

308907

UNIVERSIDAD PANAMERICANA 4



ESCUELA DE DERECHO

Con Estudios Incorporados a la U.N.A.M. 29.

"VALORES GUBERNAMENTALES"

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

T E S I S
PARA OPTAR POR EL TITULO DE
LICENCIADO EN DERECHO
QUE PRESENTA EL ALUMNO
JAVIER BECERRA PINO

DIRECTOR DE TESIS.
LIC. ANGELA BALMORI IGLESIAS

MEXICO, D. F.

1989



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.

VALORES GUBERNAMENTALES

PAG.

I. ACTIVIDAD FINANCIERA DEL ESTADO Y DEUDA PUBLICA.	
I.1 Actividad financiera del Estado.	1
I.2 Política fiscal e ingresos del Estado.	3
I.3 Teoría general de la deuda pública.	8
I.3.1 Concepto y consideraciones sobre la deuda pública.	
I.3.2 Diferentes concepciones ideológicas sobre el tratamiento de la deuda pública.	
I.3.3 Criterios y prerequisites para la contratación de deuda pública.	
I.3.4 Clasificación de la deuda pública.	
I.4 Régimen jurídico de la deuda pública.	25
I.4.1 Naturaleza jurídica del empréstito.	
I.4.2 Régimen constitucional del empréstito público.	
I.4.3 Régimen legal de la deuda pública.	
II. VALORES GUBERNAMENTALES.	
II.1 Teoría general de los títulos de crédito.	39
II.2 Desenvolvimiento de los títulos de crédito en la actualidad.	45
II.3 Consideraciones generales sobre los títulos de crédito a cargo del Gobierno Federal.	50
II.4 Certificados de la Tesorería de la Federación.	60
II.4.1 Consideraciones generales.	
II.4.2 Características.	
II.5 Pagars de la Tesorería de la Federación.	69
II.5.1 Consideraciones generales.	
II.5.2 Características.	
II.6 Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal.	77
II.6.1 Consideraciones generales.	
II.6.2 Características.	

II.7	Certificados de Participación Ordinarios Amortizables denominados Petrobonos. II.7.1 Naturaleza jurídica. II.7.2 Características.	82
II.8	Bonos del Gobierno Federal para el Pago de la Indemnización Bancaria, 1982.	89
II.9	Bonos de Renta Fija a Plazo Indefinido.	92
III.	COLOCACION Y OPERACION DE VALORES GUBERNAMENTALES.	
III.1	Mercado de Valores.	95
III.2	Colocación de valores del Gobierno Federal. III.2.1 Colocación de CETES, PAGAFES y BONDES. III.2.2 Colocación de Petrobonos y BIB's.	103
III.3	Mercado Secundario de los Valores del Gobierno Federal. III.3.1 Mercado Secundario de CETES, PAGAFES y BONDES. III.3.2 Mercado Secundario de Petrobonos y BIB's.	111
IV.	VALORES GUBERNAMENTALES Y POLITICA MONETARIA.	126
	CONCLUSIONES.	152

I N T R O D U C C I O N

Hoy en día, la política económica de nuestro país ha pasado a ser un tema común en nuestro vocabulario cotidiano: déficit público, deuda externa e interna, inflación, devaluación, trastornos en la balanza de pagos y gasto público, son problemas que afectan, seriamente, las condiciones de vida de cada uno de los mexicanos. No es de extrañar, por ello, que los asuntos económicos interesen a todos. Sin embargo, las medidas de política económica, ya de por sí complejas, plantean profundos cuestionamientos que no son fáciles de juzgar sin tener un conocimiento general de los objetivos que se persiguen y de los instrumentos que se utilizan para lograrlos.

El estado actual de nuestra economía nacional ha obligado a nuestras autoridades financieras a buscar fórmulas y alternativas de financiamiento que le permitan al país conformar una nueva estructura financiera que impulse su crecimiento económico.

A esta necesidad ha respondido la emisión de valores por parte del Gobierno Federal. Como un esfuerzo de nuestras autoridades de fortalecer y revitalizar el sistema financiero -propiciando el desarrollo del mercado de valores- y

como una alternativa viable -ante la dificultad de seguir financiando nuestro desarrollo con recursos externos- para el financiamiento del gasto público.

