1- Origenes	58
3.3.2- Ubicación	60
3.3.3- Evolución	62
3.3.4- Perspectivas	62
3.4- Nuevos Mercados Financieros	64
3.4.1- Origenes	64
3.4.2- Ubicación	64
3.4.3- Evolución	65
3.4.4- Perspectivas	69

3.5- El Mercado de Capitales en los Estados Unidos de Norteamérica	70
3.5.1- Características	70
3.6- Euromercados	71
3.6.1- Origen de los Euromercados	71
3.6.1.1- Características	74
4- INSTRUMENTOS FINANCIEROS	78
4.1- Instrumentos de Deuda (Debt Instruments)	79
4.1.1- El Euromercado de Eurobonos a Tasa Fija	79
4.1.1.1- Eurobonos a Tasa Fija	81
4.1.1.2- Eurobonos a Tasa Flotante	81
4.2.1- Emisiones de Europapel Comercial	82
4.3- Perspectivas de desarrollo de nuevos instrumentos dentro de los Mercados Internacionales de Capitales	83
4.3.1- Situación actual	83
4.3.2- Perspectivas	85
5- MÉXICO COMO PARTICIPANTE EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES	87
5.1- Instrumentos mediante los cuales México ha obtenido financiamiento.	93
5.2- Crisis de Liquidez	98
5.3- Soluciones adoptadas	104
6- PERSPECTIVAS PARA LA PARTICIPACIÓN DE MÉXICO EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITALES	109
6.1- El papel del estado mexicano ante la crisis	109
6.2- Perspectivas	119
7- CONCLUSIONES	121
ANEXO	126
BIBLIOGRAFÍA	143

HIPOTESIS:

Sólo con el conocimiento de un medio es posible identificar y en base a esto obtener ligeras "ventajas" en relación con los demás participantes, lo anterior significa que, si logramos conocer las características bajo las cuales se puede participar en el medio identificado como MERCADO INTERNACIONAL DE CAPITALES, se puede lograr financiamiento dentro de los mismos en los mejores términos y condiciones financieras que estén acordes a las necesidades del organismo para el cual colaboramos.

OBJETIVO:

Hacer del conocimiento de la mayoría de la comunidad universitaria el origen desarrollo y funcionamiento de estos mercados, las alternativas así como las opciones en las que es posible participar dentro de los mismos. Para lograr lo anterior, es necesario desarrollar una investigación profesional apoyada en información veraz y actualizada que plantee un panorama general sobre los Mercados Internacionales de capitales, también conocidos como mercados financieros internacionales, (su origen, desarrollo, funcionamiento y perspectivas, requisitos para

participar, clase de participantes, instrumentos opciones, alternativas intermediarios, etc.), la participación de México en esta fuente de financiamiento asociada básicamente con el concepto de deuda externa, las situaciones que ha sido necesario enfrentar y afrontar, como es el caso de las negociaciones con y como consecuencia los compromisos contraídos con Organismos Financieros Internacionales que en materia principalmente de deuda externa condicionaban el retorno de México a estos mercados.

Introducción

Sabido es, que la economía de nuestro país no es independiente, que sus expectativas de evolución se cifan no sólo a los factores internos, y que éstos en determinado momento de la historia, han sido tan impactantes en la economía doméstica que el desarrollo de la misma ha estado supeditado a la solución, temporal o definitiva, que instrumenta la Administración Pública. Uno de los factores que incide de sobremanera en el desarrollo de la economía en el caso de México, es la Deuda Externa, tema que por su especialidad es difícil de explicar, un primer obstáculo es la terminología especializada tales como; sistema financiero internacional, comunidad bancaria, centros financieros, mercados financieros, instrumentos, euromercados, etc., que en el medio universitario y laboral son prácticamente nuevos, a pesar de la preparación académica y profesional con que se cuenta.

Dentro de un sistema económico doméstico existe una estrecha relación entre unidades superavitarias (ahorradores), y entidades demandantes de recursos financieros, siendo los intermediarios financieros nacionales el canal de contacto.

En el sistema financiero internacional, participan oferentes y demandantes de financiamiento de nacionalidades diferentes, es en este, donde la evolución y desarrollo de productos financieros encuentra un terreno adecuado ya que la dinámica de los diferentes mercados es la

constante general, para acceder a estos, los participantes en estos mercados se valen de las instituciones financieras intermedias, que han llegado a un nivel de especialización que hoy día, ofrecen a sus clientes potenciales o reales una gama de productos financieros completos, este sitio específico donde se reúnen en una área geográfica instituciones financieras internacionales que cuentan con infraestructura competitiva, dentro del contexto internacional se identifica como mercado financiero internacional, mercado de capitales o simplemente centro financiero.

Uno de los problemas de los entes económicos (para el desarrollo de este tema es la economía de un país como un ente que genera y demanda recursos financieros para su desarrollo), es la obtención de recursos financieros, a través de un tipo de crédito que satisfaga sus necesidades de financiamiento y que además coincida con sus expectativas de captación de recursos a fin de cumplir con el servicio del mismo, de ahí que se plantea la existencia de que dentro del sistema financiero internacional exista una serie de créditos que se ajusten a las necesidades financieras de los demandantes de recursos financieros "frescos".

El sistema financiero de México, por la necesidad de participar en una economía cada vez más globalizadora, durante las últimas tres décadas se ha visto inmerso en situaciones financieras ajenas y las decisiones tomadas dentro del mismo no son suficientes para contrarrestar los efectos de política financiera o económica instrumentados por otros

mercados domésticos, que para las cuales no es fácil implantar su solución desde dentro, es decir, los problemas planteados por las diferentes situaciones económicas que en su momento se identificaron como; crisis petroleras de 1973, 1986, además de la conocida como de liquidez de 1982, crisis de 1987, y 1994, no han sido causados directamente por factores internos y las medidas instrumentadas por el Estado mexicano a fin de minimizar los efectos, son conocidas de una manera general, ya que sólo un limitado número de gente conoce las anteriores medidas, y el comentar que la participación de México en los foros financieros internacionales se condicionó a los resultados de los programas de la Administración Pública a más de uno sorprende.

Las economías de los países del mundo actualmente se encuentran en un ambiente dinámico, formando "bloques económicos", a fin de encontrarse mejor preparados para enfrentar situaciones que el medio financiero internacional les plantea, México y sus empresas, que pretenden actuar en este nuevo medio o las que ya participan en foros financieros internacionales, también se están preparando para este cambio, y por lo que se refiere a la instrumentación del mismo, el objetivo es lograr los mejores términos y condiciones que derive en beneficios para cada uno de los organismos; ya que en la medida que se logre impactará en el beneficio de los participantes, obtener "ventajas" para la economía nacional y conseguir logros que ratifiquen que la asociación en bloques es la mejor opción para sobrevivir en un medio financiero internacional en constante evolución.

Los beneficios de esta interacción en bloques económicos derivará en unir esfuerzos y trabajar en el área que nos compete a fin de estar capacitados, "aprendiendo" en este nuevo ambiente que se presenta, sin olvidar que además de las tareas propias, en el dominio del tema y adecuación de herramientas, es indispensable la preparación y desarrollo de nuevas generaciones de profesionales, a quienes el medio seleccionará.

Por otra parte, el papel en este medio del Administrador y específicamente el del área de finanzas internacionales que debe desempeñar, es cada vez más amplio, pues cada día en el entorno económico que nos rodea incide con una prontitud impresionante lo que sucede en sistemas económicos de otras latitudes, por lo que los profesionales de ésta área deben estar pendientes de los sucesos que pueden afectar el medio en el cual se desarrollan de tal forma que "activen" instintivamente una especie de sentido que les permita poder interpretar y vincular acontecimientos aislados, con el fin de que "sus" empresas se adelanten a los sucesos y con esto ubicar a las mismas en posiciones cada vez más estables.

Es claro que la mayoría de las empresas no cuentan con un especialista en finanzas internacionales, pero es vital que este "otro mundo" se conozca pues es el único medio por el cual estaremos en condiciones de competir con los profesionales de los llamados sistemas económicos desarrollados. Este es entre otros los motivos que impulsaron el actual trabajo.

1- Generalidades

1.1- Antecedentes

Una de las áreas de la Administración Financiera que actualmente han despertado gran interés es la que se refiere al ambiente del contexto internacional, ya que sus orígenes, estado actual y perspectivas, sólo es común para un reducido grupo de profesionistas.

Cuando se habla del contexto internacional de las finanzas, el nombre con el que se asocia es el de Mercado Internacional de Capitales, aunque también se conoce como Centros Financieros, Mercados Financieros o Mercados de Capitales. Estos Centros se ubican generalmente en las economías mejor desarrolladas, que tienen un sistema político y financiero estable, ya que el indicador o índice financiero actúa en estas, como uno de los sensores de los cuales se valen los especialistas sociales, políticos y por supuesto los financieros para vigilar el estado y evolución del sistema en cuestión, por lo anterior el desempeño, importancia y trascendencia de las operaciones que se realizan dentro de una Casa de Bolsa, tienen interés significativo, pues de estas se desprende la evolución y desarrollo que ese centro o mercado desempeña dentro del sistema financiero internacional, es decir los diferentes centros financieros conforman a lo que hoy día se ubica como sistema financiero internacional.

Para que un organismo, compañía o sociedad realice una actividad de negocios, necesita una variedad de activos reales. Muchos de ellos pueden ser tangibles tales como; la maquinaria, los equipos, las oficinas, pero además existe otra clase de activos, a los cuales no fácilmente se les puede asignar un valor determinado, tal es el caso de la experiencia táctica, la comerciabilidad de un artículo, las patentes etc., tales activos en nuestra sociedad pueden ser intercambiados por una forma sencilla de pago que nuestro tiempo ha adoptado, y este, es el cambio de cosas por dinero, entendiendo a éste como el medio más fácil de pago. Algunas compañías para obtener el dinero o recursos financieros necesarios venden piezas de papel que se identifican como Activos Financieros o valores bursátiles, que son obligaciones de pago sobre los activos reales de la compañía. Dentro de los Activos Financieros no solo se incluyen las acciones del capital social, sino que además se consideran a los préstamos Bancarios obligaciones de arrendamiento y a los Bonos.

1.2- Definiciones

Agente Financiero: Es la institución o profesional que interviene en un proceso de compra-venta de activos financieros. También se identifica como Intermediario Financiero, representado, las más de las veces, como asociaciones sólidamente establecidas que cuentan con los medios y la infraestructura necesaria para el desarrollo de sus funciones.

Bonos: Se refiere a las obligaciones de deuda de un organismo, es una clase de activo financiero.

Para propósitos de la presente investigación se identificarán como todos los valores a una tasa de interés fija o flotante, los cuales pagan intereses con una periodicidad anual o semestral, excepto los certificados de depósito que en algunos casos se les referirá como bonos. A tales valores en la práctica también se les conoce además de bonos, como pagarés, y obligaciones, pero estos términos no indican algún reconocimiento o distinción a nivel internacional de su significado y por lo tanto el término bonos puede ser aplicado a dichos valores

Todas las emisiones de bonos pueden ser clasificadas en:

a) Emisiones Públicas: aquellas que son registradas y listadas en una reconocida Casa de Bolsa de Europa, América o Asia y normalmente son ofrecidas por sindicatos de bancos.

b) Emisiones Privadas: aquellas que no son registradas o reconocidas por una Casa de Bolsa, al menos en su distribución inicial. Normalmente, estas operaciones no son públicamente anunciadas ni existe un sindicato de bancos.

c) **Bonos Internacionales:** una emisión de esta clase de activos financieros es vendida principalmente fuera del país del deudor (emisor), y se puede colocar bajo la forma de emisión de Eurobonos o emisión de bonos extranjeros.

d) **Eurobonos:** es una emisión de bonos internacionales suscrita por un sindicato internacional de bancos y vendida principalmente, y a la vez exclusivamente, en países diferentes al de la moneda en la cual está denominada. Los Eurobonos son títulos financieros disponibles al portador, preservando así el anonimato del tenedor. El interés o servicio de la deuda correspondiente es pagadero libre de cualquier retención impositiva.

e) **Bonos Extranjero:** es una emisión de bonos internacionales suscrita por un sindicato de bancos compuesto principalmente de instituciones financieras de un país, distribuida sobre una base similar a la de las emisiones domésticas en ese país y denominada en la moneda del mismo. Los bonos extranjeros normalmente están disponibles al portador a fin de preservar el anonimato del tenedor, el interés es pagado libre de impuestos para tenedores de bonos no residentes en el país de la emisión

Emisión (es) : es el nombre común con el que se conoce a un determinado tipo de operación financiera dentro del Mercado de Capitales, es decir los recursos están disponibles para el demandante si éste a cubierto los requisitos previamente establecidos, y le entregaran los fondos a cambio de "documentos" o pagarés suscritos para este efecto. Existen dos tipos de

emisiones; cuando es registrada en una Casa de Bolsa se conoce como Emisión Pública de Bonos, pero cuando carece de este requisito se identifica como Colocación Privada, siendo ésta una característica particular.

"Mercado"¹: Según la etimología m. (lat. mercatus). Reunión de comerciantes que van a vender en determinados sitios y días. Sitio destinado en ciertas poblaciones a la venta y compra de mercancías."

"Mercado/Market": Existe un mercado cuando los compradores que desean intercambiar DINERO por un bien o servicio están en contacto con los vendedores que desean intercambiar bienes o servicios por dinero. Así, el mercado se mide en términos de oferta y demanda y no se refiere de manera necesaria a alguna localización geográfica determinada. El concepto de mercado es fundamental para la mayoría de las economistas contemporáneos debido a que en una ECONOMIA DE LIBRE MERCADO éste es el mecanismo por medio del cual se asignan los recursos²."

"Mercado de Dinero": Es aquel en el cual se realizan transacciones a corto plazo³."

¹ Pequeño Larousse, Ediciones Larousse, Editorial Noguer, Barcelona España, 1990

² Bannoch, Graham, Baxter, R.E., Rens, Ray, Diccionario de Economía; Trad. Leticia Ofeila Borja Aburto Trujillo. Trillas, México, 1988

³ Op. Cit.

"Mercado de Capitales: Es el mercado de fondos prestables de largo plazo⁴. Es el conjunto de instituciones financieras que canalizan la oferta y demanda de los préstamos a largo plazo. Reúne a prestatarios y prestamistas, oferentes y demandantes de títulos de riqueza de creación nueva y comercia también con el stock existente de títulos financieros. Muchas de estas instituciones son intermediarios que hacen de puente entre los mercados a corto plazo, y actúan como "mayoristas" en la emisión y venta de nuevos títulos, o como "manipuladores" en la adaptación de las ofertas de títulos financieros para satisfacer la demanda. Los "productos" con que trata el mercado financiero son títulos financieros de todos tipos y tamaños, nuevos o de segunda mano. Las "empresas" comprenden a los bancos comerciales y centrales, las casas de descuento, los bancos mercantiles, las casas de emisiones nuevas, la bolsa de valores, hipotecarias e innumerables organizaciones auxiliares⁵.

"Mercado monetario: a) En términos generales, un centro financiero donde se realiza la compra-venta de letras de cambio interiores y exteriores, lingotes de oro y divisas. Los activos del mercado monetario son activos a corto plazo principalmente consistentes en letras del Tesoro y otros tipos de letras que se compran y se venden ahí⁶."

⁴ Op. Cit.

⁵ Seldon, Arthur, Pennance, F.G., Colección "Libros de Economía Oikos", Barcelona España, 1975.

⁶ Op. Cit.

1.3- Diferencia entre Mercado de Dinero y Mercado de Capitales

El Financiamiento desde el punto de vista Financiero, no significa endeudar a la Empresa contratando la obtención de recursos con varios intermediarios financieros a la vez, el buen financiamiento significa es el resultado de una evaluación objetiva de dónde (fuentes internas o externas) y cuándo a la empresa le conviene obtener fondos (expresado las más de las veces en la formalización de un contrato con un determinado agente financiero), y este buen financiamiento en cualquier organismo económico donde la función financiera estén perfectamente definida es el resultado de la función de la Administración Financiera, definiendo la misma en términos de las funciones y responsabilidades del Administrador Financiero⁷. que son la planeación, adquisición y aplicación de las operaciones de la empresa; y para lograr la mejor coordinación de estas tareas, es necesario que los profesionales responsables del área de Finanzas de un organismo tengan un amplio conocimiento de los Mercados Financieros a los que pueden recurrir para proveerse de fondos, de las estrategias una vez que ha tomado la decisión y que implican las elecciones acertadas de inversión, y de los cursos de acción que el organismo debe seguir para estimular las operaciones y hacer que obtengan su máxima eficiencia⁸.

⁷ Weston, J.E. and Brigham, E.F. Fundamentos de Administración Financiera. Ed. Interamericana, Quinta Edición, México, 1982.

⁸ Op. Cit.

Existen tres fuentes a las que puede recurrir un organismo cuando por la naturaleza misma de sus operaciones se ve en la necesidad de obtener financiamiento, (fuentes internas, nuevos socios y financiamiento externo-créditos), partiendo de la premisa financiera "El mejor negocio se realiza con dinero ajeno" esta organización, dependiendo de grandes factores propios, (ciclo económico, tipo de mercancía, mercado de acción etc.) que enmarcan el tipo de actividad económica que realiza, y una vez que ha determinado qué tipo de financiamiento le conviene, recurre a estas fuentes.

El Administrador Financiero relaciona el Financiamiento para una organización con sus fuentes de fondos (sitios a los que puede acudir) por medio de los Mercados Financieros, ya que los fondos que son demandados para realizar las actividades inherentes al organismo son obtenidos de los mismos a través de las Instituciones Financieras que en ellos intervienen, en muy diversas modalidades de financiamiento, como son: los que se obtienen en forma de préstamo en sus varias modalidades (directo, quirografario, pignoraticio, a través de la emisión de bonos, obligaciones, acciones, arrendamientos, etc.) ya que este administrador tiene la responsabilidad primordial de adquirir recursos frescos (obtención de fondos) y participa en su distribución entre proyectos alternativos que el organismo contempla dentro de su desarrollo en la economía local y aplicaciones específicas como inventarios, equipo, etcetera.

La función Financiera se desenvuelve en una red muy compleja como lo es la economía moderna ya que la función de ahorro e inversión la realizan diferentes agentes económicos conocidos como "Intermediarios Financieros". En esta moderna economía se interrelacionan unidades económicas con excedentes de ahorro (lo ahorrado supera a lo invertido en activos reales) que poseen Activos Financieros (exceso de liquidez) con aquellos entes económicos en las que existe un déficit de ahorro, por que lo que emiten Pasivos Financieros. La transferencia de fondos de una unidad superavitaria de la adquisición de fondos por una unidad deficitaria, implica la creación de un activo y de un pasivo financiero (cumpliendo así con un principio básico de la actividad contable que no puede ser desvinculada de la actualidad financiera del organismo).

Los Mercados Financieros están formados por los Mercados de Dinero y capitales, que proporcionan un mecanismo que permite al Administrador Financiero obtener recursos de una amplia gama de fuentes de financiamiento, mediante la intermediación financiera que se lleva a cabo a través de las transacciones que dentro de estos mercados se realizan. Al hablar de las fuentes de financiamiento que dentro de los Mercados Financieros se desarrollan, es necesario diferenciarlas para propósitos de esta investigación.

a) Fuentes Internas: definidas como el financiamiento a que el organismo recurre sin necesidad de incrementar sus obligaciones ante terceros, es decir, a través de esta fuente un organismo se autofinancia evitando situaciones de endeudamiento (negociación, contratación, vigilancia, etc.), y acude a esta fuente debido a la posición financiera del mismo o por el desconocimiento de las otras fuentes, que en determinado momento podrían impulsar la expansión global del organismo dentro de una economía moderna. Este financiamiento se realiza a través de la aplicación en el organismo de las utilidades retenidas en los ejercicios fiscales, o mediante el aumento de capital social.

b) Fuentes externas a corto plazo: se encuentra representado por las transacciones financieras que el organismo pacta, a plazo de hasta un año.

c) Fuentes externas a largo plazo: representado por las transacciones que las empresas o entidades realizan en los Mercados Financieros a largo plazo, es decir el pago de una obligación se pacta a un plazo mayor de un año calendario.

Sin considerar el tamaño del organismo los diferentes medios financieros actúan como mecanismos de operación, reuniendo a los proveedores y solicitantes de fondos y dando estructura al proceso de consecución e inversión de fondos. La existencia de empresas a gran escala

se debe en gran parte al surgimiento de sólidos intermediarios y Mercados Financieros. De no existir algún mecanismo a través del cual puedan captarse fondos, las entidades que los requieren para gasto corriente, o específicamente para inversión en infraestructura, no podrían crecer para convertirse en organizaciones de grandes dimensiones (tal es el caso de las empresas a nivel internacional tales como; General Motors, Ford, Bayer, etc., y a nivel nacional, como; Pemex, Peñoles, Televisa, etc.), ya que estos medios financieros no sólo tienen fondos disponibles, sino que también los distribuyen por medio del mecanismo del precio. Es decir, las empresas que dentro de sus perspectivas contemplan un panorama incierto (resultado de un análisis financiero), si desean obtener financiamientos deben compensar a los proveedores del mismo (prestamistas), ofreciéndoles rendimientos más altos. Por el contrario, las empresas que cuentan con un futuro bastante predecible no tienen que "pagar" ofreciendo un rendimiento superior si es que desean algún financiamiento, ya que en la mayoría de los organismos financieros tienen un campo despejado que les permite elegir la cuenta de fondos menos cara.

Hay tres agentes externos por medio de los cuales los fondos disponibles se pueden trasladar a los organismos que necesitan fondos:

a) por medio de un Intermediario Financiero que es una institución que los solicita;

b) por medio de los Mercados Financieros que son foros organizados donde los oferentes y demandantes de diversas clases de fondos pueden realizar transacciones,

c) una tercera forma con la cual los fondos se pueden trasladar es por medio de una arreglo de colocación directa, pero debido a la naturaleza de la estructura de las colocaciones directas el enfoque se hace principalmente en los intermediarios y Mercados Financieros. Los Instrumentos Financieros o Instituciones Financieras canalizan los ahorros de diferentes personas en préstamos o inversiones. Al proceso por medio del cual se acumulan los ahorros en las Instituciones Financieras y que después se prestan o invierten, se les denomina mediación.

Los Mercados Financieros permiten que los demandantes y operantes de préstamos e inversionistas a corto plazo, directamente lleven a cabo las operaciones: mientras, los préstamos e inversiones de los intermediarios financieros se realizan sin conocimiento directo de los proveedores de los fondos (ahorradores), que se conforman con saber dónde se prestan e invierten sus fondos, satisfacción que es compensada por el pago de ese préstamo o inversión con base en una tasa (renta) de intereses que fluctúa de acuerdo con las condiciones imperantes en el momento de formalizar la operación en el mismo Mercado Financiero.

1.3.1- Mercado de Dinero

Los Mercados Financieros para su análisis se encuentran divididos en dos apartados, conocidos dentro del lenguaje financiero doméstico o internacional como:

a) **MERCADO DE DINERO:** en el cual se realizan operaciones con instrumentos de deuda a corto plazo, normalmente el vencimiento de las transacciones en este mercado es de menos de un año, y

b) **MERCADO DE CAPITAL:** En el se llevan a cabo las transacciones con bonos, acciones, valores o instrumentos de deuda a largo plazo, por largo plazo se entiende, dentro de los mercados financieros, vencimientos mayores a un año calendario.