Es un hecho indiscutible que el Estado necesita acudir a los mercados nacionales e internacionales para demandar los recursos financieros indispensables para el logro de sus objetivos sociales. Empero, urgido a veces por responsabilidades indeclinables o necesidades apremiantes y en nombre de su soberanía, los gobiernos han solido caer en la incitante tentación de tratar de solucionar en forma rápida sus problemas a través del uso intensivo del crédito público, sin tomar en cuenta las consecuencias trágicas que pueden ocasionar a sus ciudadanos. Por esta razón, el empréstito público debe estar regulado por un marco jurídico perfectamente delimitado que le permita al Estado alcanzar sus fines sin violar los principios de seguridad jurídica y justicia social, indispensables en todo país que se considere democrático.

El tema de la deuda pública interna, en especial la documentada en valores, aunque muy importante por su monto y su impacto en la economía, no ha sido lo suficientemente estudiada por la doctrina jurídica, lo que ha ocasionado que exista confusión y poco conocimiento de esta materia.

Por tal motivo, el objetivo del presente trabajo es hacer en forma general algunas consideraciones jurídicas de la deuda pública interna y, en particular, analizar a los valores gubernamentales, objeto de oferta pública en el mercado de valores. Dichos valores los estudiaremos desde dos perspectivas diferentes: como instrumentos necesarios para lograr diversos fines de política fiscal y monetaria y desde el punto de vista de su naturaleza jurídica y su forma de operación en el mercado financiero.

CAPITULO I

ACTIVIDAD FINANCIERA DEL ESTADO Y DEUDA PUBLICA

I.1.- ACTIVIDAD FINANCIERA DEL ESTADO.

Nuestra Carta Magna al elevar a categoría constitucional la rectoría económica del Estado rompe el esquema clásico de considerar al Estado como un simple espectador de la vida económica para reconocer el papel decisivo e indispensable que este juega en el desarrollo de la vida nacional. Papel que se cumple, sobre todo, en la conducción y administración de la economía; la cual se realiza, principalmente, a través de la política fiscal y el gasto público, cuyo financiamiento proviene de impuestos, derechos, contribuciones especiales, precios públicos, emisión de moneda y deuda pública.

Una de las actividades primordiales del Estado está constituida por la realización de los servicios públicos y la satisfacción de las necesidades colectivas de interés general; cuya gestión justifica y explica su existencia.

En la actualidad la prestación de los servicios públicos se ha convertido en una tarea de enorme magnitud debido al crecimiento demográfico, a la expansión de la seguridad social y en general, a la necesidad indeclinable de lograr la justicia social; la atención de este elevado volumen de servicios demanda

del Estado considerables recursos personales, jurídicos y materiales que lo obligan a recurrir a variadas fuentes de financiamiento para cubrir los ineludibles gastos públicos.

Esta actividad -que no es un fin en sí misma sino un medio indispensable para el logro de los demás cometidos del Estado- recibe el nombre de actividad financiera. La misma ha sido definida por Joaquín B. Ortega como "la actividad que desarrolla el Estado con el objeto de procurarse los medios necesarios para los gastos públicos destinados a la satisfacción de las necesidades públicas y en general a la realización de sus propios fines".(1) Actividad que viene a darle contenido al Derecho Financiero, definido por Gil Valdivia como el "conjunto de normas jurídicas que sistematizan los ingresos y los gastos públicos, normalmente previstos en el presupuesto, y que tienen por objeto regular las funciones financieras del Estado: la asignación de recursos; el pleno empleo con estabilización; la distribución del ingreso y el desarrollo económico."(2)

La actividad financiera del Estado conoce de cuatro momentos fundamentales: a) la selección y planeación de objetivos socioeconómicos; b) la obtención de ingresos para

-
- (1) Citado por FRANCISCO DE LA GARZA. "Derecho Financiero Mexicano". Ed. Porrúa, S.A., 14o. edición. México. 1986 pág. 5.
 - (2) GIL VALDIVIA, G. "DICCIONARIO JURIDICO MEXICANO". TOMO III. Instituto de Investigaciones Jurídicas. UNAM, México 1983. pág. 167

alcanzarlos; c) la gestión y manejo de los recursos obtenidos y la administración y manejo de sus propios bienes patrimoniales de carácter permanente, y d) las erogaciones que realiza para el sostenimiento de los gastos públicos y para inversiones físicas o financieras.