El término mercado de dinero, es usado para denotar una característica relacionada con el mismo, en el que instrumentos financieros similares son negociados. Es un mercado de obligaciones o títulos de crédito a corto plazo, estos tienen vencimientos de hasta 365 días, por lo tanto, son muy líquidos, y relativamente no incluyen riesgo alguno, además de que fácilmente son convertibles en efectivo.

El objetivo principal en un sistema económico del mercado de dinero es el de optimizar el uso de títulos de crédito, lo que significa que:

1. Permitirá que quienes necesitan fondos los obtengan rápida y eficientemente mediante la emisión de obligaciones financieras.
2. Proporcionará ahorro inmediato de las unidades económicas superavitarias para inversión de efectivo ocioso, pero además le permitirá ajustar rápidamente su cartera financiera de activos cuando se presenten las necesidades de recursos.
3. Permitirá al emisor un método adecuado de financiamiento a corto plazo al mismo tiempo que otorgará al comprador un medio para ajustar su portafolio e incrementarlo con los nuevos títulos de crédito que son adquiridos.

La actividad del mercado financiero es una valiosa función para la sociedad, ya que apoya la actividad financiera y asegura a los prestamistas el uso a corto plazo de los recursos financieros además este mercado proporciona a las autoridades financieras del sistema económico, información actualizada con la cual se controla el flujo de la economía y las necesidades de acción de las autoridades cuando es necesario.

El mercado de dinero no es una entidad en forma física como podría decirse que lo es la casa de bolsa, más bien es una red de prestamistas, entendiendo con este término a las instituciones financieras formalmente y legalmente constituidas, que están conectados a teléfonos y otros medios de comunicación. Por lo anterior, el Centro Financiero que en la ciudad de Nueva York de los Estados Unidos de Norteamérica se ha asentado, por mucho se seguirá considerando como el principal centro de actividades del mercado de dinero y por ende de capitales, del sistema financiero internacional, otros centros importantes de los llamados "tradicionales", se ubican en ciudades como lo es la de Londres en Gran Bretaña, Tokio en Japón, Zurich en Suiza, por mencionar algunas.

Los prestamistas de este mercado están en estrecho contacto con otros prestamistas, produciéndose así un cambio continuo que ajusta los precios de cotización y oferta para comprar y/o vender.

Los prestamistas se benefician de:

a) Del diferencial entre los precios BID (postura de compra de un bien), que es el rendimiento al cual un comprador adquiere un valor, y OFFER (postura de venta de un bien), que es el precio o rendimiento al que un vendedor colocará un valor.

b) Por el resultado de la revalorización del precio durante el tiempo que conserva los títulos o valores financieros.

El Mercado de Dinero por excelencia, será por un largo periodo de tiempo más, el de los Estados Unidos de Norteamérica, dentro de éste se intercambian instrumentos financieros bien definidos, entre los que se encuentran; Certificados del Departamento del Tesoro, Aceptaciones Bancarias, Papel Comercial, Fondos Federales, etcetera.

El principal comprador de certificados es la FED, que es el Sistema de la Reserva Federal, Federal Reserve System, que es el sistema de la banca central en los Estados Unidos de Norteamérica, difiere del BANCO CENTRAL de la mayoría de los otros países en que no consiste en uno sino en 12 bancos regionales, 25 sucursales y 11 oficinas bajo el control del Consejo de la Reserva Federal en la ciudad de Washington. Para los demás instrumentos del mercado de dinero, existen un muy buen mercado secundario. Comerciantes de valores gubernamentales mantienen grandes inventarios de varias emisiones y están preparados para comprar o vender al momento. La viva competencia asegura un mercado eficiente en el cual las órdenes (de compra) pueden ser llenadas rápidamente y los precios permanecen sin cambio, esta es la principal causa por la que relativamente, los certificados del tesoro son altamente líquidos. Los certificados

virtualmente no tienen riesgo, debido a que el Estado cumplirá (responderá) por ellos, además de la naturaleza de su corto plazo.

Varias agencias gubernamentales han emitido sus propios valores no garantizados. Entre otras se cuentan The Federal Nome Loan Banks, The Bank for Cooperatives, etc. El monto en dólares de tales emisiones ha crecido enormemente en los últimos dos años. Diferentes tipos de valores son emitidos con un amplio rango de vencimientos, por ejemplo, los instrumentos a largo plazo "con vencimiento acercado", que en realidad los convierte en instrumentos a corto plazo. El resultado de esto es que esas agencias de valores pueden ser consideradas como parte del Mercado de Dinero. Cabe aclarar que el Gobierno Federal de los Estados Unidos de Norteamérica legalmente no está obligado, en caso de un evento de incumplimiento ("default") de estos valores, sin embargo, populamente se cree que el Congreso no permitiría que cayeran en un evento de incumplimiento. Aunque algunas de estas agencias actualmente han sido transformadas en sociedades privadas, la mayoría de la población cree que éstas virtualmente permanecen fuera de riesgo. Algunas agencias pueden ser usadas como fuente colateral de financiamiento por bancos comerciales prestamistas de la FED, además, estos valores pueden ser comprados y vendidos por la misma, en la conducción de operaciones de mercado abierto. Los compradores de estos valores son numerosos y van desde bancos, la misma FED, Asociaciones de ahorro, de préstamo, familiares, gobiernos estatales y locales.

Un eficiente mercado secundario se ha desarrollado para este tipo de valores; donde los compradores pueden obtener de ellos un rendimiento mayor que el que obtendrían de valores del Departamento del Tesoro, además de que prácticamente no existe un riesgo significativo de incumplimiento, sin embargo, su intercambio o negociabilidad no es tan eficiente como lo son los Certificados del Departamento del Tesoro. Quien adquiera estos valores está obligado a cubrir impuestos federales, pero generalmente están exentos del pago de impuestos locales.

Federal Funds (Fondos Federales): Son simples depósitos de bancos miembros de la Reserva Federal, que están en manos de bancos comerciales y en algunos casos en bancos extranjeros. Por supuesto, estos valores son obligaciones de la FED. Dentro de los participantes del Mercado de Fondos Federales se encuentran los bancos comerciales, negociantes de valores y en algunos casos gobiernos extranjeros. El gran volumen de la actividad la registran los bancos comerciales. Los comerciantes con este tipo de valores requieren montos considerables de financiamiento. La mayoría de las operaciones de este mercado son realizadas entre bancos y generalmente están dirigidas a ajustar posiciones de reserva. Un día dominante de operaciones puede ser prorrogado por períodos más largos, los grandes bancos obtienen de esta manera préstamos no garantizados, mientras que los bancos pequeños normalmente "casan" con un crédito colateral por un día hasta que el préstamo es repagado.

El mercado de Fondos Federales está centralizado en Nueva York, pero éste es de gran alcance. El mercado secundario para este instrumento es único, debido a que los depósitos ya existen por razones diferentes que aquellas para préstamos con Fondos Federales. Las operaciones pueden ser realizadas rápidamente vía telefónica, característica que está asociada en general con el mercado de dinero. Actualmente, los mecanismos de las transacciones se encuentran perfectamente definidos con muchos más participantes que los que anteriormente existían. El crecimiento del mercado de fondos federales es notable, virtualmente todos los grandes bancos participan en él, dentro de los potenciales oferentes se encuentra cualquier banco con exceso de reserva. El papel de los fondos federales como indicador de las condiciones del Mercado de Dinero merece mencionarse, ya que la tasa de interés de este instrumento ha sido usada como un indicador del mercado. Cuando la FED, cumple sus funciones, el Mercado de Dinero en Nueva York reacciona velozmente. Los primeros ajustes en respuesta a la acción, se presentan frecuentemente en el Mercado de Fondos Federales, de este modo, la tasa de Fondos Federales puede ser usada como una medida de las acciones del Mercado de Dinero Bancario para ajustar sus posiciones de reserva. La tasa de Fondos Federales es extremadamente volátil y fluctúa en un rango muy amplio en cualquier día. Es conveniente recordar que este mercado realmente no asigna fondos de unidades superavitarias de ahorro a los últimos deudores como lo hacen algunos otros mercados de dinero, mas bien el funcionamiento de este

mercado permite a los bancos trasladar fondos entre ellos mismos a fin de efectuar los ajustes diarios necesarios en sus posiciones de reserva.

Aceptaciones Bancarias (Banker's Acceptances): Una aceptación bancaria es realmente un valor híbrido; esto es, un instrumento de deuda creado por firmas comerciales no financieras garantizadas por un banco. Si bien las aceptaciones han existido por más de 50 años, en los últimos años su crecimiento ha sido constante. Si una firma comercial necesita fondos a corto plazo, puede obtenerlos, entre otras, forma de obligaciones negociables y comerciables. La firma puede emitir una letra de cambio (Draf.), en un banco, la cual realmente es una promesa del banco para respaldar la letra de cambio cuando ésta sea presentada en un futuro por el tenedor. La firma, primeramente investiga que el banco respaldará la letra de cambio, si está de acuerdo con ésta, la sella con la leyenda aceptada "accepted" en el pagaré, de aquí su nombre, dado que está ahora garantizada por el banco, la letra de cambio es negociable y comerciable. Hasta el vencimiento el tenedor de la aceptación puede presentarla al banco para el pago. La firma comercial que emitió la aceptación debe proporcionar al banco fondos, en su demanda de depósito, para cubrir la letra de cambio, naturalmente, el banco carga a la firma una comisión por su servicio. Cabe hacer la aclaración que teóricamente el banco podría garantizar un monto ilimitado de aceptaciones dado que estas transacciones no involucran el uso de recursos del banco, pues únicamente es un medio de "funding" y por realizar esta función recibe una comisión. Sin embargo, es claro que el

banco no toma un riesgo en esto por eso es que limitan el monto de aceptaciones comerciales que los bancos pueden realizar.

Papel Comercial: Simplemente es un pagaré emitido por una firma comercial con un alto nivel de crédito, mediante este instrumento la firma obtiene recursos financieros a corto plazo en el mercado abierto, logrando con esto una alternativa de financiamiento y no depender en gran medida de las fuentes bancarias. El papel comercial no está asegurado, por eso, sólo las firmas con una alta calidad de crédito pueden venderlo, los vencimientos de ese instrumento varían desde tres días hasta nueve meses y se venden a una base de descuento en varias denominaciones. Puede ser vendido directamente o colocado a través de negociantes, es decir, en el primer caso se realiza por medio de una operación directa entre el emisor (deudor) y el comprador (inversionista). Muchas veces las grandes compañías lo venden a través de este método, debido a que continuamente están solicitando grandes montos de financiamiento.

El papel comercial directamente colocado puede ser redimido por el portador al vencimiento. La tasa ganada depende del descuento realizado con base en el valor nominal y al período de tiempo señalado en el mismo instrumento. Los vencimientos y las denominaciones son variables, dado que este instrumento puede ser diseñado a fin de satisfacer las necesidades del comprador. La tasa de interés está relacionada con la de

aquellos otros instrumentos del mercado de dinero. El mercado del papel comercial está formado por algunos negociantes, las firmas emisoras del papel y los inversionistas compradores de este instrumento. Dado que el papel comercial es negociado y colocado, no está asegurado el vencimiento del instrumento esto significa, que es pagadero al portador en un banco previamente especificado. Los demandantes de este tipo de instrumento sólo son las grandes y sólidas firmas financieras, por la naturaleza no asegurada de la obligación. Las corporaciones financieras forman la mayor categoría individual de demandantes de fondos, además de que las compañías no financieras y los bancos comerciales forman el otro gran agregado de deudores en este instrumento.

La ventaja real del papel comercial que los deudores encuentran en él está en su bajo costo, comparado con la tasa de interés que un banco comercial les cobraría.

1.3.2- Mercado de Capitales

Mercados de capitales, dentro del lenguaje financiero, son mercados en los cuales fondos a largo plazo son intercambiados por obligaciones a largo plazo. El concepto plazo juega un papel de vital importancia, cuando se trata de distinguir con base en éste, operaciones que se realizan en los diferentes mercados financieros, es decir, se pueden diferenciar varios plazos de vencimiento de los instrumentos financieros,

considerados como el resultado o medio a través del cual se formaliza un crédito y este vencimiento o tiempo de crédito para su análisis se puede dividir en:

- a) Corto plazo, menor de 365 días,

- b) Mediano plazo, entre uno y 5 años, y

- c) Largo plazo, más de 5 años.

A pesar de la anterior división, generalmente se asocian como plazo de vencimiento de los instrumentos financieros dentro de un mercado de capitales formalmente constituido, los que son mayores de un año.

Al hablar de plazos dentro de este mercado de capitales, o endeudamiento a largo plazo, significa que también existen prestamistas (inversionistas) con excesos de fondos, sobre los cuales desean obtener una ganancia o rendimiento, y deudores (emisores) que desean pedir un préstamo a largo plazo. Es importante recordar que a través de este mercado se comprometen obligaciones financieras, esto es, las condiciones que sobre activos reales del organismo se tengan determinará la demanda

de fondos, misma que será satisfecha dentro de este mercado y, hasta cierto punto, en el mercado de dinero.

El mercado de capitales realiza además una valiosa función, todos los activos permanentes y algunos activos de las firmas comerciales necesitan ser financiados por capital permanente que quizás sea en la forma de deuda o participación. Los organismos no pueden operar eficientemente a menos de tener la seguridad de un financiamiento permanente para la mayoría de sus operaciones. El sector financiero obviamente sería muy inestable si dentro del mismo no se pudiera obtener por una firma respetable un crédito que sustituya a otro que llega a su límite, es decir, si el sector comercial continuamente estuviera preosionado porque el financiamiento a corto plazo que obtuvo esté llegando a su vencimiento.

La inversión en activos reales es un compromiso de fondos para adquirir activos que las más de las veces no son enteramente líquidos, es decir, difícilmente pueden ser convertidos en recursos frescos y requieren de largos periodos de tiempo para estar en condiciones de generar flujos de efectivo que igualen la inversión original. Normalmente estos activos deben ser financiados a través de instrumentos financieros del mercado de capitales. De la misma forma que los miembros del sector comercial desean asegurarse fondos a largo plazo, existen numerosos inversionistas que desean participar en ese mercado, ya sea comprando o vendiendo valores,

intentando con esto maximizar su utilidad, que en realidad significa el deseo de maximizar el rendimiento mientras minimizan el riesgo.

Un portafolio de activos financieros ofrece un gran atractivo a través de la combinación de rendimientos y riesgos, el cual es óptimo para el inversionista. Para continuar maximizando su utilidad como condiciones de intercambio, los tenedores de estas obligaciones a largo plazo desean cambiar sus portafolios, y el lugar para realizar tales intercambios se ubica en los mercados de capitales.

1.3.3- Organización del Mercado de Capitales

El mercado de capitales es similar al mercado de dinero, es decir, incluye un mercado primario para nuevas emisiones y un mercado secundario para las emisiones ya existentes. En el mercado primario los deudores y prestamistas se ponen de acuerdo en cuanto a los términos de los fondos que son invertidos en activos reales y fomentan el crecimiento económico. Es aquí donde tiene lugar la transferencia de recursos; de ahorradores para los demandantes. Este mercado incluye inversionistas bancarios (entre otras entidades) que facilita la obtención o reunión de fondos nuevos. El trabajo y comunicación continua con los deudores les permite diseñar obligaciones atractivas que son vendidas, y una vez aceptadas en el mismo mercado, logra que las nuevas modalidades o las ya existentes lleguen a manos de los compradores o inversionistas.

El mercado secundario se relaciona con la reventa de obligaciones existentes y lo provee de liquidez, es decir, un valor determinado es emitido solo una vez en el mercado primario, sin embargo, mientras no ocurra su vencimiento puede ser negociado indefinidamente. La organización del mercado de capitales incluye un variado rango de entidades comprometidas en el mercado primario y secundario de obligaciones financieras a largo plazo.

Quienes participan en el mercado de capitales pueden ser demandantes o proveedores de fondos. La mayor participación y la posición que normalmente adoptan vale la pena ser indicada:

a) Los intermediarios financieros son los principales compradores de los activos del mercado de capitales, es norma que entidades tales como fondos de pensiones actúen como intermediarios, pues estos fondos en determinado momento cuentan con recursos frescos que deben poner a trabajar para incrementarlos año con año.

b) Las personas físicas son los primeros compradores (lo contrario a los emisores) de los activos del mercado de capitales. Ellos ahorran más de lo que desean invertir en activos reales y desean maximizar su utilidad por medio de un portafolio de activos financieros, para esto, compran acciones, bonos y valor gubernamentales de todo tipo.

c) Las firmas comerciales, son quienes emiten las acciones y bonos no gubernamentales que circulan en el mercado de capitales, ya que demandan fondos en un gran volumen y son los deudores netos.

d) El papel del gobierno en el mercado de capitales básicamente es el de un deudor, ya que de este mercado obtiene fondos en gran escala a través de la venta de emisiones y deuda. Considerando que pueden invertir los fondos ociosos a corto plazo en el mercado de dinero, no contribuye por la demanda de obligaciones, en el mercado de capitales.

1.3.4- Instrumentos del Mercado de Capitales

Valores del Gobierno Federal: La deuda (pagarés y bonos) a largo plazo negociable del gobierno federal representa un importante agregado en el Mercado de Capitales. Dentro de éste se incluyen los emitidos por las Federally Sponsors Agency Securities, y los valores municipales.

Bonos Corporativos: Son valores con un valor fijo de antemano, generalmente múltiplos de 10,000, que tienen fechas definidas de vencimiento, incluyen cupones específicos de pago de interés. La deuda a largo plazo y por consecuencia el mercado de capitales es la más importante fuente externa de fondos permanentes para firmas comerciales, por su bajo costo (comparativamente con otros instrumentos), que es el resultado de su

prioridad en términos de pago de la firma emisora y además de que el pago de interés sobre los bonos emitidos es deducible de impuestos, mientras que los dividendos de las acciones comunes no lo son.

Los bonos de las corporaciones son emitidos en el mercado primario por venta en el mercado abierto, vía inversión bancaria, emisión pública o colocación privada.

Una emisión pública significa que conjuntamente con un inversionista bancario se trabaje para diseñar una operación conocida como emisión, que presente una combinación atractiva de vencimiento, tasa de interés, precio y características especiales que se anexan a los bonos. Normalmente el inversionista bancario forma con otros inversionistas bancarios un sindicato de bancos para apoyar en el mercado la emisión. El mercado secundario para estos valores prácticamente no existe, pues no es necesario. Muchos bonos son privada o públicamente colocados por inversionistas institucionales con mínimas necesidades de liquidez; quienes por esta razón, pueden mantener en su poder la emisión hasta el vencimiento. Estas instituciones invierten por un largo plazo debido a que el futuro de sus obligaciones puede ser estimado de antemano, además de que deben buscar seguridad del principal o capital. Sin embargo debido a las acutales regulaciones en el mercado de capitales estadounidense, un monto pequeño es negociado en el mercado de capitales de Nueva York, como

ejemplo de mercado organizado y otra parte que debe ser considerada se realiza en el mercado Over The Counter (operaciones Extrabursátiles).

Acciones comunes: Las nuevas emisiones de acciones comunes son manejadas por un derecho de oferta de los accionistas, por inversionistas bancarios o por la combinación de ambos. Un derecho de oferta significa que se permite al actual tenedor de la acción suscribir para una nueva emisión de acciones en proporción al actual volumen que posee, esto les permite mantener su proporción de propiedad en la firma. Los inversionistas bancarios muchas veces manejan la venta de acciones por firmas comerciales ya que son expertos en los necesarios procesos legales que hacen que una emisión llegue al mercado además de que son capaces de organizar su distribución en el mismo.

Normalmente forman sindicatos para manejar emisiones particulares, ya que con esto se reducen los riesgos adversos de venta que pudieran resultar para cualquier inversionista bancario. La mayoría de los inversionistas simplemente compran y venden las obligaciones ya existentes, así que, para ellos la negociación en acciones comunes involucra el mercado secundario, esto permite a las personas físicas o instituciones el comprar y vender todas las emisiones individuales de acciones comunes que son públicamente negociadas en un intento de maximizar sus portafolios. En esencia los inversionistas quieren maximizar su rendimiento de las acciones comunes y

otros activos financieros a la vez que minimizan el riesgo que pudiera correr. La propiedad en participación involucra un riesgo sustancial, debido a que el rendimiento no está garantizado; es decir los dividendos pueden no ser pagados y las pérdidas pueden resultar de la venta de acciones. Sin un buen mercado secundario de acciones los inversionistas no tendrían forma eficiente para liquidar su participación de intereses. Las firmas comerciales para existir deben contar con financiamiento vía acciones, dado que el volumen del aparato productivo está en manos de entidades privadas, una firma comercial debe ser capaz de incrementar acciones de capital a fin de apoyar sus necesidades de financiamiento en activos. El mercado de acciones es una parte distintiva del mercado de capitales ya que incluye incertidumbre y no se puede predecir los posibles cambios. El valor de una acción común esta dado como resultado de la oferta y demanda, la cual depende de las estimaciones del inversionista en un futuro incierto ya que nadie puede predecir con un cierto grado de certeza el total de rendimiento de una acción en cualquier año futuro.

Además, los precios de los bonos corporativos cambian predeciblemente en respuesta a los cambios en las tasas de interés, aunque la mayoría de los pronósticos de tasas de interés son consistentes por su inexactitud.

2- El Mercado Internacional de Capitales

2.1- Características de los Mercados Financieros Internacionales

Los Mercados de Capitales, son el agregado de los Mercados Financieros, al que acuden la mayoría de los entes económicos oferentes y demandantes de recursos y en él coinciden además de las personas físicas,, que tienen excedentes de liquidez , instituciones que buscan otra alternativa de inversión pero que además de intentar satisfacer sus necesidades de colocación de fondos, tienen algo más en común, esto es: su desconocimiento o ignorancia en qué invertir, el problema por parte de los potenciales acreedores es, por así decirlo, justificable (en la mayoría de los casos no previeron esta liquidez y por la mismo no están preparados para hacer el mejor uso, aún de organismos estructurados funcional y jerárquicamente que no le otorgan a la función de la Administración Financiera el peso que se merece), pero el caso de un potencial deudor que participa en estos mercados es increíble que pueda sobrevivir y ofrecer los mejores resultados, expresados éstos en disminución de costos para el organismo que colabora, lo anterior, es o debería ser inadmisibile.

Una empresa o corporación no opera en un vacío financiero. Por el contrario, esta entidad actúa en estrecho contacto con los diferentes intermediarios y Mercados Financieros que permiten al organismo obtener el

financiamiento necesario, y si es el caso, le permite invertir sus fondos inactivos en diferentes instrumentos financieros, esto sin considerar el tamaño del organismo.

Los diferentes medios financieros actúan como mecanismos de operación, reuniendo a los proveedores y solicitantes de fondos y dando estructura al proceso de consecución e inversión de fondos.

El surgimiento de sólidos intermediarios y Mercados Financieros se debe en gran parte a la existencia de empresas a gran escala.

Por el contrario, las empresas que cuentan con un futuro bastante predecible no tienen que "pagar" ofreciendo un rendimiento superior si es que desean algún financiamiento, ya que en la mayoría de los organismos financieros tienen un campo despejado que les permite elegir la cuenta de fondos menos cara.