Sólo nos queda mencionar que la actividad financiera del Estado es un fenómeno complejo que si bien tiene bases económicas no puede negarse su implicación con aspectos políticos, jurídicos y sociológicos.

Desde el punto de vista jurídico, las finanzas del Estado, como el resto de la actividad administrativa, encuentran en la Ley su fundamental disciplina y tienen como objetivos primordiales: la libertad y dignidad de la persona humana y la seguridad y justicia social, en orden a los principios de solidaridad, subsidiaridad y a la prosecución del bienestar social, que constituye, en última instancia, la razón misma de ser de los poderes públicos.

I.2.- POLITICA FISCAL E INGRESOS DEL ESTADO.

El complejo de problemas que giran alrededor del proceso gubernamental: ingresos, gastos y empréstitos, es denominado tradicionalmente como finanzas públicas. Cuando estos elementos conjugados se utilizan en la consecución de metas determinadas, podemos afirmar que se trata de un fenómeno de política fiscal.

Las finanzas públicas son el resultado de las medidas que un gobierno adopta para regular sus ingresos, sus egresos, los problemas generales del crédito, los precios públicos y las implicaciones de la circulación monetaria. Realizándose, fundamentalmente, a través de dos instrumentos: La Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos de la Federación.

La política fiscal se explica como un conjunto de medios para mantener el equilibrio económico de un Estado y se encuentra en función de sus instituciones sociales y culturales, de la magnitud de sus recursos, de la estructura de su economía, de la distribución de sus ingresos y de su régimen político. Por lo tanto, dicha política se encuentra condicionada por los cambios en la estructura de los anteriores factores. (3)

Dentro del marco de ideas de la economía clásica los propósitos de la política fiscal se concentraban principalmente en la reducción de los gastos gubernamentales a un mínimo y en mantener el equilibrio presupuestal. En cambio, las bases de la política fiscal moderna se basan en el reconocimiento de los efectos que los ingresos, gastos y deuda pública ejercen sobre el nivel de la actividad económica; de la necesidad de intervención del Estado a través de su política de gasto, encaminada a influir en la estructura de producción de algunos de

(3) Cfr. ORTIZ MENA SALINAS, C. "Política Fiscal y Deuda Pública, Consideraciones sobre la Deuda Pública Mexicana 1956-1963". Tesis profesional. UNAM. 1964. pág. 17

los sectores privados o públicos; así como del mantenimiento de una política de estabilización, cuyos propósitos principales son el obtener un nivel de precios estable y el permitir una tasa de crecimiento de la actividad económica.(4) Al respecto es importante señalar que no es en la magnitud del gasto en donde radica la eficiencia de la conducta del gobierno, sino principalmente en el destino que se dé a los recursos.

El renglón más importante de ingresos del Estado, en situaciones normales, está constituido por los impuestos. Debido a esto los tratadistas han elaborado toda una teoría acerca de la imposición y en ocasiones se refieren al sistema impositivo como el único renglón de ingresos públicos; sin embargo, los ingresos públicos comprenden todas las percepciones del Estado, tanto en efectivo como en especie o en servicios. Comprenden, por lo tanto, los recursos provenientes de la imposición, de la emisión de papel moneda, de los empréstitos, de los precios públicos, así como de otros renglones menos importantes como expropiaciones, nacionalizaciones, decomisos, etc.

Ante la diversidad de medios que el Estado utiliza para allegarse fondos, se han elaborado múltiples clasificaciones explicativas de sus ingresos.

(4) Ibid. pág. 18.