El indicador para que un organismo que demanda crédito tenga o no que pagar una mayor sobretasa⁹ es la clasificación que agencias

⁹ Este concepto dentro del contexto de Mercados Financieros, se refiere a la tasa de interés expresada en porcentaje, que normalmente se adiciona a la tasa base, también se identifica como "margen", "diferencial", "spread", "margin".

El concepto TASA BASE, se refiere a la tasa principal de interés con la que se calcula el pago de interés. Dentro de los Mercados Financieros Internacionales normalmente se habla de dos tipos de tasas a) TASAS FIJAS Y b) TASAS FLOTANTES (siendo las principales la TASA PRIME, aplicable únicamente dentro de los Estados Unidos de Norteamérica y la TASA LIBOR que se aplica dentro de lo que se conoce como EUROMERCADOS.

autorizadas (o cotizadoras¹⁰) le asignan durante el periodo de evaluación del crédito.

Hay tres agentes externos por medio de los cuales los fondos disponibles se pueden trasladar a los organismos que necesitan fondos, una es por medio de un Intermediario Financiero, institución que pone en contacto a los oferentes y demandantes de recursos, otra es por medio de los Mercados Financieros, que son foros organizados donde los oferentes y demandantes de diversas clases de fondos pueden realizar transacciones. Una tercera forma con la cual los fondos se pueden trasladar, es por medio de una arreglo de colocación directa, pero debido a la naturaleza de la estructura de las colocaciones directas, el enfoque se hace principalmente en los intermediarios y Mercados Financieros.

Los Instrumentos Financieros y las Instituciones Financieras canalizan los ahorros de diferentes personas en préstamos o inversiones. Al proceso por medio del cual se acumulan los ahorros en las Instituciones Financieras y que después se prestan o invierten, se les denomina mediación o más generalmente intermediación financiera, debido a que en los Mercados Financieros Internacionales es el medio por el cual el proceso de intermediación financiera está más especializado básicamente por la infraestructura tecnológica y de recursos humanos con que se cuenta.

¹⁰ Las más conocidas son a) MOODY'S, b) STANDAR & POORS, c) FITCH y d) DUFF & PHELPS

Además de el alto nivel de especialización, existen otras características generales y específicas que determinan e identifican a cada uno de los Centros Financieros Internacionales, entre otras se puede contar: a la ubicación geográfica y por consiguiente el huso horario, el nivel de aceptación de la moneda doméstica como divisa de reserva, el grado de desregulación monetaria, la ausencia de un banco central o institución reguladora de política monetaria, la estabilidad social, económica y política del país en cuestión, el grado de desarrollo del mercado financiero doméstico, la preparación académica de los recursos humanos, el número de instituciones académicas con prestigio internacional, etc.

2.2- Los Mercados Internacionales de Capitales o Centros Financieros Internacionales

El lugar donde se desarrolla la creación y transferencias de fondos, se conoce como Mercados Financieros Internacionales, que es el centro de reunión entre las unidades que desean colocar sus excesos de liquidez (superavitarias), con los organismos ávidos de estos (deficitarias).

Los Mercados Financieros comprenden todas las transacciones, dentro de una economía moderna, que dan como resultado la creación de activos y pasivos financieros, algunas se realizan por medio de instituciones organizadas (bolsas de valores, corredores, transacciones individuales), que determinan por consiguiente que los mercados no son estructuras físicas ni se encuentran aislados.

A cada segmento de los Mercados Financieros, que responde a necesidades específicas de los participantes, se le asigna un nombre determinado, es decir, cuando los derechos y obligaciones financieras que se compran y venden tienen un plazo de vencimiento menor de un año, las transacciones constituyen el Mercado de Dinero, cuando el plazo de los instrumentos negociados son mayores de un año constituyen los Mercados de Capitales, definido así porque se considera que los Instrumentos Financieros a largo plazo representan derechos sobre los recursos reales (capital) de una economía (las plantas, maquinaria y equipo).

Los oferentes y demandantes de fondos dentro de los Mercados Internacionales de Capitales son; corporaciones comerciales internacionales, corporaciones financieras internacionales (quienes colocan los recursos de sus clientes -personas físicas-), gobiernos soberanos (o sus empresas con el aval o garantía correspondiente) o instituciones financieras internacionales (BID, BM, FMI, etc.).

A las corporaciones financieras internacionales se les puede considerar parte de los Intermediarios Financieros, tanto oferentes como demandantes de fondos, pero es importante destacar que son "ahorradores puros" ya que ahorran o canalizan más de lo que piden prestado. Las corporaciones comerciales internacionales colocan parte de sus fondos con intermediarios financieros comerciales, compañías de seguros de vida,

fondos de pensión. Como grupo, las empresas son prestatario netos de fondos. Solicitan financiamiento más de lo que pueden ahorrar. El gobierno mantiene depósitos en bancos comerciales, de fondos temporalmente inactivos, tales como pagos de impuestos etc., no obtienen financiamiento directo de estas instituciones financieras, pero obtienen los recursos necesarios en los mercados financieros. A los gobiernos, también se les considera, dentro de los Mercados Financieros como un típico prestatario neto de dinero.

Los principales intermediarios financieros son las Bancas Comerciales, Bancos de Ahorro mutuo, Mutualizaciones de ahorro y crédito, cooperativas de crédito gremial (uniones de crédito) compañías de seguros de vida y fondos de pensiones. Estas instituciones captan fondos (de las corporaciones comerciales, corporaciones financieras negocios) los reúnen en grandes sumas y ofrecen ciertos servicios para poner prestamos atractivos a la disposición de empresas comerciales, corporaciones financieras y gobiernos.

Los Mercados Financieros permiten que los demandantes y operantes de préstamos e inversionistas a corto plazo, lleven a cabo las operaciones directamente. Mientras que en los mercados de capitales, los préstamos e inversiones de los intermediarios financieros se realizan sin conocimiento directo de los proveedores de los fondos (ahorradores), que se

conforman con saber dónde se prestan e invierten sus fondos, satisfacción que es compensada por el pago de ese préstamo o inversión en base a una tasa (renta) de intereses que fluctúa de acuerdo a las condiciones imperantes en el momento de formalizar la operación en el mismo Mercado Financiero.

En general, un Centro Financiero Internacional es aquel en el cual las instituciones financieras están libres de restricciones de varios tipos a las operaciones de depósito y préstamos con no-residentes, tales como los límites máximos de las tasas de interés, requerimientos de reserva, etc., y que además poseen de tratamiento fiscal favorable, donde los instrumentos Financieros son comprados y vendidos en diferentes mercados geográficamente separados, comúnmente identificados como Centros, Mercados Financieros, o Mercados de Valores que están formados por los Mercados de Dinero por una parte, y los Mercados de Capitales por otra.

Estos Centros Financieros de intercambio constituyen una organizada estructura donde los inversionistas pueden, primero: poner a trabajar sus recursos en una emisión de valores recientemente colocada o en valores existentes en circulación, y segundo: los demandantes de fondos pueden buscar a quien les proporcionará el financiamiento que necesiten ya que los dueños de los recursos deben invertir en activos reales o incluso participar en el desarrollo de las operaciones de un organismo. Las grandes

corporaciones comerciales, los gobiernos y sus empresas son los más asiduos demandantes de fondos.

Los mercados de valores representan una muy importante parte de una economía doméstica, pues el desarrollo o evolución de la misma está determinada, por el grado de avance y organización de sus mercados como lo demuestra la historia, ya que "...países altamente desarrollados, como Estados Unidos, se han apoyado en la bolsa o mercado de valores para crecer..."¹¹.

Estos mercados de valores representan varias etapas, posiblemente con diferencia en grado de éxito.

Primero. Son el marco en el cual las entidades oferentes y demandantes de fondos, dependiendo de sus necesidades y características pueden relacionarse. La combinación de intereses de ahorro está difundida, mientras que, de los deudores individuales, demandantes de capital son muchas veces mayores. La función básica de los Mercados de valores es reunir y canalizar la combinación de intereses para los relativamente pocos que los necesitan para inversiones productivas o de activos reales.

¹¹ Cortés MariCarmen, Mario Segura; El vertiginoso desarrollo de la Bolsa Mexicana de Valores, revista mensual para el inversionista, año 1, No. 2, Marzo 1987; México, D.F.

Segundo. Deberá ser un eficiente distribuidor de capitales, en el sentido de que aquellas firmas que pueden hacer el mejor uso de los fondos son quienes obtienen los financiamientos.

Tercero. Deben asegurar el ordenado y eficiente mercadeo de los valores existentes. El factor liquidez es muy importante para los inversionistas, por lo tanto, deben ser capaces de que los fondos regresen.

Por otra parte, dentro de estos centros es posible identificar dos tipos de mercados en los cuales se negocian las emisiones de títulos que salen a circulación por primera vez (Mercado Primario), y las que son conocidas por el público inversionista (Mercado Secundario).

Mercados Primarios: Las nuevas emisiones de valores son atendidas por un Mercado Primario, al cual necesariamente acuden las unidades económicas deficitarias para adquirir los recursos financieros que le son indispensables para continuar con sus operaciones normales o apoyar sus proyectos de desarrollo.

Un buen Mercado Primario es elemento esencial dentro de un sistema económico moderno; es decir, si no existiera éste, las unidades que desean invertir en activos reales probablemente tendrían que realizar dichas

tareas de ahorro para estar en condiciones de poder financiar tales inversiones, y es en esta situación en la que la gran mayoría de los deudores acuden a estos Centros en demanda de recursos frescos que por la naturaleza de su actividad económica, no están en posibilidades de cubrir.

Las emisiones primarias muchas veces son negociadas a través de un intermediario identificado con Inversionista Bancario. Normalmente, una firma de Inversiones Bancarias compra valores de entidad emisora y los vende al público obteniendo de ésta una ganancia. Por sustituir a la entidad emisora del riesgo de fluctuaciones adversas en el precio de los valores que están siendo negociados, los inversionistas bancarios realizan una valiosa función dentro del sistema financiero.

Este mercado primario, mediante un proceso hace llegar los valores emitidos por el emisor (vendedor) al inversionista, que en algunos casos si no tiene necesidad de aportación (inversión), mantendrá en sus manos la evidencia de su participación hasta el momento en que la fecha fijada como vencimiento se cumpla, y pueda recuperar totalmente su aportación inicial.

El papel que desempeña un inversionista bancario en este proceso es, en primer lugar, de director, de suscriptor, cuando se trata de una

emisión que recién sale al mercado, es decir, organiza todos los detalles inherentes al proceso de venta y colocación.

Para reducir el riesgo que corre en una gran emisión, el inversionista bancario puede constituir un Sindicato de Suscriptores con otros grandes inversionistas Bancarios. Una vez que el registro de la emisión es aprobado en la Casa de Bolsa, el precio de la emisión se fija y los valores son ofrecidos al público, el grupo colocador o vendedor, formado por el Sindicato Suscriptor y organizaciones "al menudeo" (negociantes intermediarios), manejan la actual distribución de los valores al público.

La ganancia para los inversionistas Bancarios por esta función está representada por el spread, sobretasa o margen o diferencial que, expresado brevemente, es la diferencia entre lo que el mismo inversionista colocó los títulos emitidos entre los compradores, esta diferencia, se expresa en precios de mercado, ya que el último precio lo fija la condición del mercado en el momento de la venta, es decir, la aceptación que esta emisión reciba por el público inversionista.

En los últimos años, algunas corporaciones han colocado sus nuevos valores en Emisiones privadas en lugar de Emisiones de Carácter Público, en este caso, la emisión es vendida directamente a una Institución Inversionista evitando así el paso por el mercado abierto. Cualquier tipo de

valores puede ser colocado privadamente, sin embargo, tales colocaciones incluyen normalmente las emisiones de bonos antes que algún otro tipo de valores.

Mercados Secundarios: Una vez que los valores han sido vendidos por el emisor, se necesita un eficiente mecanismo para su reventa, los inversionistas no comprarán fácilmente los valores si éstos no pueden venderlos cuando lo deseen, de ahí que la existencia de un mercado secundario sea de gran importancia para un sistema económico. El precio de los valores dentro de este mercado está disponible para todos, y el valor alto de un título generalmente es el reflejo de una eficiente dirección financiera de la entidad emisora.

Estos mercados secundarios pueden ser clasificados en:

a) Mercados negociadores

b) Mercados de subasta.

En el primero participan las firmas que actúan como negociantes que compran y venden por su propia cuenta, dentro del segundo se incluyen las operaciones de subasta o proceso de postura donde los

intermediarios financieros representan a inversionistas y actúan en su nombre.

Los Mercados Financieros incluyen todos los mecanismos para emitir, negociar y redimir títulos de crédito que son vitales para el adecuado funcionamiento de la economía.

A fin de distinguirlos se puede clasificar a los mercados financieros en:

Mercados Institucionales. Se refiere a los centros en los cuales los participantes, oferentes y demandantes de títulos, son corporaciones comerciales o financieras que participan en éstos a través de intermediarios institucionales (Citibank, Nomura Securities, Salomon Brothers, etc.), como característica importante de estas operaciones se puede señalar el volumen de las mismas, y podríamos identificarlos como compradores o acaparadores al mayoreo.

Mercados abiertos o Mercados de Activos Fijos Mercado de Acciones.

2.3- La Banca Privada o Comunidad Bancaria Internacional y la Banca Oficial

Por Banca Privada se entiende las instituciones financieras privadas que operan en más de un país, es decir, también ofrecen sus servicios fuera de las fronteras de donde son originarios por medio de sucursales que establecen en una ciudad que tiene gran importancia económica.

El proceso de expansión de la Banca Privada no ha sido simple ni en un corto plazo, a través de la historia moderna es posible apreciar este avance gradual, que está estrechamente ligado al grado de expansión de las corporaciones comerciales, las instituciones financieras se vieron en la necesidad de seguir fuera de sus fronteras a sus clientes tradicionales logrando con esto, por una parte, mantener su cartera de clientes y por otra, ampliar su campo de acción en el terreno de servicios financieros; debido a que desarrollan nuevos "productos" que son susceptibles de ser ofrecidos a los potenciales clientes del otro país. Un ejemplo de lo anterior se observa en el grado de expansión o internacionalización en la década de los sesenta y setenta de la banca privada norteamericana, mientras que por lo que respecta a la banca privada europea, esta internacionalización se aprecia en segunda parte de los años setenta y primera de los años ochenta, entanto que de la banca privada japonesa, el período de desarrollo y expansión es posible identificarlo en el transcurso de los últimos quince años

De lo anterior se desprende que, por Comunidad Bancaria Internacional se entiende la asociación de las instituciones financieras privadas, es decir, las instituciones financieras tanto de los Estados Unidos de Norteamérica (Citibank, Chase, etc.), como de Europa (Banque Paribas, Deutsche Bank, Banca Commerciale Italiana, Swiss Bank, etc..) y Japón (Industrial Bank of Japan, Tayo Kobe Bank, etc.).

Cuando se habla de Banca Oficial se hace referencia a los organismos financieros internacionales que son constituidos por iniciativa de uno o más países con el fin de ofrecer u obtener apoyo financiero cuando lo requieren, un ejemplo de esto, es la función que realiza el organismo financiero internacional conocido como Fondo Monetario Internacional, surgido por la necesidad de contar con una institución que pudiera regular y mantener las relaciones financieras entre los países socios; este se constituye a través de aportaciones anuales, y para que su "ayuda" sea otorgada es necesario que el país miembro se sujete a una serie de controles (programas de ajuste) que son impuestos por la dirigencia del FMI, nuestro país es un ejemplo de lo anterior.

La Banca Oficial actúa también a nivel regional, un ejemplo de esta se observa en el Banco Interamericano de Desarrollo o BID..

3- Mercados Internacionales de Capitales

3.1- Mercados existentes en General

Los Mercados Internacionales de Capitales son los medios más importantes para la canalización de ahorro, de los países con excedentes en su cuenta corriente hacia los países deficitarios. Dentro de lo anterior se incluye la transferencia de ahorro de los países deudores de América Latina, que en la última década se han convertido en unos exportadores netos de recursos financieros hacia los países acreedores, entre los que se encuentra los Estados Unidos de Norteamérica.

Actualmente, los Mercados Internacionales de Capitales están integrados por seis elementos, que no están aislados pero, debido a la naturaleza de las operaciones que ahí se desarrollan, es posible identificarlos en;

a) El Mercado de Eurotítulos, se refiere a los bonos que son emitidos en un país y una moneda diferente a la del emisor

b) Un número de Mercados Domésticos, en los que los prestatarios extranjeros emiten títulos, también se le conoce como Mercado de Bonos Extranjeros

c) Varios Mercados de Eurodepósitos, en éstos se aceptan depósitos monetarios en los cuales los titulares son de procedencia extranjera.

d) Mercados de Operaciones en Moneda Extranjera, dentro de algunos mercados se permiten transacciones en moneda que no es la doméstica.

e) Mercado Internacional de Futuros Financieros y,

f) El Mercado de Créditos Bancarios Sindicados, en el cual se pactan créditos que por su monto, el riesgo del mismo no lo corre una sola institución financiera.

Los cuatro últimos listados, realmente no son mercados de títulos, debido a que los eurodepósitos, las operaciones en moneda extranjera, los futuros financieros y los créditos bancarios se formalizan en contratos individuales que no pueden ser negociados en un mercado secundario formal, pero los dos primeros presentan las siguientes características comunes;

a) Los títulos Internacionales se emiten en mercados distintos del Mercado Doméstico¹² del prestatarios

b) Los intereses se pagan libres de cualquier retención impositiva

c) La gran mayoría de los títulos se emiten al portador

d) Los títulos que aquí se emiten normalmente no están garantizados

e) En casi todos los casos, las emisiones de títulos se realizan mediante oferta pública, con cotizaciones en una o más bolsas de valores aunque, generalmente las emisiones se negocien en el mercado secundario.

Dependiendo de la respectiva moneda, existen varias diferencias, tanto reglamentarias como de práctica del mercado, entre el euromercado de esa moneda y su mercado doméstico de bonos extranjeros, diferencias que no son siempre rigurosamente exactas pero que se pueden resumir en:

¹² Dentro del desarrollo de la presente investigación, se indica el porque es necesario diferenciar a un mercado doméstico de un mercado internacional de capitales.

a) Los títulos emitidos por los prestatarios en ciertos mercados domésticos, también pueden ser obtenidos en forma nominativa o registrada, mientras que los eurotítulos normalmente se emiten al portador.

b) Los títulos emitidos por los prestatarios extranjeros en mercados domésticos tienen su suscripción original garantizada por garantes ("Underwriters") domésticos, pero al igual que los eurotítulos pueden estar sujetos a determinadas limitaciones; ser distribuidos a nivel internacional y

c) El mercado de eurotítulos es accesible para cualquiera que desee invertir en ellos, siempre y cuando cubra los requisitos de los mismos.

3.1.1- Orígenes

Se tiene evidencia de que la existencia de los mercados de capitales no es un invento de la época que vivimos, los comerciantes de la antigua Grecia ya celebraban reuniones en el Pireo, donde los negociantes de Atenas realizaban transacciones comerciales con los de otros pueblos. Los romanos concertaban sus contratos mercantiles en los "collegium mercatorum". Durante la Edad Media los comerciantes, los artesanos y los banqueros tenían almacenes en las principales plazas mercantiles, donde igualmente se emplazaban las delegaciones comerciales de países extranjeros.

Sin embargo, las primeras Bolsas como hoy las conocemos, en el entendido de que una Bolsa de Valores perfectamente establecida es la base de un Centro Financiero o Mercado Internacional de Capitales, surgen hasta el siglo XVI. En ellas se realizan contratos de mercancías y compra-venta de letras de cambio, metales preciosos y moneda. Entre ellas, la más antigua es la de Brujas, que se remonta al final de la Edad Media. La extensión del comercio marítimo y la creación de grandes sociedades multiplican la importancia de las Bolsas, ya que solo a través de ellas se pueden conocer las variaciones en el precio de las mercancías y las diferentes cotizaciones de las sociedades mercantiles así como las de sus obligaciones.

Durante la década de los años cincuenta y principios de los años sesentas, la ciudad de Nueva York fue el Centro Financiero más importante; sin embargo, con la guerra de Corea, los gobiernos de Europa Oriental sospecharon que el deterioro de sus relaciones con los Estados Unidos derivara en un congelamiento de sus cuentas en dólares en ese país, por lo que decidieron transferir sus depósitos a otros mercados en los que sus recursos no corrieran riesgo alguno.

3.1.2- Evolución

La estructura de los principales mercados internacionales de capitales se ha modificado considerablemente en los últimos años, como consecuencia del desarrollo tecnológico y de nuevos instrumentos, a la

competencia más intensa y a los cambios en las regulaciones bancarias y de valores. En la década de los setentas, los créditos sindicados constituyeron el principal medio de financiamiento, en la década de los ochentas, y en la presente, en forma por demás vigorosa, se han desarrollado nuevos instrumentos, tales como: las emisiones en papel comercial, los bonos a tasa variable y a mediano plazo (caso BANCOMEXT, SNC y NAFIN, SNC, en 1994 y 1995), mecanismos de conversión de moneda y mecanismos de cobertura de tasas de interés (SWAPS); además de las facilidades crediticias internacionales.

El proceso de innovación ha diversificado en gran medida la distribución del riesgo entre prestatarios y prestamistas, de tal forma que ha integrado más a los mercados de capitales de varios países y ha afectado el papel de los intermediarios financieros en la canalización del ahorro y la inversión. La rapidez de este proceso reformador está correlacionada con la variabilidad de la economía internacional, con la crisis de la deuda externa, con los cambios en la regulación y la supervisión oficial de los mercados financieros y el gran desarrollo de la nueva tecnología en las áreas de computación y telecomunicaciones.

Los altos niveles de inflación registrados en los países industrializados a partir de la década de los años setentas provocaron que muchos de los activos financieros que devengan una tasa de interés fija

obtuvieran tasas de interés reales negativas, y que el valor de mercado de estos activos disminuyera significativamente, ocasionando que los inversionistas prefirieran instrumentos financieros con tasa de interés variable y períodos de vencimiento cortos.

La gran incertidumbre causada por la mayor volatilidad en las tasas de interés y tipos de cambio, y en la actividad económica en general provocó que, por un lado, los prestamistas se mostraran renuentes a proveer de fondos a largo plazo a una tasa de interés fija y por otro lado, que se diseñaran instrumentos financieros de una mayor flexibilidad y liquidez y con un valor futuro menos cierto

En su mayoría los cambios en la regulación de los mercados financieros ha respondido a presiones creadas por el comportamiento de ciertas variables macroeconómicas, se han tomado algunas medidas para promover la eficiencia, la competitividad y el acceso internacional a los sistemas financieros internos. Entre las más importantes se puede destacar a; la eliminación de los topes a las tasas de interés, la disminución a las restricciones operativas y geográficas a los intermediarios, la apertura de los sistemas financieros domésticos a instituciones foráneas¹³, la abolición o disminución de los controles de cambio y la disminución de controles cuantitativos de dinero.

¹³ En el caso de México, la apertura financiera que se contempla dentro del contexto del Tratado de Libre Comercio con los Estados Unidos de Norteamérica y Canadá.

Entre los instrumentos que han alcanzado un gran desarrollo en los mercados financieros en los últimos años están los bonos a tasa variable o flotante¹⁴ que poseen características atractivas tanto para los prestatarios como para los prestamistas sobre todo en periodos inflacionarios y de tasas de interés elevadas¹⁵. Estos en especial han disminuido el riesgo asociado con la variabilidad de las tasas de interés y los costos de emisión, los cuales son considerablemente menores que los de la obtención de créditos sindicados.