Así tenemos, que para Flores Zavala los ingresos del Estado se clasifican en dos grupos: ordinarios y extraordinarios. "Ordinarios son aquéllos que se perciben regularmente, repitiéndose en cada ejercicio fiscal, y en un presupuesto bien establecido deben cubrir enteramente los gastos ordinarios. Extraordinarios son aquéllos que se perciben sólo cuando circunstancias anormales colocan al Estado frente a necesidades imprevistas que lo obligan a erogaciones extraordinarias". (5)

Francisco de la Garza en lo referente a los ingresos del Estado parte de una distinción entre materia financiera, fiscal y tributaria. Entiende por materia financiera todo lo que se refiere a los tres aspectos de la actividad financiera del Estado, es decir, tanto a los ingresos como a la gestión de bienes y recursos y a la erogación de los mismos. Por materia fiscal considera todo lo referente a los ingresos, cualquiera que sea su naturaleza, dentro de los que se encuentran los productos o precios, que son los percibidos en sus actividades que no son de derecho público o por la explotación de sus bienes patrimoniales; los empréstitos públicos, los cuales se rigen por normas constitucionales y administrativas, pero no derivan del poder de imperio estatal; los derivados de títulos que expide el Gobierno Federal, las utilidades derivadas de

(5) FLORES ZAVALA, E. "Elementos de Finanzas Públicas Mexicanas". Ed. Porrúa, S.A. 16a. edición. México. 1975. pág. 23.

acuñación de moneda, los procedentes de la emisión de billetes y de las obligaciones y bonos por parte de las instituciones de crédito oficiales; así también, las exacciones parafiscales y los ingresos procedentes de las penas pecuniarias. Por último por materia tributaria entiende todo lo relacionado con los impuestos y las sanciones establecidas por su violación.(6)

Arrijoa Vizcaino (7) partiendo de la división que hace Giulanni Fonrouge -la cual me parece la más correcta- entre los ingresos provenientes de bienes y actividades del Estado y los provenientes del ejercicio de poderes inherentes a la soberanía o al poder del Estado, clasifica a los ingresos del Estado en ingresos tributarios e ingresos financieros.

Los primeros son los que derivan de aportaciones económicas efectuadas por los ciudadanos en proporción a sus ingresos y a la obligación constitucional de contribuir a sufragar los gastos públicos. En tanto que los segundos son a los que el Estado recurre, en adición a las prestaciones tributarias, para la integración del Presupuesto Nacional, como pueden ser: las posibilidades crediticias, tanto internas como externas; el aprovechamiento y explotación de sus bienes y recursos, y el manejo de su política monetaria.

(6) DE LA GARZA F. op. cit. pág. 18 a 20.

(7) ARRIJOA VIZCAINO, A. "Derecho Fiscal". Ed. Themis, 2a. edición. 1985 México. pág. 64.

Para efectos de este estudio nos basta con esbozar esta distinción, ya que sólo nos interesa ubicar a los empréstitos públicos como recursos financieros del Estado.

Se ha discutido por los especialistas en la materia si los empréstitos son o no una fuente de ingresos del Estado, debido a que dan origen a pasivos considerables y en general a compromisos que muchas veces recaen sobre generaciones futuras. Al respecto, con la reserva de que más adelante profundizaremos sobre el tema, pensamos que todo depende de la forma en que el empréstito sea manejado, pues si se invierte en actividades productivas puede servir para generar no sólo los recursos indispensables para su pago sino también para crear una utilidad razonable que pase a formar parte del superávit presupuestario. Así lo reconoce plenamente nuestra Constitución desde el momento en que se prevé que su contratación debe producir un incremento directo en los ingresos públicos.

1.3. TEORIA GENERAL DE LA DEUDA PUBLICA.

1.3.1. Concepto y Consideraciones sobre la Deuda Pública.

De la misma manera que los particulares tienen derechos y obligaciones, cuyos orígenes pueden ser muy diversos, así el Estado puede tener créditos a su favor y obligaciones a su cargo. Obligaciones que cuando son producto del ejercicio del crédito de la Nación pasan a formar parte de la deuda pública.

El concepto de deuda pública lleva implícito el de crédito público que, en términos generales, significa un acto de

confianza tenido en el deudor para el cumplimiento de sus obligaciones futuras, pero que lo podemos entender como la capacidad política, económica y legal de un Estado para obtener dinero en préstamo, basado en la confianza o estimación que goza por su patrimonio u otros recursos que pueda disponer. (8) Esta confianza, determinada en cada país por sus propias circunstancias histórico sociales, se acrecentará en la medida en que se vislumbra que los recursos obtenidos serán empleados en obras o proyectos que permitan más tarde su debida amortización.

Para una parte de nuestra doctrina el concepto de deuda pública incluye el total de la deuda del sector público sin excluir ninguna obligación, sea cualquiera su origen. Sin embargo, no todo endeudamiento gubernamental es deuda pública, para que lo sea tiene que partir de un acto concreto de crédito público, es decir, cumplir con los elementos esenciales del crédito: recursos y voluntad de entregarlos a cambio de un instrumento crediticio. Por lo tanto, no son deuda pública las obligaciones del Estado que carecen del acto voluntario de entregar recursos por parte del prestamista y de recibir a cambio una promesa de pago, como por ejemplo, sueldos no pagados a empleados públicos, obligaciones de deudas forzadas, adeudos por obras públicas cuyo pago no se pacte a plazos, moratorias e indemnizaciones por expropiaciones o nacionalizaciones, emisiones

(8) SERRA ROJAS, A. "Derecho Administrativo". Ed. Porrúa, S.A. 13a. edición, 2 tomo. México. 1985. pág. 135.

de papel moneda y, en general, obligaciones derivadas de fuentes no clasificables como actos jurídicos, como serian las derivadas de la gestión de negocios, responsabilidad objetiva, etc.

Para los fines de nuestro derecho positivo, la deuda pública está constituida por el conjunto de obligaciones -directas o contingentes-, derivadas de financiamientos, a cargo del Gobierno Federal, o del Departamento del Distrito Federal o de las entidades del sector público federal. (9)

Retchkiman (10) define a la teoría de la deuda pública como "aquella parte de la economía pública que estudia los métodos por medio de los cuales los gobiernos obtienen poder de compra entregado voluntariamente por quienes lo poseen, que pueden ser entidades gubernamentales nacionales o extranjeras, instituciones privadas, organismos y personas, recibiendo a cambio un instrumento o promesa de pago, y con todos los aspectos conexos, que incluyen emisión, amortización, refundición, conversión y pago de intereses."

Cuando se hace uso del crédito, se dice que ha sido dispuesto, ejercido o utilizado y en caso de una emisión de bonos -títulos valores- se habla de colocación. La palabra empréstito se emplea con frecuencia para designar los actos de

(9) Ley General de Deuda Pública, Arts. 1o. y 2o.

(10) RETCHKIMAN K.B. "Teoría de las Finanzas Públicas". Tomo I, UNAM, 1987. pág. 235.

crédito público, teniendo diferentes formas instrumentales: comercializables o no en el mercado; de plazos variables de vencimiento; consolidados o flotantes; atados o libres; certificados y pagarés de tesorería, bonos gubernamentales, etc.

Financieramente el empréstito significa, en la mayoría de los casos, el anticipo de un ingreso futuro, basado en el principio de que no hay coincidencia entre la magnitud de la corriente de gastos y la de ingresos en un tiempo dado.

Desde el punto de vista jurídico el empréstito público es un acto jurídico en el cual una de las partes -entidad de derecho público- hace uso de un crédito otorgado bajo la obligación de pagar, en condiciones previamente determinadas, el capital y los intereses que cause, sin que, a pesar de su soberanía, pueda modificar los términos de dicha obligación.

I.3.2. Diferentes concepciones ideológicas sobre el tratamiento de la deuda pública.

Retchkiman (11) clasifica las ideas y actitudes en torno a la deuda pública en tres grandes sectores: la de clásicos y neoclásicos, la de los modernos, y la de los "sintetizadores" que buscan la armonización de los grupos anteriores, y que se refiere al punto de vista de la ciencia económica posterior a la segunda guerra mundial.

(11) RETCHKIMAN op. cit. pág. 241 y sigs.

En términos generales las concepciones liberales -clásicos y neoclásicos-, que predominaron hasta 1930, afirmaban que la deuda pública era una enfermedad nacional que transfería recursos de uso adecuado a gastos inútiles y mal aprovechados, teniendo como consecuencia una reducción neta en el capital nacional; que el presupuesto de una economía sana debería tener superávit o al menos estar equilibrado; que los impuestos eran el único recurso financiero aconsejable y, en fin, que no existían diferencias esenciales entre la economía privada y la pública.