Las facilidades crediticias internacionales han experimentado una gran propagación, ya que consisten en un acuerdo donde un banco o un grupo de bancos suscriptores se comprometen a respaldar por varios años la emisión que un prestatario realice de valores a corto plazo, estos suscriptores se responsabilizan de aquellos valores que no pudieron ser vendidos a una determinada sobretasa fija. El acceso a este tipo de financiamiento por lo general está restringido a únicamente prestatarios de una alta clasificación crediticia entre los que se incluyen las grandes corporaciones financieras o comerciales.

Las operaciones de conversión de monedas y de cobertura de tasas de interés conocidas como transacciones SWAP se han constituido en

¹⁴ A esta clase de Bonos, el nombre común dentro del contexto de los Mercados Financieros Internacionales, es el de FLOATING RATE NOTES o simplemente FRNs, que puede ser interpretado como pagaré a tasa flotante o variable.

¹⁵ Ver Anexo no. 2, en el que se presenta la tendencia histórica de las tasas de interés flotante PRIME RATE y LIBOR

otro instrumento de gran auge en los mercados financieros internacionales. Estas conversiones se han utilizado tanto para especular con las diferencias en los costos de financiamiento, como para redistribuir el riesgo que implica la fluctuación en las tasas de interés y de los tipos de cambio en las operaciones a mediano plazo¹⁶.

Otra área de innovación se ha desarrollado en los mercados a futuro y opciones en tipos de cambio y tasas de interés, estas transacciones permiten que bancos y corporaciones reduzcan su riesgo financiero.

El proceso de innovación suscitado paralelamente a la crisis de la deuda externa originó la introducción de nuevas medidas de regulación y supervisión de los sistemas financieros de varias naciones desarrolladas.

Los organismos de supervisión bancaria intentan revertir la tendencia declinante observada en los niveles de capital de muchas instituciones de países industrializados. Por lo tanto se han incrementado las relaciones capital/activos, resultando con esto, una vigilancia más estrecha sobre la calidad y distribución de las carteras¹⁷.

¹⁶ Un ejemplo de esta aplicación la ofrece la política que en la materia está instrumentando México para el manejo y administración de su Deuda Externa, que en durante 1992 ha aplicado mecanismos de conversión de moneda y tasas de interés, el más difundido se realizó en mayo del mismo año. Mención aparte merecen los programas que se pueden considerar de compra de deuda externa que el mismo Gobierno de México aplicó en 1987, 1990, 1991 y 1995.

¹⁷ Esta supervisión se observa principalmente en las nuevas condiciones bajo las cuales la Comunidad Bancaria Internacional está concediendo nuevos créditos a los países que presentaron problemas de liquidez.

El incremento en los requerimientos mínimos de capital de los bancos y el deterioro en la clasificación de algunos de ellos, ha estimulado el desarrollo de prácticas bancarias que tienden a evadir las regulaciones correspondientes. Entre estas prácticas se destacan los créditos de contingencia¹⁸ como respaldo a la emisión de valores de instituciones no bancarias que en muchos países este tipo de instrumento no se registran en los balances generales de los bancos, los mercados de futuros que representan una alternativa a las operaciones bancarias y los préstamos concedidos en forma de instrumento negociable en algunos esquemas de supervisión reciben un tratamiento preferencial.

3.1.3- Perspectivas

Es de esperarse que al menos en el corto plazo el monto y la distribución de los flujos internacionales de capital continuarán siendo fuertemente influenciados por las necesidades de financiamiento de los déficits en cuenta corriente de los distintos grupos de países y por la actitud que muestra la banca con respecto a la canalización de recursos a los países en desarrollo. Esta tendencia sugiere que los movimientos de capital se observaran principalmente entre países industrializados en oposición a flujos entre esos países y los de en vías de desarrollo.

¹⁸ Este tipo de crédito se contempla dentro del acuerdo logrado por México con la Comunidad Bancaria Internacional, firmado en la ciudad de México el 4 de febrero de 1990

Por su parte, los bancos comerciales posiblemente continuarán con el proceso de mejorar la negociabilidad de sus activos. Se puede estimar que las innovaciones financieras incrementarán su participación en las operaciones crediticias internacionales, reduciendo con esto los márgenes de riesgo. Los nuevos instrumentos financieros tienen el potencial para incrementar la eficiencia y estabilidad de los mercados internacionales de capitales.

La permanencia de las favorables condiciones de plazo y de tasas de interés en los mercados financieros sugiere que el ritmo de emisión de bonos dentro de los mismos continuará a niveles elevados. Los cambios estructurales que se presentan en los mercados internacionales de capitales son un factor determinante de la actividad mostrada.

3.2- Diferencias entre Mercados Domésticos y Mercados Extranjeros

Además de las características que diferencia a un Mercado de Dinero de un Mercado de Capitales, es conveniente aclarar que dentro de estos también existe otra clasificación, tomando como base el usuario final de los recursos, de tal forma que si se trata de un "cliente" cuyo domicilio es el mismo país de donde se obtienen los fondos, se dice entonces que, el financiamiento se obtuvo en el Mercado Doméstico de ese país.

Como consecuencia de lo anterior, las entidades (sea corporación financiera, comercial o gobiernos y sus empresas), que tienen su oficina matriz fuera del país donde se maneja el financiamiento y que participan dentro de los Mercados Internacionales de Capitales, para su estudio y clasificación se identifica un apartado que se conoce como Mercados Extranjeros.

3.3- Mercados Financieros Clásicos

Durante la década de 1970, las operaciones bancarias internacionales, las cuales comprenden a las realizadas en moneda extranjera así como los préstamos realizados a no residentes¹⁹ aumentaron significativamente, como efecto de la expansión internacional de las más importantes instituciones financieras de los Estados Unidos de Norteamérica, Europa y Japón.

El inicio de la internacionalización de la banca privada internacional se puede asociar con la llamada crisis petrolera de 1973, a raíz de la cual los grandes bancos canalizaron las grandes cantidades de excedentes de recursos financieros de los países exportadores de petróleo a los países con cuentas externas deficitarias, con esto los importadores netos de hidrocarburos pudieron hacer frente al aumento en los precios evitando

¹⁹ Una de las características básicas de estos mercados, se debe a esta peculiaridad, dentro del mismo, es posible allegarse de financiamiento aún para demandantes de crédito no-nacionales o extranjeros que satisfagan los requisitos de operatividad de los Centros Financieros Internacionales o Mercados Internacionales de Capitales.

una recesión más severa que la que hubiera resultado en ausencia de estas corrientes de financiamiento.

Los bancos internacionales²⁰ como tales ya existían antes del choque petrolero de 1973, y la transferencia de recursos financieros traducidos en excedentes petroleros se realizó con éxito debido a que para esas fechas los bancos internacionales ya se había instrumentado y desarrollado la mecánica operativa de las operaciones internacionales que haría posible dicha transferencia.

3.3.1- Orígenes

Los orígenes de estos mercados, a lo largo de la historia, se pueden asociar con la vigencia de la civilización que esté en la cúspide de poder del mundo conocido, es decir, el atesoramiento de riqueza históricamente se vincula con la ciudad más fuerte, que en su tiempo, guardando toda proporción, fueron ciudades como; Egipto en Africa, Persia, Pekín, e India en Asia, Grecia, Roma, España, Portugal, Inglaterra, Holanda, etc., en Europa, y en América, Tenochtitlán y Cuzco

²⁰ Un "Banco Internacional", es aquel que realiza transacciones bancarias internacionales, independientemente del lugar de establecimiento o ubicación geográfica. Con lo anterior, esta definición puede ser aplicada correctamente a una institución financiera nacional o extranjera, siempre y cuando ésta lleve a cabo operaciones bancarias internacionales.

El orden económico internacional actual apenas va por sus cincuenta primeros años²¹ pero es claro que para llegar al punto en que estamos no debemos limitarnos al período de tiempo señalado.

Como consecuencia de los descubrimientos de nuevas tierras que países como España y Portugal lograron en el siglo XV y XVI, llegaron excedentes de metales preciosos producto de sus conquistas y explotación de los nuevos territorios, esta riqueza por diversas causas no se arraigaron en dichos países sino que, se concentraron en ciudades que empezaron a tener como actividad principal el comercio en lugar de la fuerza militar, un ejemplo de esto, se observa con la historia de Holanda.

A raíz del surgimiento de ciudades como Londres, (que dentro de sus principales actividades durante los siglos XVII y XIX fue el comercio, sin olvidar que la base de este, se debió a las colonias que Inglaterra contaba), es como se empieza a construir un sistema económico internacional en el que se reconocía la importancia de las riquezas que en dicha ciudad se manejaban.

La riqueza de los principales países de nuestro mundo no es producto de su reciente historia, es decir, para que Inglaterra o los Estados

²¹ A pesar de las variadas corrientes económicas que existen, cabe señalar, que nos referimos a un orden económico basado en un libre intercambio de mercancías (en este caso, el intercambio financiero) en el cual no existen regulaciones o controles limitativos. También se considera que, para que este orden se presente, a la fecha es necesario trabajar a fin de lograr un mundo en el que las fronteras desaparecan.

Unidos de Norteamérica llegaron al punto que hoy día se encuentran debieron de pasar por etapas históricas de las cuales sacaron ventaja, (potencia comercial en su tiempo, país vencedor de la Segunda Guerra Mundial, etc.)

Entre las principales potencias económicas que se conocen, se han dado alianzas principalmente de orden económico, pero no hay que olvidar que este orden lo encabeza, a pesar de su actual situación económica, de quien se ostenta como la mayor fuerza militar, y que sus decisiones impactarán de forma tal en el actual sistema financiero internacional. Estas alianzas se conocen como el grupo de los tres, (Estados Unidos, Japón, Alemania) de los cinco (además de los anteriores, Inglaterra y Francia), de los siete, etc. en las que participan los países miembros de la OCDE.

Es menester señalar, que estos centros financieros no están sujetos a regulación alguna, es decir, actúan independientemente de las decisiones de política económica o financiera del país donde se ubiquen.

3.3.2- Ubicación

El hablar de la ubicación geográfica de los centros financieros internacionales, es conveniente recordar, que estos son un producto de las corrientes comerciales que actualmente se observan y que estas corrientes

se deben a la expansión de las grandes corporaciones industriales y comerciales, en primer término²² en otros países y en los de acuerdo a diversas negociaciones construyen sucursales.

Algunos de estos centros, (Nueva York, Tokio, Londres, Frankfurt, etc.), por la trascendencia e importancia de las operaciones que en ellos se llevan a cabo, son considerados como los principales sensores²³ del actual sistema internacional, es por esto que las principales noticias financieras actuales se presentan en los mismos y de ahí se difunden al resto de las economías. Aún dentro de los centros financieros, existe una clasificación en base a la importancia y antigüedad de dichos mercados, por lo anterior, se habla de centros financieros tradicionales, entendiéndose a tales como los lugares que a pesar del paso del tiempo han logrado sobrevivir a los últimos acontecimientos mundiales, a estos se conoce como centros financieros "tradicionales" y tal es el caso de Tokio, Londres y Nueva York, que como mera coincidencia se ubican en las principales economías del actual orden económico mundial.

²² Ya que como consecuencia del asentamiento de estas en los nuevos territorios, las corporaciones financieras "seguirán" a sus clientes tradicionales a fin de estar en la misma plaza y con esto poder ofrecer sus servicios en el momento que lo requieren ya que contarán con el apoyo de la infraestructura que esa corporación financiera ha desarrollado.

²³ Históricamente se ha observado que un indicador principal de los acontecimientos mundiales son las Casas de Bolsa, esto se puede explicar debido a que quienes ahí participan cuentan con una mayor información y perspectiva de los acontecimientos, razón por la que en determinadas circunstancias históricas parece que abandonan su posición de "especuladores" o inversionistas a largo plazo para refugiarse en una inversión que en cualquier situación conserva su valor, esto es, los metales principalmente el oro o la plata. Previo a un acontecimiento que impacta en la historia mundial, se puede notar dentro de estos centros financieros fases de gran actividad, que dorotan en una "caída" de la Bolsa que se trate.

3.3.3- Evolución

Después de la Segunda Guerra Mundial la ciudad de Nueva York fue el Centro Financiero Internacional durante los años cincuentas y la primera parte de los sesenta

La ciudad de Londres resurgió como Mercado Financiero Internacional al permitir a la banca privada internacional evitar las regulaciones impuestas por los Estados Unidos de Norteamérica, de esta forma al final de los años sesenta se convirtió en el centro más importante del mercado del eurodólar

3.3.4- Perspectivas

Al contemplar el posible horizonte de estos centros, se estima que a fin de conservar la intención del actual sistema financiero internacional por lograr un sistema globalizado, y esto se observa en el proceso de agrupamiento o asociaciones en bloques o zonas que hoy día se están dando, ejemplos de esto es la Europa unida, el Tratado de libre Comercio para América del Norte o TLC, la Organización de los países miembros de la Cuenca del Pacífico, y la vigencia de estos lugares estará determinada por la permanencia o consolidación de estas agrupaciones.

Los actuales líderes (principales países desarrollados industrialmente), del sistema financiero internacional se encuentran en una

etapa de permanente comunicación de tal forma que las decisiones de política económica doméstica que alguno de ellos adopte no se contraponga con los interés de grupo que de por sí existe, es decir, la intención de estos países es mantener y fomentar el actual sistema de intercambio, que en determinado momento histórico se ve afectado por la toma de decisiones unilaterales.

Por lo anterior, los centros financieros conocidos como "tradicionales" de no presentarse un cambio radical en el actual orden económico mundial tendrán mayor jerarquía, realizándose en ellos las principales transacciones financieras internacionales. También de estos saldrán las soluciones que en conjunto con los organismos financieros internacionales, se deberán adoptar a fin de integrar al resto de las economías al sistema financiero mundial, en el entendido de que los efectos de posibles "crisis de liquidez"²⁴ y cracks bursátiles que en un corto y mediano plazo pudieran presentarse sus efectos no impacten de sobremanera en el sistema financiero internacional, para lograr esto es menester que los organismos antes señalados actúen de común acuerdo a fin de evitar o restaurar el posible daño que se presente por estos fenómenos.

²⁴ Entendiendo como tal, a la situación que los países en vías de desarrollo presentaron cuando en la década de 1980 no pudieron hacer frente a los compromisos financieros contraídos con la comunidad bancaria internacional, tal fue el caso de México, Brasil, Argentina, etc.

Otro aspecto que debe ser considerado es el que se refiere al supuesto de que las políticas económicas actuales continúen en lo esencial, específicamente que los tipos de cambio reales permanecen "constantes". Es de esperar, que la tendencia en este sentido será consistente con la intención de obtener una estabilidad de las tasas de inflación y de interés en las respectivas economías.

3.4- Nuevos Mercados Financieros

3.4.1- Orígenes

Los llamados nuevos centros financieros surgen de la necesidad de que otras economías doméstica participen en lo que se conoce como sistema financiero internacional, además de que para los oferentes y demandantes de recursos contarán con lugares en los cuales estuvieran libres de alguna restricción de tipo fiscal o monetario.

3.4.2- Ubicación

Estos centros que no tienen tanta importancia como la de los llamados tradicionales, son aquellos que en los últimos años han surgido como respuesta a una necesidad de que diferentes países o economías se integren al sistema financiero internacional, o de procurar "paraísos financieros" a los potenciales participantes, tal es el caso de los llamados "nuevos centros financieros" o paraísos fiscales, entre los cuales destaca Bahamas, Gran Cayman, en un tiempo Panamá y Filipinas, etc. Que también son el resultado de que demandantes y oferentes de recursos financieros

frescos por un lugar en el que a su mercancía donde no se le impongan reglamentaciones que pudieran incidir en la toma de decisiones para su inversión o permanencia

3.4.3- Evolución

Varios países y territorios vieron el desarrollo de las transacciones financieras internacionales como parte de su programa de desarrollo económico. Como consecuencia de lo anterior, ofrecieron un favorable tratamiento a esta clase de transacciones, diferenciándolas (principalmente con menores regulaciones), de las operaciones que se efectúan dentro de su mercado doméstico.

Las causas que incentivan el establecimiento de la banca internacional varían de un caso a otro, en algunos, existen ciertas ventajas que permiten realizar estas operaciones de una manera más eficiente, estas ventajas pueden ser, desde la proximidad geográfica hasta el horario de operación en relación al continente americano. Los préstamos generados en Londres en las primeras horas de un día bancario hábil, normalmente deben de ser solicitados por los prestatarios en la costa oeste, con un día de anticipación, mientras que si esta solicitud se presentara en las Bahamas, se podría solicitar el préstamo al término de las horas hábiles y cerrar la operación el mismo día.

El establecimiento de la banca internacional en determinado punto, generalmente ofrece beneficios a la economía de que se trate, esta situación se observa en las economías pequeñas.

Por su parte, algunos países industriales conceden facilidades para las operaciones de la banca internacional con el propósito de extender las transacciones internacionales y tener un mayor control de éstas; tal es el caso de Japón. Por otra parte, existen beneficios potenciales que se derivan del establecimiento de instituciones financieras internacionales, entre los que se puede considerar:

- a) El aumento de la eficiencia de las instituciones financieras domésticas, siempre y cuando estén preparadas para competir y no reciban protección,

- b) Aprovechamiento de la tecnología bancaria del exterior,

- c) El desarrollo de otra clase de servicios financieros.

Los mercados financieros internacionales constituyen el canal más importante para la transferencia de capitales entre países, estos son sumamente competitivos y muy sensible a las reglamentaciones que los

diferentes gobiernos aplican a las instituciones financieras que se acogen a su jurisdicción.

Entre los principales factores que inciden en las operaciones de los bancos internacionales se cuentan:

- a) El encaje legal,
- b) Los impuestos sobre las utilidades netas,
- c) Los impuestos al interés pagado a los depósitos,
- d) Los controles cambiarios,
- e) Las reglamentaciones directas tales como los topes al crecimiento de activos y pasivos.

En el desarrollo de un centro financiero internacional también es importante:

- a) Un buen sistema de comunicaciones,

- b) Personal capacitado en transacciones financieras, con conocimiento del idioma inglés,

- c) La ausencia de dificultades para los ciudadanos extranjeros de obtener permisos de residencia,

- d) Una localización geográfica que facilite las operaciones de la banca internacional y/o extraterritorial,

- e) Un ambiente favorable a la iniciativa privada.

En general, los sistemas bancarios en los países y territorios donde operan los bancos internacionales requieren de la separación de las transacciones bancarias internas y las internacionales, con el fin de aislar y controlar los efectos de las corrientes de capital extranjero sobre sus economías.

La evolución de estos centros depende de que los participantes continúen en la búsqueda por ofrecer nuevos y mejores

productos financieros a los clientes potenciales, con esto, la permanente innovación de las posibilidades de mecanismos financieros serán el impulso que decidirá por la vigencia y funcionalidad de esta clase de lugares

3.4.4- Perspectivas

El horizonte que se puede presentar en un mediano plazo para estos nuevos centros financieros es optimista, con base en que dentro de un contexto de bloques económicos del sistema financiero internacional se espera que surjan nuevos focos de "concentración y distribución" de recursos financieros.

En este sentido, puede considerarse que el surgimiento de nuevos centros financieros se presentarán en un mediano plazo, en países en los cuales exista una situación estable tanto económica como políticamente, lo cual, por una parte atraerá el establecimiento de la banca internacional en su territorio y por otra fomentará la competencia financiera entre las instituciones bancarias domésticas.

3.5- El Mercado de Capitales en los Estados Unidos de Norteamérica

3.5.1- Características

Los orígenes del mercado de eurobonos estuvieron íntimamente relacionados con el papel internacional que desempeñó el dólar estadounidense, en la década de 1950 y 1960. Debido a la creciente popularidad de esta moneda y a su crecimiento como activo primario de reserva internacional, resultó en una continua demanda de la misma por deudores fuera de los Estados Unidos de Norteamérica.

En términos nominales, los fondos que se obtienen en el mercado doméstico de emisiones de bonos dentro del mercado de capitales de los Estados Unidos de Norteamérica, son los mayores considerándose como el mayor mercado doméstico que existe actualmente, contabilizando más del 50% de todas las emisiones por su volumen y es aproximadamente del doble de tamaño del más cercano que es el mercado doméstico del Japón. Es cerca cinco veces del tamaño del mercado de capitales Alemán.

Este mercado por mucho tiempo seguirá siendo la fuente tradicional a la cual los principales demandantes de recursos acuden a fin de satisfacerse de financiamiento

3.6- Euromercados

3.6.1- Origen de los Euromercados

En julio de 1963, el presidente J. F. Kennedy propuso un impuesto a los compradores americanos de valores extranjeros este se denomina Interest Equalization Tax (IET), este impuesto incrementó el costo a los deudores extranjeros que arribaban a Nueva York para emitir bonos en el Mercado de Bonos Yanqui (Yankee Bond Market). Los cupones de los bonos tendrían que ser incrementados para compensar a los compradores de bonos por el impuesto que deberían de pagar al gobierno de los Estados Unidos de Norteamérica.

Esta inocente idea fue la que colocó dólares fuera, en manos extranjeras.

Este impuesto creó una razón para emitir bonos denominados en dólares estadounidenses, a los cuales se les conoce como Eurobonos, emitidos internacionalmente en mercados extranjeros de capitales y están libres de retenciones impositivas.

En febrero de 1965, el IET se amplió, aplicándose también a préstamos con un vencimiento de uno a tres años, cuando esos préstamos

fuesen hechos por bancos norteamericanos y otras instituciones financieras para destinarlos a deudores extranjeros.

Los precursores de los eurobonos actuales fueron ofertas efectuadas por gobiernos en mercados de capital extranjero vendidas íntegramente (al menos eso es lo que la teoría señala), dentro de dicho mercado. Los antecedentes inmediatos del mercado de eurobonos fueron emisiones extranjeras realizadas en los Estados Unidos de Norteamérica en su mercado local de capital, al que los gobiernos europeos recurrieron después de finalizada la Segunda Guerra Mundial. El acceso al mercado era relativamente simple, se disponía de capital en montos considerables y la divisa estadounidense era de gran aceptación, no solo para los prestatarios y los inversionistas locales, sino también para los inversionistas extranjeros.

En poco tiempo se detectó que una gran porción de los bonos extranjeros emitidos en Nueva York, pasaba a través de los centros financieros europeos a individuos e inversionistas institucionales difundidos en el mundo, que se veían atraídos por la calidad de los valores, la denominación de la moneda, su cotización en una bolsa de valores, el hecho que eran emitidos al portador, y además que los intereses y el capital se pagaban libres de impuestos.

El gobierno del presidente Kennedy, identificó a las emisiones extranjeras del mercado de Nueva York como contribuyentes al déficit a la cuenta de capital de los Estados Unidos de Norteamérica que se pretendía reparar. Dentro de este contexto, la aplicación del impuesto de la Igualación de los intereses (IET), hizo impracticable la emisión de bonos en Nueva York para prestatarios extranjeros, al someter a dichos bonos a una penalidad impositiva que reducía su rendimiento.

La respuesta natural a la anterior medida fue la reubicación de la base en dólares, para operaciones financieras internacionales en centros financieros europeos y con esto explorar, directamente, la demanda de inversiones de potenciales inversionistas internacionales, mediante la oferta de bonos a un gran número de instituciones financieras a través de las cuales se canalizaba esta demanda. El desarrollo de este mercado internacional de capitales de ultramar se vio apoyado por el hecho de que ningún mercado de capital local por sí solo (con la excepción del de los Estados Unidos de Norteamérica), podía suministrar fondos en la magnitud, regularidad y con facilidad de procesamiento.

La primera emisión de eurobonos se realizó en 1963, después de la introducción del IET en los Estados Unidos, para una institución gubernamental italiana. Casi todas las emisiones en el mercado de eurobonos, hasta 1965, correspondían al sector público. El ingreso para

1968, de las empresas estadounidenses a este mercado amplió el acceso a esta categoría de emisores y dichas compañías se vieron rápidamente secundados por prestatarios corporativos europeos.

Actualmente, el mercado de eurobonos incluye una diversa gama de prestatarios de todas las regiones del mundo que emiten activos financieros dentro del mismo.

3.6.1.1- Características

Un eurodólar se puede definir como; un depósito bancario, fuera de los Estados Unidos, denominado en dólares; el típico depósito a un plazo de 30 ó 90 días. La principal característica que hace a un depósito "Euro" es la ubicación del banco aceptando el depósito.

De lo anterior se desprende que una euromoneda es un depósito denominado en una moneda extranjera en un banco fuera del país donde la moneda es emitida como de uso legal. Por ejemplo un depósito denominado en Marcos alemanes en un banco en Luxemburgo es un eurodepósito de Marcos alemanes. Para 1990 en Londres se negociaban regularmente con quince euromonedas las operaciones realizadas con la

base del dólar la cual alcanzó un 60% del total de obligaciones del grueso del euromercado, mientras que en Marcos alemanes fue de un 14%²⁵.

El mercado del eurodólar llegó a ser una espectacular innovación financiera, debido a que se constituyó en el mercado para depósitos y préstamos denominados en una moneda extranjera.

Las emisiones públicas de bonos dentro de este mercado adquirieron determinadas características que a la fecha se mantienen que se pueden resumir en:

Ubicación. El mercado de eurobonos no es un mercado único, lo forman diversos centros, entre los más importantes se encuentran Londres, Amsterdam, Bruselas, Düsseldorf, Frankfurt, Luxemburgo, Nueva York, París, Zurich, Ginebra, Singapur, Hong Kong y Abu Dhabi; cabe señalar que hasta la primera mitad de la década de los años 80's al mercado ubicado en Panamá y Kuwait se consideraba parte activa del mercado de eurobonos. En estos mercados financieros, por así decirlo, se centraliza en acumulación de recursos líquidos y técnicos que posteriormente se canalizan a los demandantes de fondos.

²⁵ Orlin, Grabbe J., International Financial Markets, second edition, Ed. Elsevier

Distribución. La venta de los valores se realiza en diferentes países, y a pesar del factor geográfico, la distribución variará de emisión en emisión a causa de elementos, como es la moneda de denominación y el nivel crediticio del prestatario

Restricciones de distribución en los Estados Unidos de Norteamérica. Esta clase de valores no se registra y, por lo tanto, no puede ser ofrecida para su venta dentro del mercado de Norteamérica hasta que no se haya completado su distribución inicial.

Pagos. El servicio de los valores se realiza a través de bancos (agente de pago) ubicados en los centros financieros europeos y en el país de la denominación de los bonos libres de cualquier retención impositiva

Forma. Normalmente son emitidos al portador, en múltiplos de \$1,000.00, \$10,000.00 dólares o su equivalente.

Pactos Legales. Estos bonos raramente son garantizados por activos específicos del emisor.

Cotización, solvencia, y auspicio. Con excepción de las emisiones de euroforines holandeses, prácticamente todas las emisiones se registran en una o más bolsas, normalmente la Casa de Bolsa de Luxemburgo y Londres.

Mercado secundario. La comercialización secundaria de un eurobono no se realiza en las casas de bolsas, formando con esto otro mercado que se especializa en negociar valores previamente emitidos.

4- Instrumentos Financieros

Una deuda garantizada o "valorizada" se puede considerar como un instrumento emitido en la forma de un certificado o evidencia contractual de una obligación de realizar pagos de interés, también conocidos como cupones (coupon) y redimir un monto preestablecido de capital o principal en una o unas fechas futuras, las cuales se identifican como fecha de vencimiento.

Mientras exista una gran variedad y cada día un número mayor de instrumentos, las técnicas que actualmente se utilizan, son limitadas y muchos de los aparentemente diferentes instrumentos representan "nombres comerciables". En un intento por crear un marco para describir y analizar los instrumentos financieros, puede realizarse una posible clasificación, de tal forma que ésta agrupe a los que comparten características similares. Es conveniente aclarar que, esta división no es definitiva ni limitativa , y muchos de los instrumentos que se mencionan poseen características que fácilmente podrían pertenecer a más de un grupo, tales grupos son:

1. Instrumentos de Deuda (Debt Instruments)

2. Emisiones de Cupón Zero

3. Acciones e Instrumentos Convertibles

4. Emisiones Convertibles Indexadas/Moneda (Currency/index linked issues)

5. Asset backed instruments

6. Hedging instruments (instrumentos de cobertura).

Algunos de los instrumentos, debido a las características propias, sólo es posible que puedan ser "ventajosos" para las entidades que obtengan fondos dentro del mercado de capitales de los Estados Unidos de Norteamérica, a fin de lograr los beneficios que les otorgan la reglas contables e impositivas de ese país.

4.1- Instrumentos de Deuda (Debt Instruments)

4.1.1- El Euromercado de Eurobonos a Tasa Fija

El euromercado es un mercado internacional de capitales, el cual hasta hace poco, principalmente fue asociado a la obtención de deuda más que a la obtención de capital social. El término "Euro" es histórico, denotando la emisión de una clase de título en una moneda diferente a la del país de residencia del emisor. La característica más importante dentro de

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

este mercado es la de que los valores o títulos son negociados internacionalmente antes que remitirlos a los límites de un país en particular.

Un eurobono es un término general para cualquier clase de título de deuda a largo plazo, emitido por conducto de los euromercados, esta clase de instrumentos tienen las siguientes características:

a) El plazo de vencimiento oscila en un rango de 5 a 30 años dependiendo del momento económico y la clase de emisor que se ubicará de acuerdo con la clasificación que le dará una agencia evaluadora.

b) Normalmente son emitidos en denominaciones de múltiplos de \$1,000.00 dólares

c) Los emisores generalmente son gobiernos soberanos o sus entidades internacionales, y corporaciones comerciales o financieras que operan a nivel mundial.

d) Esta clase de títulos no son garantizadas, reflejando con esta la calidad del emisor.

e) Generalmente se registran en una casa de bolsa de reconocido prestigio, sin embargo, esto no es requisito indispensable.

f) Son emitidos a través de un sindicato de bancos (conociendo esto como mercado primario) y se negocian para el caso de las emisiones registradas en un mercado secundario de títulos.

g) Los términos de liquidación, normalmente es negociado de tal forma que el pago ocurre siete días después, por conducto de una agencia "asignadora de títulos" CEDEL o EUROCLEAR.

4.1.1.1- Eurobonos a Tasa Fija.

Dentro de esta clase de emisiones, el nombre lo toma por el hecho de que los términos y condiciones entre los participantes son pactados con la salvedad que esta clase de pasivos se les ha determinado una tasa fija de antemano de interés, que deberá ser cubierta durante la vida del crédito, conservando las características enunciadas anteriormente.

4.1.1.2- Eurobonos a Tasa Flotante

En este caso el servicio de la deuda emitida, se cubre con base en una tasa base de interés flotante, como lo es la tasa de interés LIBOR.

4.2.- Emisiones de Cupón Zero (Zero Coupon Issues)

Las emisiones de esta naturaleza tienen como característica que durante la vida de la emisión no se cubre ninguna clase de pago por intereses, dado que son emitidas bajo la par y a la fecha de vencimiento pactada, el total cubierto como principal incluye los intereses correspondientes.

4.2.1- Emisiones de Europapel Comercial

Dentro de los eurobonos es posible instrumentar una clase de emisión que tiene como base un instrumento del mercado de dinero, como lo es el papel comercial, es decir, el servicio de ésta será con base en el interés que se aplica para el papel, comercial que es una clase de valor a corto plazo, renovándose automáticamente hasta la fecha de vencimiento pactado entre emisor e inversionista.

Esta clase de emisiones puede tener variantes, dependiendo de las necesidades del emisor y centro al cual acuda para allegarse del financiamiento, pues además este instrumento puede emitirse bajo la denominación de libras esterlinas, y en otros casos por medio de pagarés o certificados de depósito.

Esta clasificación no es limitativa, y no debe olvidarse que actualmente, dependiendo de las necesidades de financiamiento de un emisor en particular, es posible "diseñar" o adecuar un instrumento específico a fin de que éste satisfaga las necesidades de dicho emisor.

Además de la anterior presentación, es necesario que un demandante de recursos diversifique su portafolio, en el entendido de que ningún instrumento puede ser considerado como la única forma mediante la cual es posible captar recursos financieros.

4.3- Perspectivas de desarrollo de nuevos instrumentos dentro de los Mercados Internacionales de Capitales

4.3.1- Situación actual

Desarrollo en los mercados financieros. Durante los últimos años, el crecimiento en el rango y tipo de instrumento ha sido espectacular, resultando en un incremento en el nivel de recursos obtenidos, especialmente dentro de los centros financieros conocidos como euromercados.

Los métodos novedosos mediante los cuales las necesidades del inversionista y del emisor se complementan, para con esto vender valores, han dado como consecuencia, el diseño de "nuevos" instrumentos característicos de los euromercados

La cantidad de instrumentos disponibles continuamente se está incrementando y emisores, inversionistas, y sus asesores o intermediarios tienen que entender la terminología, conceptos, propósitos y lo que es más importante para los participantes de estos mercados, el factor riesgo que conlleva cada nuevo instrumento. Problemas en el "eterno" mercado de los FRN's, además de las significativas pérdidas incurridas en éste por algunos inversionistas muestran que, los diseñadores de instrumentos y los inversionistas corporativos no siempre entienden totalmente los riesgos. Algunos productos son difíciles de proteger, otros al paso del tiempo y términos de riesgo mayor pueden presentar problemas no sencillos de pronosticar. Instrumentos tales como "swap de moneda" tienen un perfil de riesgo el cual no siempre es entendido al 100% por el usuario corporativo.

Valuación. El incremento en el número de instrumentos disponibles ha sido el resultado de muchos factores. Tal vez el más importante es la valuación de deudas o activos. Este proceso ha resultado en préstamos o créditos bancarios que han sido sustituidos por bonos, con la consecuente disminución en el volumen operado por el mercado de créditos sindicados. En un principio, las Euronotas o Europagarés (Euronotes), y últimamente el mercado de ouro papel comercial y el mercado de papel comercial denominado en libras esterlinas, han hecho avances dentro del mercado de dinero a corto plazo. Los pagarés a mediano plazo están llenando el vacío de tiempo que se da entre los bonos, el papel comercial y los pagarés.

Dentro del mercado de capitales de los Estados Unidos de Norteamérica, actualmente a los bancos comerciales se les restringe la actividad dentro de los mercados de valores, esto con base en el Glass-Steagall Act. Restricciones similares se observan en el Japón. Pero esto, no es el caso de en el Reino Unido, en el cual los bancos participan activamente en obtener financiamiento y formas de valuación. Una proporción creciente del ingreso de los bancos ingleses se debe a la forma de comisiones en lugar del interés neto que obtienen sobre préstamos otorgados.

Este mercado de valuación está intensamente competido por las instituciones especialistas, especialmente por compañías valuadoras japonesas y bancos inversionistas norteamericanos.

4.3.2- Perspectivas

Probablemente el desarrollo en los mercados financieros internacionales de nuevos instrumentos continuará, y con éste redundará en un mercado cada vez más complejo. Emisores e inversionistas buscarán entender totalmente el papel que el riesgo desempeña en el corto y largo plazo. Si se prevé la obtención de un beneficio o utilidad, entonces ésta se relaciona con el riesgo que se está asumiendo.

Debido a que los instrumentos financieros se están desarrollando, los lineamientos del área contable y de la legislación impositiva deberán adecuarse a la exigencia que estos productos requieren.

5- México como participante en los Mercados Internacionales de Capitales

Es en 1823, cuando el Gobierno de México ya como una nación independiente solicita por primera vez recursos financieros del exterior, este préstamo "otorgado" a un nuevo demandante de financiamiento, de momento pareció ser la solución definitiva a la solicitud de recursos de un nuevo país, pero la inestabilidad social y política de la época así como el desconocimiento de las reglas de "juego" en esta nueva fuente de recursos financieros determinaron que dicha incursión resultara en un fracaso casi total, debido, por una parte, a que tal financiamiento no pudo ser aplicado oportunamente por el demandante que en ese tiempo esta fuente representaba el único lugar al que podría acudir, debido a que los tiempos de firma y cierre del crédito no fueron debidamente coordinados por las partes, y por otra la posición ventajosa de los prestamistas, pues las condiciones de mercado fueron de lo más costosas para su tiempo, todo este marco de referencia impidieron que esta primera participación estuviera libre de contratiempos y problemas.

Los primeros financiamientos externos contratados por México, fueron; un crédito directo pactado con un banco alemán, y después con un Intermediario inglés, el cumplimiento de estas obligaciones tampoco estuvieron exentas de situaciones conflictivas, baste recordar lo que la historia nos dice al respecto.

5- México como participante en los Mercados Internacionales de Capitales

Es en 1823, cuando el Gobierno de México ya como una nación independiente solicita por primera vez recursos financieros del exterior, este préstamo "otorgado" a un nuevo demandante de financiamiento, de momento pareció ser la solución definitiva a la solicitud de recursos de un nuevo país, pero la inestabilidad social y política de la época así como el desconocimiento de las reglas de "juego" en esta nueva fuente de recursos financieros determinaron que dicha incursión resultara en un fracaso casi total, debido, por una parte, a que tal financiamiento no pudo ser aplicado oportunamente por el demandante que en ese tiempo esta fuente representaba el único lugar al que podría acudir, debido a que los tiempos de firma y cierre del crédito no fueron debidamente coordinados por las partes, y por otra la posición ventajosa de los prestamistas, pues las condiciones de mercado fueron de lo más costosas para su tiempo, todo este marco de referencia impidieron que esta primera participación estuviera libre de contratiempos y problemas.

Los primeros financiamientos externos contratados por México, fueron; un crédito directo pactado con un banco alemán, y después con un intermediario inglés, el cumplimiento de estas obligaciones tampoco estuvieron exentas de situaciones conflictivas, baste recordar lo que la historia nos dice al respecto.

Con base a las condiciones vigentes en los Mercados financieros Internacionales durante el siglo pasado y la primera mitad de este, el acceso a esta fuente de créditos fue limitada, en cierta medida, por la distancia que separaba a las partes contratantes, la inestabilidad social y política del demandante de recursos, ya que nuestro país desde 1823 a 1930 vivió continuamente con la necesidad de solucionar conflictos causados tanto por diferencias de orden nacional, como aquellos que implicaron intereses internacionales.

Una vez que en el país se vivía un clima político y social estable, las obligaciones extranjeras contraídas mediante empréstitos, por el Gobierno de México era necesario plantear una solución que también en su respectiva época calificaron de permanente, cabe recordar, los acuerdos de reestructuración de la deuda de 1942 y 1946, y en la pasada década, los acuerdos de reestructuración de deuda externa de 1982-1984, 1987, y principalmente el de 1989, que incluía una operación de carácter financiero sin precedente en los Mercados Internacionales de Capitales, esto es la opción de quita de capital y reducción de tasas de interés y diferenciales sobre la tasa base, todo lo anterior, a través del intercambio de deuda externa de varios acreedores por la emisión de bonos por parte de un emisor, el Gobierno Federal.

Hasta la década de los años sesenta (1963), nuestro país no se vió en la necesidad de recurrir a los Mercados Internacionales de Capitales, pués su cabal y puntual cumplimiento por parte de las autoridades de los contratos firmados en los años cuarenta "impedía" el acceso a estas fuentes. Es en este año, que México retoma a estos centros financieros y los hace a través de una nueva modalidad, nueva en el sentido que era la primera vez que el país obtendría financiamiento mediante esta clase de instrumento además de que el deudor directo sería una empresa pública, tal es el caso de la Comisión Federal de Electricidad. Ver en los Anexos el cuadro no 4, con el fin de ilustrar el saldo de endeudamiento de las principales entidades paraestatales de México

Por casi dos décadas, los principales instrumentos de los que el Gobierno de México y sus empresas se valieron fueron; en primer término las emisiones de bonos publicas o privadas, es decir la inversión extranjera en el mercado accionario, en segundo lugar, la obtención de recursos mediante la contratación de créditos directos, que con el tiempo y debido al monto que estos implicaron se conocieron como crédito sindicados y por último créditos "jumbo". Es hasta 1982, que las consecuencias del abuso en el uso de esta fuente por una parte y por otra el desconocimiento en gran medida de las obligaciones contraídas principalmente por las empresas paraestatales además del Gobierno Federal y del Sector privado que desencadena un efecto desconocido hasta el momento por los principales

centros financieros internacionales y organismos financieros multilaterales, esto es, La Crisis de Liquidez, o Crisis de la Deuda. recursos se presentan

El papel de una nación independiente como lo es México en estos centros financieros, y así lo señala la historia, ha sido el de deudor permanente, es por eso que en el resto de este trabajo dicha papel o participación se asocia con el concepto de de manejo y administración de la deuda externa, ya que el origen de ésta proviene en gran parte de dichos Mercados Internacionales de Capitales o centros financieros.

Es importante aclarar, que esta no se constituye por créditos provenientes de varios tipos de fuentes; en primer lugar la deuda contratada por el Gobierno Federal y sus entidades con instituciones financieras privadas conocidas comúnmente como banca comercial o banca privada, este apartado se conoce como deuda del sector público; en segundo lugar la deuda contratada por las empresas del sector privado de México, empresas que en los últimos cinco años han mantenido una actividad constante por lo que se refiere a operaciones de captación de recursos concluidas o cerradas; en tercer lugar se ubica la deuda contratada por el Banco de México y Organismos Financieros Internacionales, como lo son el FMI, BM, etcétera; como cuarto apartado, se considera a la deuda externa de la banca comercial mexicana; y por último, los créditos captados de fuentes bilaterales y Eximbanks. Ver en el anexo los cuadros nos. 3, 8, y 10.

Para interpretar esa crisis financiera de los años ochenta, es menester considerar que un país demandante de crédito y es claro que una nación como México, acude a los Mercados Financieros Internacionales, también identificados como Mercados Internacionales de Capitales o simplemente Mercados de Capitales, para compensar y cubrir sus déficit de financiamiento externo, por lo que se ha visto en la necesidad de demandar recursos financieros de estos.

Históricamente²⁴, las necesidades de financiamiento de los diferentes gobiernos de México como una nación independiente, hablando desde el punto de vista "político" han sido satisfechas, en la medida de las circunstancias por estos proveedores de recursos. Pero así como esos déficits han sido cubiertos, tal parece que la lección que el manejo y administración del servicio de esta clase de financiamiento ofrece no se aprende, sino hasta la década de los años ochenta.

A la fecha se reconoce la mala administración pública como una de las causas que explica, en el caso de México, la crisis del endeudamiento externo. En ese sentido, el Lic. José A. Gurriá señala por lo que se refiere a la llamada Crisis de Liquidez, que esta se debió en gran parte a errores de política interna y que a pesar de la crisis petrolera de 1981,

²⁴ BAZANT, JANT; HISTORIA DE LA DEUDA EXTERIOR DE MEXICO (1823-1946). Centro de Estudios Históricos del Colegio de México, Nueva Serie 3, Ed. El Colegio de México, Segunda Edición, México, D.F., 1981
Se puede consultar el anterior documento, a fin de elaborar una investigación más profunda sobre la historia del endeudamiento de México

algunos continuaron existiendo, tal es el caso de un tipo de cambio sobrevaluado, el mantenimiento de los precios del petróleo que el país exporta, el no ajuste a las finanzas públicas así como en las tasas de interés internas, pero también aclara, que estas causas internas no son las únicas que incidieron en la magnitud de la crisis, esto por que se refiere a condiciones de caracter económico ya que dentro de las causas internas se debe incluir la problemática política de 1994, que fue factor determinante en la crisis de confianza que se vive en nuestro país desde ese año, incidiendo significativamente en la situación caótica de la economía doméstica mejor conocidos como los "errores de diciembre de 1994".

También es necesario considerar que influyeron factores externos, que por su naturaleza no pueden ser tomados a la ligera, tal es el caso del fenómeno de recesión que en gran parte de la década de los ochentas han padecido las economías desarrolladas, el crack financiero internacional de 1987, la guerra del Golfo Pérsico, al grado de confianza que del país se tiene por parte de los grandes grupos financieros inversionistas, nacionales y extranjeros, el no arraigo en México de los capitales extranjeros, (ver en el anexo el cuadro no. 9), la anterior lista no pretende ser única ni limitativa, ya que dentro de los grandes acontecimientos vividos en los pasados quince años, los antes mencionados influyen en gran medida en la toma de decisiones de los inversionistas en los Centros Financieros Internacionales para sus alternativas de inversión o canalización de recursos.

5.1- Instrumentos mediante los cuales México ha obtenido financiamiento.

Como se ha mencionado anteriormente, dentro de los instrumentos vigentes en los Mercados Financieros Internacionales, México durante la década de los sesenta y setenta ha obtenido financiamiento principalmente a través de emisiones de bonos públicos o privados y por créditos sindicados.

Es en 1982, que debido a los problemas para conformar la cifras que deberían estar sujetas a reestructuración ninguna entidad pública o privada estaba obligada por Ley a informar de las obligaciones contraídas con intermediarios financieros extranjeros, por lo que contar con cifras exactas de los montos globales contratados por tipo de instrumento, son sólo estimaciones de las que se deduce información que es conciliada con esos intermediarios financieros a fin de determinar el nivel de exposición de cada uno de ellos a cada fin de año.

A fin de tener una idea de la actividad de México en estos Centros Financieros Internacionales, con base a esas estimaciones es posible conocer el ritmo de crecimiento de la deuda externa del sector público mexicano, dicha tendencia se muestra a continuación por periodos de cinco años, si se desea contar con cifras anuales es conveniente revisar el cuadro que al final de este trabajo se presenta.

AÑO	TOTAL EN MILLONES DE USD
1965	2,140.3
1970	4,262.7
1975	14,449.0
1980	33,812.8
1985	72,080.1
1990	77,770.3
1994	85,436.0

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales con información de la Dirección General de Crédito público de la SHCP.

En el caso de México, el manejo y administración de su deuda externa desde los inicios de su vida independiente ha estado marcado con una serie de problemas, el estudio de los mismos parece demostrar que generación tras generación de responsables de este campo no han aprendido de los ejemplos que la deuda externa ha ofrecido. En un principio se contempló como única solución para el problema de financiamiento que en ese momento padecía el propio gobierno, en otros debido a etapas posteriores agobiados por las fases de inestabilidad política y social del país, se convirtió en una gran carga ocasionando para el mismo gobierno situaciones en las que nunca pensó encontrarse.