Posteriormente, Keynes al señalar que el equilibrio de la economía, con la ayuda compensatoria gubernamental, puede ser conseguido por abajo del empleo completo de los recursos disponibles, rompe con las ideas anteriores y señala a los empréstitos gubernamentales como la fuerza activa de mayor peso en la economía, y no es que desconociera la importancia de la materia fiscal, sino que consideraba que la existencia de bienes de producción desocupados debía ser inmediatamente combatida, y que ésto era más fácil realizarlo mediante una política monetaria más ágil, más flexible y más pronta a ser establecida, que una política fiscal que requiere una serie de pasos previos y de aprobaciones para ponerla en condiciones de funcionar.

Esta idea vino a darle privilegios positivos a las finanzas modernas las cuales utilizan el gasto público y los instrumentos fiscales y monetarios como instrumentos coordinables, capaces de conducir los efectos perjudiciales de

las variaciones del ciclo económico a condiciones o etapas de altos niveles de empleo, sin inflación o deflación excesivas.(12)

Cuando son bajos la inversión y el consumo privados, con el resultado de una peligrosa desocupación general, se recomienda más altos gastos, una recaudación impositiva que contribuya a mayores inversiones privadas, un endeudamiento mayor del sector público, y una política crediticia y monetaria expansionista, es decir, un deliberado déficit presupuestal. Al contrario, cuando existen altos niveles de consumo e inversión privados, entonces se debe contraer el crédito, restringir las emisiones de moneda, disminuir el endeudamiento público y procurar una mayor recaudación fiscal.(13)

Sin embargo, el considerar a la deuda pública como un instrumento que en sí mismo no representa ningún problema, por que los individuos de una nación se deben a sí mismos, siempre y cuando está sea interna, es hacer una ingenua simplificación de la misma, ya que es evidente que la deuda pública determina una carga, es decir, el empréstito público debe tener una incidencia sobre la economía que hace necesario precisar sobre quién recae y cuándo o en qué momento.

(12) Ibid. págs. 244 y 245.

(13) CORTINA ALFONSO. "Curso de Política de Finanzas Públicas de México". Ed. Porrúa, S.A. México, 1977. pág. 264

Por otro lado, y no obstante los buenos resultados iniciales de este nuevo enfoque de la regulación económica, se ha observado la coincidencia de una creciente inflación determinada por grandes gastos gubernamentales y un déficit crónico presupuestal, con una desocupación en ascenso; desarrollándose lo que hasta hace poco era paradójico: la simultaneidad de la inflación y la recesión (estanflación). Ante estos dos tipos de inflación, una provocada por exceso de demanda y otra por altos costos, sólo a la primera es aplicable el uso combinado de medidas fiscales y monetarias. (14)

Todo esto nos lleva a la tercera y más válida de las posturas, la de los "sintetizadores", para los cuales "una gran deuda pública no es una catástrofe nacional, y que si se administra otorgando debida consideración a los problemas de transferencia y monetarios que trae consigo, que no dejarán de representar dificultades friccionales de toda índole, quedara dicha deuda pública como un medio más para la creación de una política pública que tienda a lograr las mejores circunstancias, pues por lo que parece el empréstito gubernamental forma parte intrínseca del herramental que tanto países industriales como subdesarrollados usan y usarán por mucho tiempo, y lo más conveniente es aprender a vivir con él". (15)

(14) Ibid pág. 267

(15) RETCHKIMAN K.B. op. cit. pág. 248

I.3.3. Criterios y Prerrequisitos para la contratación de Deuda Pública.

El autor francés Gastón Jéze (16) considera que el establecimiento de un eficiente sistema de crédito público presupone la realización de diferentes requisitos, los cuales analiza desde tres aspectos:

Desde el punto de vista económico los principales requisitos son: a) la disponibilidad de capital; b) una liberal difusión de la riqueza entre las diversas capas de la población, y c) un bien organizado mercado de capitales y de dinero.