La deuda externa de nuestro país, ha vivido situaciones de bonanza, presiones, restricciones y que en algunos momentos también ha padecido la toma de decisiones unilaterales que únicamente han derivado en problemas aún mayores.

El acceso a los mercados internacionales para México ha sido limitado (esto por factores ajenos) a determinada clase de financiamiento, esto es refiriéndose al financiamiento directo que una institución financiera otorgaba.

En etapas posteriores cuando se necesitó regularizar ante los acreedores internacionales la situación de este tipo de pasivos, se inició una fase de negociaciones que dieron como resultado una solución que en ese momento se vislumbraba a mediano y largo plazo.

De forma general, ese fue el ciclo al hablar de la deuda externa si se analiza lo acontecido en el siglo pasado y el actual, principalmente en la década de los veinte, cuarenta y más recientemente ochenta, siempre bajo el mismo tenor, problemas de liquidez, fases de moratoria, ronda de negociaciones, aceptación de la solución.

Lo anterior, se explica por el hecho de que históricamente a pesar del "desconocimiento" en la forma de captar recursos de los mercados financieros, condiciones de mercado, etcétera, las autoridades financieras de México contrataban financiamiento externo a fin de obtener en corto plazo recursos frescos. La solución "mágica" en la captación de recursos se tomaba en un problema de grandes dimensiones, ya que el control y

supervisión por los que se refiere al destino del financiamiento logrado, no se le ha dado la importancia que esta requiere.

El acudir a las fuentes de financiamiento externo se hizo a través de instrumentos que en su momento fue la mejor decisión que pudo ser adoptada.

CONCEPTO	1992 /1	1993 /1	1994 /1
BANCOS COMERCIALES	10,799	10,047	10,219
COLOCACIONES PRIVADAS	117	112	109
BONOS	34,517	37,284	40,841

FUENTE: Elaborado por la DGPH con base en información de la DGCP y Banco de México.
1/ Las cifras se refieren a miles de millones

El caso es que, las autoridades correspondientes no se percataron que este medio tiene como principal característica el dinamismo e innovación de los medios de allegarse de recursos, teniendo como consecuencia el "centralizar" sus fuentes de financiamiento, como lo fue con los créditos directos, que aún antes de la crisis de liquidez de 1982 era el instrumento tradicional mediante el cual se captaba financiamiento.

La anterior situación se agravó con la posibilidad de que cualquier institución, que por el simple hecho de pertenecer a la administración pública, podía obtener recursos frescos de fuentes externas,

ocasionando un crecimiento acelerado en el saldo de la deuda externa pendiente de pago.

Por otra parte, la estructura de la deuda pública externa de México diferenciada entre largo y corto plazo, se muestra en el cuadro no. 7 del anexo, en él se observa que debido a las condiciones de mercado vigentes en 1970, 1975 y 1980 por lo que se refiere a los plazos de contratación los créditos se pactaron a largo y mediano plazo, respectivamente, pero que en 1982 estos se habían convertido también "mágicamente" en corto plazo, por lo que incidían drásticamente en las obligaciones externas del momento.

Con la idea de diversificar la cartera de financiamiento, desde 1989 el acceso a los mercados internacionales de capitales se ha dosificado logrando con esto una mejor administración y manejo de esta clase de pasivos, de ahí que de créditos directos se pasara a créditos sindicados, emisiones de bonos, colocaciones privadas, créditos que por su volumen se identificaron como "jumbo" (en 1983 y 1984), a llegar hoy día en variantes de emisiones de bonos, emisiones a mediano plazo, también conocidas como EMTN, emisiones de papel comercial, aceptaciones bancarias, SWAPS, tanto de moneda, y de tasa de interés.

Como consecuencia de los problemas que en el país se viven, dentro de los Mercados Internacionales de Capitales, están en lista de "espera" un número considerable de emisiones, que no pudieron ser concluidas por los factores tanto internos como externos que se han mencionado, como ejemplo, en el caso de Gobierno Federal durante el primer semestre de 1995, sólo pudo concluir una emisión dentro de estos mercados, a pesar de la demanda del gran público inversionista por el papel emitido por esta clase de deudor, que una vez más regresaba por la puerta grande a estos foros. Una especie de prueba se había efectuado un par de meses antes con emisiones piloto de BANCOMEXT, SNC y NAFIN, SNC., con ellas se comprobaba la potencial aceptación del papel emitido por un deudor como México.

5.2- Crisis de Liquidez

Es importante analizar como un buen ejemplo de cómo funciona y reaccionan los mercados internacionales, el fenómeno financiero que en 1982, se conoció como Crisis de Liquidez, que en el corto plazo adquirió dimensiones internacionales, pero también es de suma trascendencia recordar que este no se gestó en ese año.

La deuda externa latinoamericana tiene su origen en los desequilibrios presentes en la región desde principios de la década de los 70's, que fueron agravados por los "shocks petroleros" de 1973 y 1979. En primer lugar, los desequilibrios existentes tales como los saldos negativos de

las balanzas comerciales de los países constituían una presión sobre esas economías. Además, de que gran parte de ellos dependían en un alto grado de 2 ó 3 productos de exportación, en su mayoría materias primas.

En segundo lugar, los países latinoamericanos presentaban desequilibrios en el interior de sus propias economías. Esto se manifiesta en constantes y en algunos casos crecientes déficits gubernamentales. Lo anterior hacía ver la necesidad de reformas fiscales, tributarias y de revisión de los precios y tarifas de los bienes y servicios públicos.

En tercer lugar, existía una distribución del ingreso altamente concentrada en un reducido grupo de la población, esto requería una revisión fiscal para corregirla. Por último, la inflación, aunque baja comparada con los niveles alcanzados en la década de los 80's, era mayor que la existente en las economías desarrolladas.

De tal forma, cuando ocurrieron los "shocks petroleros", los desequilibrios externos se agudizaron, los déficits gubernamentales amenazaron con volverse incontrolables y la inflación aumentó. Esto derivó en la necesidad de obtener recursos financieros con la intención de corregir esta situación, y la no disponibilidad de fondos propios al interior de estos países (excepto el caso de los países exportadores de petróleo) orilló a los gobiernos y empresas de la región a la búsqueda de recursos en los

mercados internacionales de capitales. Estos, a su vez, disponían de la liquidez generada por los dólares salidos de los países de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), más la liquidez generada por otros participantes financieros internacionales.

Esta liquidez internacional fue canalizada por bancos internacionales a los países de la región latinoamericana. La competencia bancaria internacional hizo a un lado la tradicional prudencia bancaria y los prestatarios privados desplazaron a los organismos financieros internacionales (tales como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo), como proveedores de fondos para Latinoamérica. Esto queda ilustrado por el hecho de que, en 1970 la deuda pública externa de América Latina era de un 45% ante acreedores privados, (19.5% con bancos privados internacionales) y un 55% con acreedores oficiales. Para 1982 las proporciones eran de 70% ante acreedores privados (60% con los bancos) y 30% ante acreedores oficiales.

Los riesgos de esta composición de la deuda eran que los préstamos ante los bancos privados fueron contratados con criterios comerciales, es decir, con tasa de interés vigente dentro del mercado, que son considerablemente más altas que las que cobran las instituciones financieras oficiales y con plazos de vencimiento más corto. Los países exportadores de petróleo de la región no escaparon a esta ilusión del

endeudamiento fácil. Apoyados en optimistas hipótesis con respecto a los futuros precios de petróleo, pactaron enormes cantidades de recursos suplementarios a los generados por los ingresos petroleros. De esta manera, pusieron las bases para la inflación que se presentó a finales de los años 70's y principios de la década de los 80's, al poner en la economías más recursos de los que éstas eran capaces de absorber, afin de evidenciar los criterios comerciales, a continuación se presenta un cuadro que muestra la -tendencia de las tasas internacionales de interés, de 1973-1995, si se desea observar tal tendencia anualmente, se sugiere revisar del anexo el cuadro no. 17.

AÑO	PRIME RATE /1	LIBOR 3 MESES /1
1973	8.02%	9.28%
1977	6.82%	5.87%
1981	18.87%	16.79%
1985	9.90%	8.20%
1989	10.90	9.20%
1993	6.00	3.22%
1994	7.15%	4.75%
1995 /2	8.75%	5.93%

FUENTE: /1 REUTERS

/2COTIZACIÓN AL 23 DE AGOSTO DE 1995

Las actividades internacionales de los diferentes bancos, basadas en los vínculos comerciales y en la ubicación geográfica, hicieron que la deuda de América latina se concentrara fundamentalmente en las instituciones financieras de los Estados Unidos de Norteamérica, Inglaterra, Japón, Francia y Alemania, el cuadro 5 y 6 del anexo, muestra dicha concentración para el caso de México. Cuatro países de la región, Argentina, Brasil México y Venezuela concentran cerca del 80% de la deuda ante los bancos privados internacionales especialmente estadounidenses e ingleses.

La crisis de la deuda se presentó en el verano de 1982 cuando México, como consecuencia de las alzas en las tasas de interés internacionales (ver tabla anterior y cuadro no. 17 del anexo) y la baja en el precio del petróleo, se vio obligado a declarar una moratoria por tres meses en el pago de sus obligaciones ante el exterior (otros países de la región ya habían experimentado problemas con su deuda, pero la oportuna renegociación de sus débitos, que no eran muy grandes, había impedido la manifestación de la crisis en su real magnitud), a raíz de esta declaración de insolvencia, el crédito bancario privado internacional voluntario, se volvió prácticamente nulo, e igual sucedió con los restantes flujos de financiamiento.

Las consecuencias de esta interrupción de flujos de capitales fueron: En primer lugar, hubo un decremento en sus reservas en divisas extranjeras, especialmente en la primera parte de la crisis, cuando fueron absorbidas por los pagos para el servicio de esta deuda, si se desea observar la tendencia anual de estos conceptos se sugiere ver del anexo los cuadros nos. 1 y 14. En segundo lugar, los déficits del sector público (ver del anexo el cuadro no. 12 que se refiere a los principales indicadores macroeconómicos), financiados anteriormente con recursos del exterior, tuvieron que ser cubiertos con crédito doméstico, lo que originó el fenómeno de la "intromisión financiera", que significó menor crédito disponible para la inversión privada y más altas tasas de interés.

En tercer lugar, como resultado de mayores tasas de interés y de la escasez de crédito interno, las empresas aumentaron sus precios o redujeron sus costos principalmente a través de restricciones salariales. Esto significó, por un lado, tensiones inflacionarias y por otro, menor poder de la compra global. Además, a raíz de las políticas de ajuste macroeconómico efectuadas en la mayoría de los países de la región, se disminuyeron en términos reales los salarios. Como ejemplo de esto, se puede mencionar que durante el período 1980-1986, los salarios mínimos reales registraron una baja en su poder adquisitivo de 11% en Uruguay, 18% en Brasil, 33% en Ecuador, casi 40% en Chile y México y 44% en Perú²⁷, ver en anexos el cuadro no. 11 de indicadores de deuda para países seleccionados de América Latina.

Esto significó en toda la economía, una disminución en la demanda efectiva, que representó pocos incentivos para invertir de parte de los empresarios. La inversión como porcentaje del Producto Interno Bruto pasó a ser del 23% en el período 1970-1982, a 17% en el período 1982-1987²⁸. Se registró entonces una caída de la actividad económica debido no solo a la baja en la inversión, sino también por la disminución de la capacidad de importación de las empresas. Los programas de ajuste recomendaban casi sin excepción una devaluación de la moneda nacional, a

²⁷ Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Reporte Económico y Social de América Latina, Ed. 1988.

²⁸ CEPAL, Panorama Económico de América Latina, Nacional Financiera, El Mercado de Valores, No. 23 Diciembre 1º de 1988, México.

fin de volver competitivas las exportaciones, generar divisas y poder seguir pagando el servicio de la deuda.

La baja en la inversión debida a las malas expectativas del mercado, llevaron a la reducción de la absorción de la mano de obra empleada. Varios gobiernos de la región realizaron ajustes de personal con el objeto de disminuir los gastos corrientes. Estos recursos se tuvieron que signar a otros fines como el pago derivado de la deuda interna que cada vez crecía más en virtud de las necesidades de financiamiento de los gobiernos.

5.3- Soluciones adoptadas

Planteada en términos generales, el problema es reducir el monto de la deuda y por consiguiente el pago de intereses, esto sujeto a la restricción de minimizar las pérdidas de los bancos.

El problema es de esta naturaleza, se debe reconocer que existe responsabilidad de ambas partes y por lo tanto, una solución negociada es la mas viable, cabe recordar la negociación lograda por México en 1987 y principalmente la de 1989. El hecho de que varios bancos de diferentes países están vendiendo parte de su deuda con descuento en los mercados secundarios, es la aceptación de esta responsabilidad. Esta solución, debe ir acompañada de otras medidas referidas a la deuda intergubernamental o con instituciones internacionales.

En este orden de pensamiento, varias ideas han sido propuestas, y lo que tienen en común en su argumento, es que el crecimiento en los países deudores sigue siendo una de las claves principales del problema. Este crecimiento solo puede darse si, entre otras medidas, se llevan a cabo políticas micro y macroeconómicas que busquen una mayor eficiencia al interior de los países deudores. Las exportaciones de los países latinoamericanos deben tener un mercado a precios justos en el extranjero y los recursos provenientes por este concepto deben ser utilizados al interior de los mismos países a fin de recuperar los niveles de inversión de la década de los 70's.

Se debe procurar dar prioridad a los aspectos de bienestar social, recuperando los niveles de gasto público en inversión productiva, pero sobre todo, se debe reducir ya no tanto el servicio de la deuda, sino la deuda en sí.

Para la solución del problema de la deuda externa de América latina, las regulaciones en los países de los bancos acreedores siguen siendo un importante aspecto por desarrollar. Se debe tener flexibilidad en las leyes al negociar la deuda caso por caso, tomando en consideración las relaciones existentes entre países y creando o utilizando instrumentos financieros que permitan la titularización de la deuda.

Este proyecto de titularización global de la deuda de un determinado país es con el fin de volverla un instrumento que pueda ser negociado con descuento en los mercados secundarios (ver cuadro no 13 del anexo), y en términos de pago mejores que los actuales, es decir, es una opción que podría instrumentarse con un mínimo costo para los bancos. Al mismo tiempo no exime de responsabilidad a los deudores y permite la posibilidad de crecimiento al poderse disponer de recursos al interior de estas economías.

Por otra parte, México ha podido reestructurar y contratar créditos en términos cada vez más favorables de costo y plazo. Esto se demuestra al observar que en 1982 las sobretasas de créditos contratados, fluctuaban en alrededor de 2 puntos porcentuales y el plazo promedio de los vencimientos era de 7.4 años; en 1990 el vencimiento de una colocación del sector público fue de alrededor de 3 a 5 años con una sobretasa de 350 puntos base sobre los Certificados de Tesoro de los Estados Unidos de Norteamérica, y en 1992 el vencimiento de la emisión de bonos Yankee fue de 10 años con una sobretasa de 215 puntos base sobre los bonos de Tesoro de los Estados Unidos. Sin embargo, debido a las condiciones financieras vividas por nuestro país en 1994 y 1995, esta sobretasa alcanzó en el segundo trimestre de 1995, niveles de hasta 575 puntos base. A pesar de lo anterior, esto significa que el perfil de la deuda es más cómodo (ver cuadro no. 15 del anexo), lo que le da un mayor margen de maniobra al país para consolidar el crecimiento económico y, en consecuencia, generar una

mayor capacidad de pago, una muestra de esto, se observa en las tasas implícitas sobre deuda externa del cuadro no. 16 del anexo..

Existen otros indicadores que también confirman la mayoría en la capacidad de pago del país. Así, por ejemplo, construyendo un índice de solvencia para establecer la parte del ahorro interno neto (PIB menos depreciación y consumo total), que se asigna al pago de intereses de la deuda externa del país, se observa una disminución desde 1989. Para 1991 este índice se ha estimado en 31.54% menos de la mitad del observado en 1986, cuando se destinó 73.72% del ahorro interno neto para el pago de intereses externos.

La mayor solvencia del país se ha manifestado también a través de otros indicadores indirectos como son:

1) El precio del papel mexicano de deuda en el mercado secundario entre diciembre de 1990 y diciembre de 1992²⁹ aumentó de manera considerable;

2) El regreso de México a los mercados financieros internacionales de capital con emisiones y colocaciones en términos y

²⁹ Ver cuadro no. 13.- Precios indicativos de la deuda mexicana en el mercado secundario.

condiciones financieras cada vez más favorables en cuanto a costo y plazo³⁰, ver cuadro no. 2 del anexo.

Los anteriores factores indican que los agentes perciben un menor riesgo. De igual forma, instituciones gubernamentales de financiamiento bilateral han modificado la valuación del riesgo México. Un ejemplo de ello es que en mayo de 1990 el Eximbank de los Estados Unidos reclasificó el riesgo mexicano, lo cual significó una reducción de más de 30% en el costo de las comisiones pagadas a esa institución por concepto de garantías.

También es importante hacer notar que el proceso de desendeudamiento del sector público ha ubicado a México en una situación más favorable que el promedio de los países industrializados miembros de la OCDE, cuya relación de deuda pública total (interna y externa) a PIB, de acuerdo con las estimaciones de la misma OCDE, promedió 59% durante 1991, en tanto que el mismo indicador para el caso de México es de 39.1%.

³⁰ En este punto cabe destacar el retorno del sector privado a los mercados de capital con colocaciones que, entre el segundo semestre de 1989 y primero de 1992 suman aproximadamente 2,155 millones de dólares, estos recursos se han dirigido al financiamiento de diversos proyectos de inversión de los grupos de empresas más importantes del país.

6- Perspectivas para la participación de México en los Mercados Internacionales de Capitales

6.1- El papel del estado mexicano ante la crisis

El 4 de febrero de 1990 México firmó el acuerdo de reestructuración de su deuda externa con la banca comercial, dentro del contexto que se conoce como "Plan Brady", tal proceso concluyó el 28 de marzo de ese año con el intercambio de la vieja deuda con nuevos bonos con garantías parciales. Con el apoyo del FMI y el gobierno del Japón, el gobierno de México estructuró un esquema que permitió otorgar garantías sobre sus pasivos reestructurados, mejorando con esto la calidad crediticia³¹ que se observa en los precios de cotización de la deuda externa de México dentro de los mercados secundarios, de los activos de los bancos comerciales a cambio de que éstos redujeran el saldo de los mismos, la tasa de interés y aportaran nuevos recursos.

Las opciones que se ofrecieron a los bancos fueron tres:

- a) Intercambiar la deuda pública de mediano plazo con los bancos comerciales por bonos nuevos con una reducción de 35.0% de su valor original,

³¹ Ver anexo 2

b) Intercambiaría por bonos con el mismo valor nominal de la deuda original, pero con una tasa de interés fija de 6.25%, o

c) Nuevos créditos entre 1989 y 1992 por un monto igual al 25.0% del valor nominal de la deuda que no se asignara dentro de las dos primeras opciones. En los primeros casos se amplió a 30 años el plazo de las amortizaciones con un pago único al vencimiento de los bonos. Además, se garantizó el pago del principal y 18 meses de intereses. De un total de \$48,231 millones de dólares que en ese momento representaba aproximadamente la mitad de la deuda externa total del país, el 42.6% se intercambió por la primera opción, 48.5% por la segunda y 40.9% por la tercera.

Una vez que se instrumentó el Paquete Financiero, el saldo de la deuda externa con la banca comercial se redujo en alrededor 7,200 millones de dólares en términos nominales. Adicionalmente, al quedar 22,426 millones de dólares a tasa fija de 6.25% anual, se logra el beneficio de pagar una tasa menor al promedio histórico de la LIBOR en el transcurso de las últimas dos décadas³², más la sobretasa o diferencial correspondiente de 13/16% (9.2%). Esto es realmente importante, ya que el vencimiento de estos pasivos es el año 2019. Por otra parte, al quedar esta deuda sujeta a

³² Ver anexo 3. "Serie histórica de las tasas de interés internacionales"

una tasa fija, el Gobierno Federal se protege en el caso de posibles incrementos de las tasas de interés internacionales³³.

En 1991 la transferencia neta fue de 16,480 millones de dólares a favor de México, lo que representa un aumento de 10,203 millones con relación al nivel registrado en 1990. Como proporción del PIB, la transferencia externa neta en 1991 se ubico en un 5.8% de esta forma, el 1991 México se convirtió por tercer año consecutivo en receptor neto de capital, situación que no había ocurrido desde 1981. Esto es particularmente importante para un país en vías de desarrollo que requiere recursos complementarios a su ahorro interno para el financiamiento de la inversión. Para 1992 se estima que se recibirían recursos netos del exterior por 2.1% del PIB.

Con base en el Paquete Financiero 1989-1992, el gobierno mexicano acordó llevar a cabo el Programa de Sustitución de Deuda Pública por Capital (Swaps). El objetivo de este programa es continuar reduciendo el saldo de la deuda externa y estimular la inversión nacional y extranjera. Para evitar las presiones inflacionarias que se pudieran derivar de dicho programa, éste quedó restringido exclusivamente al financiamiento de proyectos de infraestructura y a la adquisición de activos del sector público sujetos a desincorporación. El mecanismo de asignación se realizó mediante dos subastas de Derechos de Intercambio, con el doble propósito de que la

³³ Lo anterior, fue una de las causas determinantes de plantear esa opción, ya que históricamente los niveles de las tasas de interés internacionales se ubicaban por arriba del nivel establecido, pero actualmente estos niveles han quedado muy por encima de la cotización del 4.0% que hoy día está vigente.

asignación fuera totalmente transparente y que se capturara el mayor descuento posible de la deuda mexicana en el mercado secundario.

En las dos subastas efectuadas (julio y octubre de 1990) se obtuvieron precios de canje de 47.95 y 48.00 centavos por dólar respectivamente; los resultados son muy satisfactorios si se considera que a la fecha de las subastas las cotizaciones de la deuda mexicana en el mercado secundario fluctuaban alrededor de 43 centavos por dólar. Los sectores beneficiados con el apoyo de Swaps han sido:

- a) Turismo,
- b) Agropecuario,
- c) Industrial,
- d) Comunicaciones y Transportes,
- e) Desarrollo Urbano y Ecología.

En el transcurso de 1991 la utilización de Swaps por parte de los inversionistas se vio desestimada por el aumento de precio en el mercado secundario de los bonos de deuda reestructurada. Este aumento obedece, principalmente, a la evolución favorable de la economía y a la mayor solvencia crediticia del país. El monto de derechos de intercambio que se ejercieron durante la vigencia del Programa de Swaps fue de 600 millones de dólares, lo que representa 37% del total asignado (1,685 millones

de dólares) y que permitió cancelar deuda pública externa por 831 millones, al cierre del Programa en abril de 1992.

Además el Gobierno Federal decidió llevar a cabo otro programa de Swpas para el financiamiento de proyectos educativos, ecológicos, de asistencia social y de salud con el fin de apoyar actividades de beneficio social. Al 30 de junio de 1992, se habían autorizado 87 proyectos dentro de esta categoría, por un monto nominal de 495 millones de dólares.

Durante 1991 México perseveró en la búsqueda de nuevos esquemas para continuar con la reducción de las transferencias netas, a fin de respaldar el crecimiento económico. Al mismo tiempo, se amplió el acceso del sector privado y de entidades del sector público a los mercados internacionales de capitales.

Por otra parte, en julio de 1991 se realizó una subasta para el intercambio de líneas interbancarias por Bonos de Privatización del Gobierno Federal ("Floating Rate Privatization Notes"), las cuales se pueden utilizar como medio de pago (a la par) para la adquisición de los bancos comerciales en proceso de privatización. El monto de bonos de privatización que se ofreció fue de 1,151 millones de dólares, con una tasa de descuento de 1.6%; por lo tanto, el Gobierno Federal canceló 1,170 millones de dólares de líneas interbancarias. De esta forma, el saldo de la deuda se redujo en 19 millones al momento de intercambio, y en la medida en que dichos bonos se

utilizaron como medio de pago para la adquisición de las acciones en venta de los bancos comerciales, se obtuvo otra reducción adicional de la deuda externa del país por 1,151 millones de dólares. Con esta operación, se redujo en 31% el saldo vigente de las líneas interbancarias, que constituían la parte más volátil e inestable de las mismas, contribuyendo con ello a mejorar la situación financiera de los bancos comerciales y a facilitar su proceso de venta.

Durante 1991 el sector público obtuvo financiamiento a través de colocaciones en los mercados internacionales de capital por un monto de 1,740 millones de dólares. La estrategia del país ha consistido en no forzar la entrada a los mercados, sino en aprovechar las oportunidades y escalonar las emisiones con el fin de evitar la posibilidad de una saturación del mercado. De esta forma, se han mejorado paulatinamente los términos en que se han realizado dichas colocaciones.

Gracias a la flexibilidad de los términos del paquete financiero firmado con la banca comercial, México tiene la posibilidad de efectuar operaciones individuales de reducción de deuda, sin tener que negociar globalmente con todos los bancos comerciales acreedores. El principal esquema financiero que se ha utilizado para este propósito ha sido el de "recompra apalancada". Este mecanismo consiste en fondear con créditos comerciales los recursos requeridos para efectuar recompras, dejando en

garantía los propios bonos comprados, los cuales se cancelan hasta que se amortiza el crédito solicitado. Hasta 1991, el monto de las recompras ascendía a más 3,000 millones de dólares.

El 1o. De junio de 1992, se llevó a cabo una cancelación de deuda externa del sector público por 7,171 millones de dólares, equivalente a 8.9% del saldo contractual de la misma al 31 de marzo de 1992 y a 2.3 puntos porcentuales del PIB estimado para este año. Esta reducción adicional de deuda externa es resultado de la amortización de créditos que se utilizaron para financiar las operaciones de recompra apalancada de deuda externa; de la cancelación de papel que se ha dejado como garantía de dichos créditos; de la cancelación de pasivos de deuda pública por capital; y del intercambio de deuda externa por obras sociales. Cabe señalar que con esta operación, el Gobierno Federal recuperó aproximadamente 1,100 millones de dólares de garantías del llamado "Bono Cupón Cero", que garantizaban el pago de principal de los bonos de descuento y bonos a la par, así como de la parte proporcional del colateral del pago de intereses. Estos recursos sólo podrán utilizarse para amortizar los créditos de las instituciones que apoyaron a México para constituir las garantías, o para continuar realizando operaciones de reducción de deuda. De esta manera, en el transcurso de junio de 1992, se procedió a cancelar la deuda que se mantenía como colateral de los mismos financiamientos con los recursos provenientes de la venta del segundo paquete de acciones de Telmex

propiedad del Gobierno Federal; no se utilizaron ingresos previstos en el presupuesto, ni reservas internacionales.

Si bien los recursos extraordinarios provenientes de la desincorporación de empresas y bancos, hasta junio de 1992 se canalizaban a cancelar deuda interna, en este caso se procedió a cancelar los pasivos contraídos por el Gobierno Federal en los últimos dos años y medio, que sirvieron para financiar la recompra de títulos de deuda externa.

Otros importantes beneficios de la cancelación adicional de la deuda externa son:

1) El ahorro de intereses, que se estima ascenderá a 400 millones de dólares anuales, considerando el nivel actual de las tasas de interés internacionales;

2) El ahorro que resultaría en el caso de que se aplicara la cláusula de recaptura, que establece un incremento en el rendimiento de los bonos de descuento y a la par. Si después del segundo semestre del 1996, el valor de las exportaciones petroleras exceden en términos reales a los de 1989.

Así, la deuda pública externa, que al 31 de marzo de 1992 era de 80,752 millones de dólares, es para el mismo periodo de 1994 de 73,581

millones, lo que en relación al PIB representa 2.3 puntos porcentuales menos.

Con ellos se estima que el saldo contractual de la deuda externa total de México (tanto pública como privada), disminuirá de un nivel de 62.5% del PIB en promedio durante el periodo 1982-1988 a 31.7% al final de 1992. Por su parte, la deuda pública externa representa 24.5% del PIB.

Adicionalmente al propósito de continuar reduciendo el saldo de la deuda externa, el Gobierno Federal decidió poner en marcha un Programa de Cobertura de Riesgo contra incrementos en las tasas de interés internacionales para la deuda pública externa sujeta a la tasa flotante, que durará hasta 1995. Para ello se realizaron operaciones financieras de mercado utilizando diversos instrumentos como opciones, Swaps y combinaciones de estos instrumentos. Con esta medida se reduce la vulnerabilidad de la economía ante eventos adversos externos. En este sentido, cabe agregar que a la luz de los beneficios del programa de coberturas de petróleo que se realizó en 1991, en este año también se ejecutaron operaciones de cobertura para asegurar los ingresos del Gobierno Federal, previstos en el presupuestos de egresos de la Federación, por concepto de exportación de petróleo.

Con la renegociación de la deuda externa se redujo significativamente la transferencia neta de recursos al exterior, de hecho, durante los últimos 3 años México ha sido receptor neto de recursos. Esto no sólo significó beneficios directos para México, sino que en la medida en que el país ha recuperado su capacidad de pago, los acreedores tienen mayor seguridad del cumplimiento del servicio de la deuda en los términos convenidos, lo que permite un mayor acceso al mercado internacional de capitales en condiciones favorables. Adicionalmente, la percepción del riesgo México en el extranjero ha disminuido, por lo que las expectativas sobre el potencial de crecimiento de la economía mexicana y las oportunidades para la realización de negocios rentables ha aumentado de manera considerable.

El estudio de los indicadores comúnmente utilizados para medir el costo de la deuda externa y la capacidad de un país para servirla en términos de producción o uso de divisas, indican que en el bienio 1990-1991 la solvencia financiera de México tuvo una sensible mejoría. Así, en 1991 el saldo de la deuda externa total representó 35.6% del PIB, cifra inferior en 27 puntos porcentuales al promedio del periodo 1983-1988 y 40 puntos menos que su nivel máximo, registrado en 1986. Como proporción en los ingresos en cuenta corriente, en 1991 el saldo de la deuda fue 2.2 veces superior a éstos, en tanto que de 1983 a 1988 dicho saldo promedió más de 3 veces los ingresos en cuenta corriente.

El monto de intereses pagados sobre la deuda externa total disminuyó de 7.2% del PIB en 1982 a 2.9% en 1991. Si se le relaciona con los ingresos en cuenta corriente, hay una reducción de 43.6 a 18.3% para los mismo años. El servicio de la deuda (amortizaciones más intereses) como proporción del PIB es actualmente menos de la cuarta parte de la cifra registrada en 1982 y como proporción de los ingresos en la cuenta corriente, ha pasado casi de 1.5 veces el 1982 a únicamente 0.3 en 1991.

6.2- Perspectivas

El campo que actualmente se presenta para México como demandante de recursos, es muy amplio, esto debido a que la situación de los euromercados pasan por una etapa de constante innovación, la ventaja de esta es que lo que hoy puede ser la solución a un determinado problema de financiamiento (de acuerdo con una clase de instrumento), para mañana este instrumento puede resultar obsoleto. Lo anterior remarca la necesidad de que personal preparado específica y profesionalmente para esta área sean los responsables de vigilar y evaluar las posibilidades que están surgiendo en este medio tan dinámico de las finanzas internacionales.

Por otra parte, es fundamental que así como se demandan recursos financieros de los Mercados Internacionales de Capitales, estos no sean la única fuente de financiamiento, pues por más que se diversifique la obtención de los mismos en los diferentes instrumentos y centros financieros internacionales, la dependencia como deudor de los acreedores internacionales, específicamente de la banca comercial, es en gran medida

de alto riesgo. Cabe señalar, como "ejemplo histórico" en gran medida forzada y supervizada por los organismos financieros internacionales, la situación vivida por las anterior causa en nuestro país durante 1982 a 1989 y recientemente a finales de 1994 y el presente año. Es por esto, que la necesidad de formar especialistas en esta materia, en las aulas universitarias debe ser considerada, de tal manera que los programas académicos contemplen la incursión en este faceta de las finanzas, adecuando los mismos a las necesidades actuales de la economía nacional e internacional.

Lo anterior no significa que nuestro país ya esta en posibilidades de competir por mejores condiciones de mercado, pues como se señala, las condiciones actuales no son las más adecuadas para lograrlo por causa de los factores internos y externos, ya que en ellos se incluye la estabilidad política y social, la actuación de los bloques económicos vigentes.

Las condiciones para contar con un sistema financiero y social de primer nivel, en la medida de que se cuenten con políticas encaminadas a tal fin posiblemente se alcance para fines de este siglo y con ello la opción de dejar de ser como lo marca la historia el eterno deudor, ya que los intermediarios financieros estarán en posibilidades de ofrecer recursos a demandantes de los mismos que residen en el extranjero y en el caso más optimista de más empresas nacionales que en el mediano plazo .cuenten con sucursales en otros países

7- Conclusiones

De la anterior presentación se desprenden conceptos que ofrecen las siguientes conclusiones:

1.- El mundo se ha transformado significativamente en los últimos veinte años, durante éste periodo de tiempo, se han hecho grandes esfuerzos por lograr una integración financiera a nivel mundial, teniendo como guías a los países industrializados del órbe. Estos esfuerzos, tienen como resultado, la conformación de bloques económicos, que ya realizan importantes operaciones financieras, una prueba de esto es la actuación y desarrollo de; la Comunidad Económica Europea, el Tratado Trilateral de Libre Comercio entre los Estados Unidos de Norteamérica, Canadá y México, La Cuenca del Pacífico.

La economía de México, no actúa en un medio cerrado, la necesidad de participar en un sistema financiero internacional cada día más globalizado es apremiante. Los primeros pasos de esto se observa en la participación que nuestro país dentro del marco del TLC, que entró en vigor en 1994, con esto la posibilidad de una apertura financiera está a la vista, sin olvidar que las instituciones financieras domésticas se encuentran en una etapa que se puede considerar de cuenta regresiva, para fortalecerse y formar alianzas estratégicas, esto lo observamos con la formación de grupos financieros, la

anterior táctica les ofrecerá una mejor manera de enfrentar la competencia con instituciones financieras internacionales que desde el año pasado cuentan con autorización para operar dentro de territorio nacional, ya que cuentan con los recursos para controlar una gran parte de este mercado.

2.- La expectativa de que nuestro país se consolide como un centro financiero internacional cada día es más remota, es decir, nuestro sistema financiero nacional a pesar de los ajustes implementados por las últimas administraciones, parece cada vez más vulnerable, ya que el momento económico es apremiante, pues lo que se originó como "un simple" problema político regional, derivó en un "verdadero" problema de credibilidad causando en los principales agentes productivos y financieros situaciones caóticas que después de un semestre aún no se ve una salida real.

La presente administración pretende apoyar en este sentido como se observa con la desincorporación bancaria, la venta de entidades paraestatales, la organización de la Bolsa Mexicana de Valores, el fortalecimiento de la posición de México dentro de los foros internacionales, la capacitación de profesionales en el área, el establecimiento de agencias y sucursales en las principales plazas financieras por instituciones financieras nacionales. Una vez que el actual momento económico y financiero sea superado, las condiciones a mediano plazo se puedan presentar favorablemente de continuar con la tendencia anteriormente planteada para que en un futuro no

lejano nuestro país no sea ya un eterno receptor de recursos, sino contar con la estructura y experiencia para que inversiones nacionales generen los fondos suficientes para satisfacer no solo la demanda interna de los mismos.

3.- La forma mediante la cual el Gobierno de México y las entidades del sector público en las anteriores décadas se centralizo en instrumentos financieros "tradicionales" como es el caso de créditos directos, créditos sindicados, y emisiones de bonos, que en su momento estuvieron disponibles, pero esta era finita, Actualmente, el desarrollo de nuevos y novedosos instrumentos financieros, además del dinámico entorno económico mundial permite que la posición de deudor "tradicional" que por muchos tiempo se ha asociado a México, se cambie por un rol cada vez más vinculado al sistema financiero internacional, éste permitirá en la medida de que los problemas economico-financiero sean superados, nuestro país forme parte activa del sistema financiero internacional.

Históricamente, la participación de México dentro del contexto de los mercados internacionales de capitales ha estado supeditada a los ciclos económico-político de las diferentes administraciones públicas, ya que a principios de la década pasada ocasionaron la "no participación" de nuestro país en los mercados privados de capitales, después de un esfuerzo a mediano plazo, el reingreso de México a estos mercados fue posible pero a un costo superior esto se observa en la sobretasa que fue necesario cubrir

por la reincorporación a estos centros, una vez que fueron satisfechas las condiciones de los Organismos Financieros Internacionales que vigilaron el "buen" comportamiento de la economía doméstica. Durante los últimos seis años la actividad en los Centros Financieros Internacionales por parte de México ha sido constante, diversificando su posición de deudor haciendo uso, hasta el límite autorizado por el Congreso de la Unión, de los novedosos instrumentos disponibles en el mercado mismo

4.- El manejo y administración de la deuda externa para 1992 ha dejado de ser un problema prioritario de la actual administración pública, así se planteó a fines de 1988, y como consecuencia de esto la unidad administrativa a la cual se responsabilizó de esa tarea en enero de 1993 es disuelta, dejando como herencia una situación manejable y acorde con las expectativas del país que cuando fueron planteadas no se contempló una crisis de confianza que derivara en crisis económica general, y que para el primer trimestre del año en curso se identificara internacionalmente como "Efecto Tequila". Una vez que este sea superado la expectativa será de una situación manejable en todos los niveles

5.- El dinamismo en los diferentes Mercados Internacionales de Capitales ha permitido el desarrollo de nuevos instrumentos financieros que dependiendo de la situación económica que se viva, pueden ser la solución a las necesidades específicas de financiamiento externo, de la gama de

posibilidades de este campo se puede elegir por profesionales el idóneo que redunde en beneficio, primero para el emisor de que se trate y en segundo para la economía nacional.

El uso racional de los instrumentos financieros para captar recursos permitirá consolidar la posición de nuestro país dentro de la palestra financiera internacional, redundando, una vez que dichos recursos captados hayan sido aplicados adecuadamente en un mejoramiento en los niveles de bienestar de la población de este país

6.- La participación de los verdaderos profesionales, en este campo de acción es de gran expectativa, pero este medio es de un dinamismo tal que lo actual por lo que se refiere a instrumentos financieros, el día de mañana ya es obsoleto. El medio para permanecer en este campo como en otros es el estudio constante del mismo, pensando en soluciones nuevas y adecuadas para los problemas que en el futuro se presentarán.

La llave para alcanzar esa meta es la innovación permanente ya que en el papel de un profesionista de la Administración y especialmente en el terreno de los mercados financieros se debe estar pensando por soluciones acordes a los problemas que se deba resolver, olvidandose de adoptar soluciones que en otros sitios funcionaron, esto es, tenemos la capacidad para encontrar soluciones para nuestros problemas específicos.

Anexo
cuadro número 1

México, Balanza de Pagos, 1980-1992 (Porcentaje del PIB)													
	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Cuenta Corriente	-5.50	-6.40	-3.60	-3.60	2.40	0.40	-1.30	2.70	-1.50	-2.90	-2.90	-4.70	-6.90
Exportaciones 1/	8.40	8.40	12.90	15.50	14.40	12.40	13.50	15.70	13.20	12.80	16.80	15.10	14.00
Importaciones	9.70	9.60	8.50	5.70	6.40	7.90	9.60	9.40	11.70	12.40	12.90	13.50	18.90
Pago de Intereses	3.20	3.80	7.20	8.80	6.70	5.50	6.40	5.70	5.00	4.50	3.30	3.00	2.30
Cuenta de Capital	5.90	10.50	5.70	-1.00	0.00	-1.00	1.40	-0.40	-0.80	1.50	3.40	7.10	7.90
Endeudamiento Neto del Sector Público	1.60	4.20	3.50	1.80	0.90	0.00	0.50	3.00	0.30	0.00	1.00	-0.10	-0.70
Reservas Internacionales Brutas (miles de millones de dls)	4.00	5.00	1.80	4.90	8.10	5.80	6.80	13.70	6.60	6.90	10.30	17.50	18.60
Reservas/Ing. en Cta. corriente	17.90	18.00	6.50	17.00	24.70	18.40	26.90	43.60	19.50	18.00	18.50	30.70	30.50

1 Incluye maquiladoras

FUENTE: Elaborada por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de Banco de México

cuadro número 2.

México, Emisiones de bonos del sector público en los mercados internacionales de capitales
1982-1994 (millones de dólares)

	1982-1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GOBIERNO	280	40	487.8	376	293.6	0	2100
FEDERAL							
BANCOMEXT	100	61	227.8	100	854.8	1000	457
NAFIN	0	190	375	536	489.6	400	670
PEMEX	150	351	430.2	240.5	688.9	700	0
OTROS	200	150	70	100	0	0	0
TOTAL	730	792	1590.8	1352.5	2324.9	2100	3227

FUENTE: Elaboración propia con información de la SHCP

cuadro número 3

México, crecimiento del saldo de la deuda externa total
1973-1994 1/
(millones de dólares y crecimiento porcentual)

AÑO	PUBLICA		PRIVADA		BANCARIA		BANCO DE MEXICO		TOTAL	
	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%	Saldo	%
1973	7071	39.80%	2086	96%					9137	49%
1974	9975	-41.1%	2224	-7.6%					12199	-33.5%
1975	14449	-44.9%	4480	-101.4%					18929	-55.2%
1976	19600	-35.6%	6500	-45.1%					26100	-37.9%
1977	22912	-16.9%	6800	-4.6%			1200		30912	-18.4%
1978	26264	-14.6%	7200	-5.9%			1200		34864	-12.1%
1979	29757	-13.3%	10500	-45.8%					40257	-16.1%
1980	33813	-13.6%	16900	-61.0%					50713	-26.0%
1981	52961	-56.6%	21900	-29.6%					74861	-47.6%
1982	58874	-11.2%	19107	12.8%	7958	0.0%	240	0%	86179	-15.1%
1983	62556	-6.3%	18919	1.0%	10321	-29.7%	1204	-401.7%	93000	-7.9%
1984	69378	-10.9%	17270	8.7%	6183	40.1%	2433	-102.1%	95264	-2.4%
1985	72081	-3.9%	16719	3.2%	4824	22.0%	2943	-21.0%	96567	-1.4%
1986	75351	-4.5%	16061	3.9%	5551	-15.1%	4028	-36.9%	100991	-4.6%
1987	81407	-8.0%	15107	5.9%	5837	-5.2%	5119	-27.1%	107470	-6.4%
1988	81003	0.5%	7028	53.5%	8097	-38.7%	4786	6.5%	100914	6.1%
1989	76059	6.1%	4969	29.3%	8960	-10.7%	5126	-7.1%	95114	5.7%
1990	77770	-2.2%	6135	-23.5%	7759	13.4%	6508	-27.0%	98172	-3.2%
1991	79988	-2.9%	8692	-41.7%	8214	-5.9%	6759	-3.9%	103653	-5.6%
1992	75755	5.3%	11159	-28.4%	6044	26.4%	5957	11.9%	98915	4.6%
1993	78747	-3.9%	20245	-81.4%	23808	-29.4%	4795	19.5%	127595	-28.9%
1994	85436	-8.4%	22074	-9.0%	25124	-5.5%	3860	19.4%	136494	-6.8%

1/ Saldo al 31 de diciembre.

2/ La reducción del saldo de la deuda pública externa en 1989 se explica por: la cancelación de deuda que algunas instituciones recibieron como pago por la venta de paraestatales (1630 millones de dólares), operaciones de intercambio de deuda pública por capital autorizadas antes de noviembre de 1987 (750 millones); amortizaciones netas (323 millones); y variaciones del tipo de cambio con respecto a otras monedas (2041 millones).

3/ La reducción del saldo de la deuda pública en este año se explica por las operaciones de recompra de deuda que implicaron una disminución del saldo de 7171 millones de dólares.

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de la Dirección General de Crédito Público de la SHCP.

cuadro numero 4

México, Saldos de deuda externa del sector público por deudor directo ante el extranjero.

1971-1993 1/
(millones de dólares)

México, Saldos de la deuda externa del sector público por deudor directo ante el extranjero 1971-1992 1/
(Millones de dólares)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	
Saldo	4549	5099	7071	9973	14448	19500	22912	26284	29757	33813	52225	59974	62559	99378	72080	75362	81408	81003	79090	77770	79967	79756	79004	
Gobierno	742	798	1081	1488	1550	2884	3699	4797	5135	4828	5611	6483	12365	18115	17033	18649	23646	25367	31377	47963	48777	41781	41728	
Federal																								
Pemex	508	490	727	925	1732	2221	3038	4322	5802	8121	15000	15654	15383	15284	14757	14373	14814	13069	13135	5903	5941	6878	6039	
Sector Eléctrico	1056	1213	1484	2058	2782	3264	3734	4813	5823	4794	5582	6248	6248	6090	6469	6584	6070	5085	945	984	1075	1285	1419	
NAFINSA	224	407	641	913	1525	2422	2354	2509	2393	5946	9145	10272	10413	11038	11861	12228	12470	13382	10493	11079	11960	13183	14532	
BIANCOMEXT	30	58	482	810	972	1041	678	247	490	1500	3185	3221	3183	3247	3651	4434	4853	5613	5609	7074	7715	8142	8030	
BIANORIAS	47	54	146	245	323	625	864	844	2106	2481	4521	4842	4958	5007	5303	5970	8270	5885	5791	2829	3506	3678	4028	
BIANORURAL	405	356	500	909	827	981	1118	1233	1230	1498	2529	2704	2688	2927	2901	2860	2882	2589	2548	278	276	245	245	
FINASA	235	38	117	141	352	906	933	1108	1147	1564	1455	1385	1366	1408	1411	1408	1421	1282	1288	102	102	0	0	
COMASUPO	0	0	0	214	839	632	896	402	346	1086	1261	1252	1338	1338	1349	1286	1185	153	97	22	139	59		
PERTIMEX	40	48	48	43	50	124	127	158	214	224	437	472	447	573	564	532	512	490	39	40	59	0	0	
AMISA	74	104	114	210	362	471	470	421	387	381	527	468	453	451	475	481	366	326	278	58	63	0	0	
Otros	1185	1500	1741	2233	3080	4282	5277	6145	4656	2170	3278	3564	3902	5895	6319	6556	7018	6560	4508	1365	391	428	115	

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de la Dirección General de Crédito Público de la SHCP

cuadro número 5

México, deuda externa del sector público por tipo de moneda
1977-1994 1/
(millones de dólares)

	Total	EUA	Japón	UK	OFIS 2/	Francia	Alemania	Canadá	Otros
1977	22912.1	19681.3	1120.5	234.3	554.2	544.4	256.4	0.0	521.0
1978	26264.3	21014.4	1977.6	233.9	1084.5	831.1	363.9	0.0	758.9
1979	29757.2	25555.6	1590.0	201.0	827.5	500.1	292.1	0.0	790.9
1980	33812.8	29947.2	1605.8	185.0	676.7	471.9	311.2	0.0	615.0
1981	52960.6	48154.5	1279.4	949.5	654.7	587.0	455.8	0.0	879.7
1982	58874.2	53483.2	1581.1	1001.8	690.3	793.8	540.8	0.0	803.2
1983	62556.2	57396.5	1412.2	1007.0	480.3	826.9	555.1	0.0	878.2
1984	69077.9	63617.0	1169.9	659.0	475.2	1387.9	402.5	605.9	760.5
1985	72080.1	65098.0	1459.5	1001.0	668.7	2119.0	468.1	569.1	696.7
1986	75350.9	65561.4	1993.9	1147.1	864.0	3247.3	630.1	603.1	1304.0
1987	81406.8	65722.4	2726.9	1786.2	899.2	6229.0	1283.3	635.2	2124.6
1988	81007.2	62237.7	2772.4	2646.0	797.3	7926.2	1984.2	666.7	1978.7
1989	76059.0	57511.3	2965.3	2442.7	761.8	7227.4	2293.0	667.9	2189.6
1990	77770.2	64464.2	2940.2	1105.5	505.5	3872.1	2843.3	148.3	1891.1
1991	79987.8	64044.4	3176.8	1091.8	576.5	5894.7	2973.6	204.4	2059.6
1992	75755.2	61117.5	2970.9	837.9	311.8	5903.8	2536.6	181.3	7895.5
1993	79382.0	47266.9	2912.3	701.9	300.8	7040.3	2452.3	787.7	18050.6
1994	85436.0	53121.1	7153.3	524.3	17448.3	2511.3	2699.3	118.3	1862.3

1 / Saldos al 31 de diciembre

2 / OFIS - Organismos Financieros Internacionales.