Por lo que se refiere al aspecto político y social, el autor señala tres premisas indispensables: a) paz interna y exterior; b) avanzada organización institucional, y c) moralidad en el personal político y administrativo. Y, por último, desde el punto de vista propiamente financiero, el crédito público supone el reconocimiento del principio fundamental de que la imposición es la fuente normal de los ingresos públicos, así como la existencia de una sana administración presupuestal, control sobre esta administración y amplia publicidad para los asuntos del Estado en general.

(16) Citado por SALAS VILLAGOMEZ M. "La Deuda Pública. Un estudio General. Examen del caso de México". Nacional Financiera, S.A. México. 1950. pág. 15.

El mismo autor señala las principales razones que inducen a los Estados a recurrir a los empréstitos, todas las cuales tienen diferentes ventajas y desventajas: 1) enfrentamiento de urgencias financieras que resultan de la guerra y sus consecuencias posbélicas; 2) obras públicas para la reactivación económica en fases de recesión y crisis, y para el lanzamiento y continuidad del crecimiento (efectos expansivos del empleo, la producción y el consumo); 3) para hacer frente a un déficit público, y 4) como resultado de las políticas: monetarias (regulación del circulante por el Banco Central), fiscales y de equilibrio de balanzas comerciales y de pago.

Por otro lado, según Musgrave -citado por Ratchkiman- existen tres grandes capítulos en los que se puede agrupar la deuda en función de los gastos que realiza el Estado: 1) el empréstito para financiar o crear una empresa pública autónoma; 2) la deuda pública permanente, la cual se emplea en lugar de los impuestos, para lograr una cierta estabilidad tributaria, cuando el Estado se ve obligado a incrementar sus gastos; y 3) la deuda pública compensatoria, que como su nombre lo indica determina su uso como instrumento para aspectos generales de política económica; en la medida en que la actividad económica fluctúa deben producirse déficit y superávit que pueden ser tratados a través de la regulación monetaria y crediticia. Con la salvedad de que en el último capítulo profundizaremos sobre los distintos efectos que ocasiona la utilización de la deuda pública como instrumento monetario; sólo nos queda apuntar

que una política compensatoria de deuda pública no constituye por sí misma una proyección definitiva para la formulación de un plan general de política económica, ya que las modificaciones de los recursos monetarios disponibles, aunque ejercen una influencia prevista en las magnitudes económicas, su eficacia, su dirección y su monto tiene un alto grado de variabilidad, dependiente ésta de las condiciones económicas prevaletientes. (17)

Sobre el motivo por el cual un Estado se debe endeudar, se acepta generalmente como norma, en primer lugar, la existencia de razones extraordinarias, y en segundo, el financiamiento de proyectos autoliquidables, ya sea por que se invierta en servicios rentables o en proyectos que tiendan a aumentar la productividad en general, con lo que se incrementa el ingreso nacional y necesariamente los impuestos, que a su vez servirán para liquidar el préstamo.

Por último, debemos considerar que el ingreso que proporciona la deuda pública está determinado por necesidades gubernamentales y criterios de política económica que sería difícil satisfacer por otros medios -mayores impuestos o creación de dinero nuevo por el Banco Central- por el riesgo de crear una "fricción tributaria" -"que se definiría como los efectos

(17) Retchkiman K. B. op. cit. Pág. 249 a 252.

secundarios que producen los gravámenes, entorpeciendo la marcha de la economía de un país y su capacidad productiva" (18)- o el de pasar más fácilmente de una recesión a una inflación incontrolable, al no disminuir ni el gasto ni el ahorro, en el caso de la creación de dinero nuevo. (19)

I.3.4. Clasificación de la Deuda Pública.

Existen varios criterios doctrinales para clasificar a la deuda pública, entre los principales tenemos: si son contratados dentro o fuera del territorio, el plazo de amortización y su efecto en la actividad económica.

Por su complejidad, la clasificación de la deuda pública en interna y externa tenemos que hacerla desde dos puntos de vista, económico y político. Desde el punto de vista económico, es interna cuando el dinero que el Estado obtiene por el préstamo proviene de la propia economía nacional y es externa cuando proviene de economías extranjeras. (20)

El origen interno o externo de la deuda repercute de diferente manera en el ingreso nacional. La deuda interna significa, fundamentalmente, una transferencia del poder de

(18) Ibid. pág. 251.