FUENTE Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de la Dirección General de Crédito Público de la SHCP.

cuadro número 6

México, deuda externa del sector público por país acreedor
1977-1993 1/
(millones de dólares)

AÑO	Total	EUA	Japón	UK	OFIS 2/	Franci a	Aleman a	Canad á	Otros
1977	22912.0	10677.0	1237.0	3506.0	2177.0	710.0	1558.0	779.0	2268.0
1978	26264.0	7722.0	3388.0	3756.0	2889.0	1523.0	2022.0	1896.0	2968.0
1979	29757.0	8630.0	4404.0	4166.0	2886.0	1726.0	2470.0	1845.0	3830.0
1980	33812.7	8079.4	5405.7	3958.3	3474.1	2283.8	3206.3	2359.0	5048.3
1981	52960.6	15530.5	7504.1	6113.3	5373.7	4162.4	3335.4	3130.9	7810.3
1982	58674.2	18891.3	8102.8	6997.2	4788.1	4288.8	3522.8	3199.8	9085.4
1983	62556.1	22038.6	8639.1	7143.8	4402.6	4525.3	3407.0	3835.1	8566.8
1984	69377.9	24964.2	9924.3	7049.0	4877.9	4451.9	3377.1	3658.6	11074.9
1985	72080.1	22408.2	10704.1	7467.7	5945.8	4921.6	3326.3	3898.1	13408.5
1986	75350.9	20742.0	13010.6	7768.5	7410.9	5454.2	3516.6	4215.2	13234.9
1987	81406.8	20499.7	15228.3	8952.5	8125.5	6137.6	3718.4	4618.5	14126.3
1988	81003.2	18272.7	15312.4	8891.4	10419.9	6089.1	3620.1	4913.5	13484.1
1989	76059.0	18824.4	13417.4	7644.7	10024.0	5481.3	3338.2	5058.6	12262.4
1990	77770.3	20049.6	13633.3	8812.3	12756.6	5267.6	3189.2	4451.0	9790.7
1991	79987.8	19103.7	13468.3	9090.2	15187.2	5373.3	3394.7	4167.6	10202.8
1992	75755.4	18506.5	12986.7	7737.7	15644.9	4666.6	3061.7	3531.3	9620.0
1993	79382.0	19914.6	13565.7	7653.0	16087.3	4652.8	3336.9	3500.3	10263.2

1/ Saldos al 31 de diciembre.

2/ OFIS.- Organismo Financieros Internacionales.

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de la Dirección General de Crédito Público de la SHCP.

cuadro número 7

México, deuda externa del sector público.
1965-1994 1/
(millones de dólares)

AÑO	Largo plazo	Corto plazo	Total
1965	1771.0	389.3	2140.3
1966	1891.8	451.2	2343.0
1967	2176.1	628.1	2804.2
1968	2483.3	691.0	3174.3
1969	2914.8	863.2	3778.0
1970	3259.9	1002.8	4262.7
1971	3554.4	991.4	4545.8
1972	4322.2	742.4	5064.6
1973	5731.8	1338.6	7070.4
1974	7980.8	1994.2	9975.0
1975	11612.0	2837.0	14449.0
1976	15923.4	3676.8	19600.2
1977	20185.3	2726.8	22912.1
1978	25027.7	1236.8	26264.3
1979	28315.0	1442.2	29757.2
1980	32322.0	1490.8	33812.8
1981	42206.7	10753.9	52960.6
1982	49548.7	9325.5	58874.2
1983	52778.7	9777.5	62556.2
1984	68994.4	383.5	69377.9
1985	71626.0	454.1	72080.1
1986	73956.8	1394.1	75350.9
1987	80845.9	560.9	81406.8
1988	80223.3	779.9	81003.2
1989	75434.5	624.5	76059.0
1990	78614.3	1156.0	77770.3
1991	78260.5	1727.3	79987.8
1992	72288.8	3486.4	75755.2
1993	75140.8	4241.2	79382.0
1994	79082.5	6353.5	85436.0

1/ Saldos al 31 de diciembre.

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de la Dirección General de Crédito Público.

cuadro número 8

México, endeudamiento externo neto del sector público
1983-1993 1/
(millones de dólares)

Año	Disposiciones	Amortizaciones	Endeudamiento neto
1983	8984.2	4611.8	4352.4
1984	6230.8	3618.0	2612.8
1985	4813.0	4050.1	762.9
1986	6168.8	4782.1	1386.7
1987	9534.9	6573.5	2961.4
1988	8512.8	9258.7	-746.1
1989	4724.2	7606.6	-2882.4
1990	7686.6	5518.2	2168.4
1991	12854.1	10323.8	2530.3
1992	16899.5	20383.2	-3483.7 */
1993	16851.6	15559.7	1291.9 2/

1/ Cifras al 31 de diciembre.

2/ Cifras al 20 de septiembre.

*/ El importante monto de desendeudamiento neto se explica por las operaciones de cancelación de deuda mediante recompras.
FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de la Dirección General de Crédito Público de la SHCP.

cuadro número 9

México, endeudamiento externo neto y fugas de capital.
1973-1984.
(millones de dólares)

	Endeudamiento neto 1/	Fugas de capital	
	(A)	(B)2	(B)/(A)
1973	2280	690	30.3%
1974	4012	808	20.1%
1975	5450	859	15.8%
1976	5612	2971	52.9%
1977	2876	944	32.8%
1978	3344	131	3.9%
1979	5520	-7	-0.1%
1980	10891	-251	-2.3%
1981	28014	11828	42.2%
1982	8850	6772	76.5%
1983	2002	3783	189.0%
1984	1183	1042	88.1%
1985	-935	1312	-140.3%
1986	865	-1912	-221.0%
1987	3730	791	21.2%
1988	616	3592	583.1%
1989	2314	-4226	-182.6%
1990	14722	-3538	-24.0%
1991	19989	-2512	-12.6%
1992	16023	-3829	-23.9%
1993	n.d.	n.d.	n.d.
1994	n.d.	n.d.	n.d.

1/ Endeudamiento externo neto de acuerdo con las cifras de la balanza de pagos. Se refiere al renglón de pasivos de la cuenta de capital, excluyendo revaloraciones y redocumentaciones por operaciones de conversión de deuda.

2/ Estimación elaborada por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en datos de la balanza de pagos, de Indicadores Económicos del Banco de México. El signo negativo (-) significa repatriación de capitales.

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de Banco de México

cuadro número 10

**Estructura de la deuda externa del sector público por fuente de financiamiento.
1977-1993 1/
(millones de dólares)**

Año	Total	Organismos multilaterales	Bilaterales 3/	Bancos comerciales	Otros	
1977	23272		2278	625	19338	31
1978	26264		2539	1394	22286	45
1979	29758		2826	1209	25652	71
1980	33813		3286	1406	29042	79
1981	52921		4016	2337	46386	182
1982	18874		5041	2978	5399	5458
1983	62556		4432	3406	50087	4831
1984	69378		4879	3828	58868	4005
1985	72080		5945	4582	57812	3741
1986	75350		7411	5751	58787	3401
1987	81408		8126	8098	62498	2886
1988	81053		10470	8794	57786	4003
1989	78059		10099	8392	53492	4076
1990	77771		14885	11702	47035	4349
1991	79988		15187	12949	45781	6071
1992	75755		15645	15868	38054	6188
1993	79382		16228	15676	38820	8658

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de Banco de México.

cuadro número 11

México, indicadores de deuda para países seleccionados de América Latina 1991 1/

	Deuda 1/		Servicio de Deuda 1/		Indicadores de Deuda %	
	Saldo Total	Privada	Total	Intereses	Deuda/PIB	Int/Exp
Argentina	63.7	73.9	7.1	3.7	49.2	25.0
Bolivia	4.1	14.2	0.4	0.1	85.3	14.7
Brasil	116.5	72.8	10.8	5.5	28.8	15.8
Chile	17.9	64.2	3.9	2.8	60.7	24.3
Costa Rica	4.0	26.9	0.4	0.2	58.1	10.3
Ecuador	12.5	58.2	1.1	0.5	114.5	14.7
Honduras	3.2	12.1	0.3	0.1	113.8	14.5
México	100.9	70.0	14.0	8.4	35.6	14.7
Nicaragua	10.4	25.1	0.4	0.2	728.4	64.2
Perú	20.7	37.5	1.2	0.6	42.8	13.2
Uruguay	4.2	67.5	0.9	0.3	45.3	11.7
Venezuela	34.4	91.1	3.4	2.5	65.3	13.9

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de Banco de México.

cuadro número 12

México, principales indicadores macroeconomicos 1973-1994

AÑO	PIB (crecimiento real)	PRECIOS (Dic. Dic)	DEFICIT PUBLICO FINANCIERO (como % de PIB)	TERMINOS DE INTERCAM BIO 1/	PRECIO DEL PETROLEO DE EXPORTACION (dols por barril)
1973	8.4	21.3	6.3	120.8	n.d.
1974	6.1	20.7	6.7	81.5	n.d.
1975	5.6	11.2	9.3	73.6	n.d.
1976	4.2	27.2	9.1	119.7	11.8
1977	3.4	20.7	6.3	123.6	13.6
1978	8.2	16.2	6.2	113.9	13.2
1979	9.2	20.0	7.1	94.3	19.7
1980	8.3	29.8	7.5	112.8	31.0
1981	8.8	28.7	14.1	126.8	33.2
1982	-0.6	98.8	16.9	86.1	28.7
1983	-4.2	80.8	8.6	69.4	26.4
1984	3.6	59.2	8.5	70.8	26.8
1985	2.6	63.7	9.6	72.4	25.3
1986	-3.8	105.7	15.9	52.9	11.9
1987	1.7	159.2	16.0	67.0	16.0
1988	1.2	51.7	12.4	60.5	12.2
1989	3.3	19.7	5.5	64.5	15.6
1990	4.4	29.9	3.5 3/	68.8	19.2
1991	3.6	18.8	1.5 3/	65.1	14.6
1992	2.6	11.9	-1.7 3/	64.0	14.8
1993	1.1	7.7	-1.0	n.d.	13.7
1994	3.5	7.1	-0.3	n.d.	13.9

1/ Índice ajustado por tasas de interés internacionales.

2/ Sin efecto de reducción negociada de la deuda.

3/ Excluye los ingresos de desincorporaciones. El signo negativo (-) significa superávit.

4/ Con base a Criterios Generales de Política Económica para 1994.

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales con base en información de Banco de México y Petróleos Mexicanos.

cuadro número 13

México, precio de la deuda pública externa en el mercado secundario 1/

	1987	1988	1989	1990		1991		1992		1993		1994	
				Par	Descuento	Par	Descuento	Par	Descuento	Par	Descuento	Par	Descuento
Enero	59%	50.6%	38.2%	39%	39.5%	46.4%	66.5%	62.1%	80.0%	67.6%	80.9%	81.9%	82.3%
Febrero	58%	48.0%	33.5%	40.5%	41.1%	50.1%	68.1%	63.4%	82.8%	69.5%	78.4%	74.3%	87.3%
Marzo	57%	48.1%	39.5%	40.1%	40.5%	53.3%	71.3%	62.8%	82.8%	69.8%	80.5%	69%	82.1%
Abril	56%	51.7%	42.5%	42.0%	64.0%	56.1%	71.0%	62.9%	82.6%	69.9%	79.8%	65.1%	84.3%
Mayo	57%	53.2%	40%	45.8%	67.8%	58.0%	70.8%	64.9%	82.3%	70.6%	82.1%	68.1%	87.3%
Junio	58%	53%	40%	46.0%	66.0%	56.0%	75.0%	64.4%	84.3%	72.8%	82.6%	60.3%	82.1%
Julio	54%	51.5%	43.7%	43.4%	65.5%	57.0%	76.3%	67.5%	85.4%	73.9%	82.4%	65.4%	82.6%
Agosto	52%	47.7%	43%	42.8%	62.8%	59.9%	75.8%	67.4%	85.4%	72.4%	82.5%	67.4%	87.4%
Septiembre	50%	47.3%	42.5%	42.9%	64.0%	59.9%	76.3%	65.1%	83.9%	79.1%	80.3%	65.8%	87.4%
Octubre	49.5%	46%	37.5%	42.8%	64.6%	59.3%	77.5%	62.6%	81.1%	81%	87%	62.8%	83.4%
Noviembre	51.5%	42.5%	36%	43.5%	65.5%	57.3%	77.3%	63.2%	82.4%	80.1%	89.2%	63.4%	85.9%
Diciembre	51.7%	42%	35%	43.6%	66.6%	57.8%	78.3%	65.5%	83.0%	83.3%	91.6%	60%	83.1%
Promedio anual	54.3%	48.5%	39.3%	43.6%	65.2%	55.8%	73.7%	64.3%	83.0%	74.1%	83.4%	66.9%	85.5

FUENTE. Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de Banco de México.

cuadro número 14

**México, reservas brutas internacionales 1/
(millones de dólares)**

AÑO	MONTO
1980	4003.0
1981	5035.1
1982	1832.3
1983	4933.1
1984	8134.0
1985	5805.8
1986	6588.6
1987	13039.8
1988	6379.4
1989	6620.4
1990	10188.3
1991	17546.6
1992	18537.5
1993	24537.5
1994	6148.0
* 1995	13362.

1/ A fin de periodo

* a julio de 1995

cuadro número 15

México, endeudamiento externo neto del sector público.
1983-1993 1/
(millones de dólares)

	Amortizaciones	Intereses	Total	Servicios /PIB
1983	4611.8	6468.8	11080.6	7.4
1984	3618.0	7611.1	11229.1	6.4
1985	4050.1	7601.0	11651.1	6.3
1986	4782.1	6130.8	10912.9	6.4
1987	6573.5	5700.3	12273.8	8.7
1988	9258.7	6353.0	15611.7	9.0
1989	7807.6	6929.1	14536.7	7.1
1990	5518.2	5515.0	11033.2	4.8
1991	10323.8	5794.4	16118.2	5.7
1992	20383.2	5337.5	25720.7	7.8
1993	9342.4	2456.1	11798.5	n.d.

1/ Cifras al 31 de diciembre. Los datos del servicio de la deuda son de carácter informativo y operativo, pero carecen de sentido económico debido que las revoluciones de corto plazo y la recontractación hacen que muchas veces estos movimientos sean sólo virtuales.

2/ Cifras al 30 de junio.

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en la información de la Dirección General de Crédito Público de la SHCP

Cuadro número 16
México, tasas de interés implícita sobre la deuda externa
1973-1993
(millones de dólares)

Año	Pago de intereses (A)	Saldo Promedio (B)	Tasa implícita (A/B)
1973	847	7628	8.48%
1974	973	10688	9.12%
1975	1437	15584	9.23%
1976	1724	22515	7.66%
1977	1974	28146	7.01%
1978	2572	32428	7.93%
1979	3709	37481	9.90%
1980	6147	45485	13.51%
1981	9485	62765	15.11%
1982	12203	80498	15.16%
1983	10103	89590	11.28%
1984	11716	94132	12.45%
1985	10156	95915	10.59%
1986	8342	98779	8.45%
1987	8097	104230	7.77%
1988	8639	104192	8.29%
1989	9278	98014	9.47%
1990	9195	96644	9.51%
1991	8388	100913	8.31%
1992	7743	101284	7.64%
1993	n.d.	n.d.	n.d.
1994	n.d.	n.d.	n.d.

FUENTE: Elaborado por la Subsecretaría de Asuntos Financieros Internacionales, con base en información de la Dirección General de Crédito Público de la SHCP y del Banco de México.

cuadro número 17

México, tasas de interés internacionales
1973-1994

	PRIME RATE	LIBOR
1973	8.02%	9.28%
1974	10.80%	10.72%
1975	7.86%	9.29%
1976	6.84%	5.21%
1977	6.82%	5.87%
1978	9.06%	8.42%
1979	12.67%	11.79%
1980	15.27%	13.96%
1981	18.87%	16.79%
1982	14.90%	12.95%
1983	10.80%	9.50%
1984	12.00%	10.60%
1985	9.90%	8.20%
1986	8.30%	6.90%
1987	8.20%	6.90%
1988	9.30%	7.80%
1989	10.90%	9.20%
1990	10.00%	8.20%
1991	6.50%	4.90%
1992	6.00%	3.63%
1993	6.00%	3.22%
1994	7.15%	4.75%
1995*	8.75%	5.937

FUENTE: /1 REUTERS

* COTIZACION AL 24 DE AGOSTO DE 1995

Bibliografía

Antl, Boris. CURRENCY RISK AND THE CORPORATION; ED. EUROMONEY PUBLICATIONS.

Banamex, S.A. Examen de la Situación Económica de México. Varios números.

Banco de México. Informe Anual, varios números.

Banco de México. The Mexican Economy. varios números.

Bell, Geoffrey. THE EURO-DOLLAR MARKET AND THE INTERNATIONAL FINANCIAL SYSTEM. ED. MACMILLAN

BOLETIN DE ECONOMIA INTERNACIONAL. PUBLICACION TRIMESTRAL, BANCO DE MEXICO.- VARIOS NUMEROS

Bradlow D. Daniel and Jourdin Jr. Willis. International Borrowing: Negotiation and Renegotiation. Volumen I, II. Revised Edition. International Law Institute. USA. 1984.

Brealey A. Richard and Myers C. Stewart. PRINCIPLES OF CORPORATE FINANCE ED. MCGRAW-HILL BOOK COMPANY

Cárdenas J. Emilio, Mnedes Antonio y Reisner Ralph. Transacciones financieras internacionales, (Aspectos seleccionados). Banco Interamericano de Desarrollo. USA, 1985.

- Coghlan, Richard, THE THEORY OF MONEY AND FINANCE.- ED.- THE
MACMILLAN PRESS LTD.- LONDON 1980
- COMERCIO EXTERIOR.- REVISTA MENSUAL VARIOS NUMEROS .- ED. BANCO
NACIONAL DE COMERCIO EXTERIOR, S.N.C
- Coopers & Lybrand, A GUIDE TO FINANCIAL INSTRUMENTS ED.
EUROMONEY PUBLICATION
- Eisuke Sakakibara y Yoriyuki, Study of the Tokyo Capital
Markets, NAGAO.-JCIF POLICY STUDY SERIES, NO.2 MARCH
1985.
- El economista, varios números.
- El Financiero. varios números.
- EUROMONEY.- (REVISTA MENSUAL).- VARIOS NUMEROS.- ED. EUROMONEY
Excelsior. varios números,
- FINANCIAL MARKET TRENDS.-VARIOS NUMEROS,OCDE
- Gavito Mohar, Javier y Reyes Pruneda S. Pablo. Deuda externa y
crecimiento económico (la experiencia reciente de
México) Instituto Mexicano de Ejecutivos en
Finanzas, A.C. México, 1990.
- Guajardo Cantú, Gerardo, Cabello Garza, Marco A., García
Fabregat Esquivel, Germán. Impacto de la
renegociación de la deuda externa en la estructura
financiera de los bancos (el punto de vista del
acreedor). Instituto Mexicano de Ejecutivos en
Finanzas, A.C. México, 1989.

Gurria Treviño, José Angel. La política de la deuda externa, Una
visión de la modernización de México. FCE. México,
D.F., 1993.

IMF, Staff Team from the Exchange and Trade Relations and
researchs Departments, INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS
(DEVELOPMENTS AND PROSPECTS), ED. WORLD ECONOMIC AND
FINANCIAL SERVEYS, IMF.-WASHINGTON D.C. ABRIL 1989
INSTITUTIONAL INVESTOR, PUBLICACION MENSUAL.- VARIOS NUMEROS
INVESTING IN THE US.- (RESOLVING THE LEGAL, FINANCING,
REGULATORY AND TAX ISSUES.- BY ADAM STARCHILD.- ED.
EUROMONEY PUBLICATION

Kredietbank. Monythly bulletin; varios números.

Labuszewski W. John, TRADING OPTIONS ON FUTURES: MARKETS,
METHODS, STRATEGIES, AND TACTICS ED. EUROMONEY
PUBLICATION

Mansell Carstens, Catherine. Las nuevas finanzas en México,
Editorial Milenio, S.A. de C.V., México, D.F. 1993.

Mendelsohn, M.S., MONEY ON THE MOVE (THE MODERN INTERNATIONAL
CAPITAL MARKET), ED MCGRAW-HILL BOOK COMPANY.- N.Y.

Merrill Lynch. Currency & Bond Marqket Trends, (A Biweekly
Review), varios números.

Nacional Financiera, S.N.C., El mercado de Valores publicación
mensual, varios números.

Nacional Financiera, S,CN.C., Testimonios de El Mercado de
Valores, 1940-1990, Financiamiento Externo, Tomo IV,
México D.F. 1990.

Nacional Financiera, S,CN.C., Testimonios de El Mercado de
Valores, 1940-1990, Economía Internacional, Tomo VI,
México D.F. 1990.

Nevitt K. Peter, PROJECT FINANCING.- ED. EUROMONEY
PUBLICATIONS.- 1980

Orion Royal Bank. GUIDE TO THE INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS;
ED. EUROMONEY PUBLICATIONS 1984.

Reforma, varios números.

THE INTERNATIONAL ECONOMY (THE MAGAZINE OF INTERNATIONAL
ECONOMIC POLICY.- VARIOS NUMEROS

Walsley Julian. THE NEW FINANCIAL INSTRUMENTS; AN INVESTOR'S
GUIDE; ED. JOHN WILEY & SONS.- N.Y. 1968