(19) LAZCANO ESPINOZA, E. "Política Económica en México". IMEF. México, 1987. pág. 19.

(20) FAYA VIESCA, J. "Finanzas Públicas". Ed. Porrúa, S.A., 2a. edición. México, 1986. págs. 173 y 174.

compra de los particulares hacia el sector público, creando cambios en la distribución del ingreso, porque sólo es un sector de la población el que absorbe las obligaciones, y afectando la estructura y las disponibilidades del mercado de dinero y capitales al competir el Estado con el sector privado en la captación de recursos, provocando alzas en el tipo de interés e incrementando el costo de financiamiento del inversionista privado. Por lo que respecta a la deuda externa, ésta presenta graves problemas en su pago o servicio ya que éstos sólo pueden hacerse con la moneda del país acreedor; este problema, que no se presenta en deudas internas, obliga a recurrir a los mercados de cambios para adquirir la moneda extranjera necesaria, con todos los riesgos inherentes a las fluctuaciones de la misma. Agravándose, además, por el hecho de que existen obstáculos al comercio y a los movimientos de capital entre los diversos países, aunado a fugas de capital del país deudor, que hace cada vez más difícil el adquirir las divisas necesarias para el servicio de la deuda.

Como anteriormente vimos, la deuda es interna si el gobierno recurre a los mercados de capital como cualquier empresa que busca financiamiento, emitiendo bonos de deuda pública y colocándolos entre el gran público inversionista (CETES, BONDES, etc.). Pero también se crea con recursos de autoridad, como sería el de utilizar los depósitos de efectivo obligatorios de las instituciones de crédito en el Banco Central (encaje legal) y la canalización selectiva del crédito para

financiar el déficit público o el de emitir dinero nuevo, "lo cual técnicamente se describe como financiamiento del Banco Central al Gobierno, es decir deuda del Gobierno Central con el Banco Central, o sea del Gobierno consigo mismo". (21)

Por su parte, el financiamiento externo se formaliza a través de préstamos directos de gobierno a gobierno, o de agencias económicas mundiales, o de bancos privados extranjeros con el gobierno deudor, o, finalmente, por venta directa de bonos de deuda pública en el extranjero. En el caso de este tipo de deuda hay que notar que su cuantía no solamente se origina por el déficit de las finanzas públicas, sino también por el déficit del comercio exterior. (22)

Para Faya Viesca (23), la deuda interna, desde el punto de vista político, es aquella que se emite y se paga dentro del país, aplicándose el orden jurídico de la nación, sin importar que los prestamistas sean nacionales o extranjeros; y es externa cuando la emisión y el pago se hace en el exterior, siguiendo el régimen de una legislación extranjera.

El mismo autor señala que desde el punto de vista jurídico, la doctrina no ha sido unánime para uniformar los

(21) LAZCANO ESPINOZA E. op. cit. pág. 24.

(22) Ibidem.

(23) FAYA VIESCA, J. op. cit. pág. 174.

elementos que integran los criterios para distinguir entre la deuda interna y la externa. Sin embargo, considera que el elemento jurídico distintivo de la deuda externa es "la obligación para el Estado de hacer el pago en el exterior, mediante la transferencia de valores, siguiendo el régimen de una legislación extranjera".(24) Al respecto, Verdross (25) considera que la independencia de los Estados unos frente a otros tiene, entre otras consecuencias, que ninguno de ellos esté sometido al ordenamiento jurídico de otro, sino que se somete única y exclusivamente al Derecho Internacional.

En relación al plazo de amortización la distinción es la extinción de las obligaciones en el tiempo; y puede ser a corto plazo o flotante, lo que implica que se liquidara en un año o menos, tomando como base el tiempo transcurrido entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento, o a largo plazo o consolidada cuya fecha de vencimiento es mayor de un año, siendo perpetuos los que no tienen fecha fija de amortización, como los famosos bonos a perpetuidad del Gobierno Federal aprobados por el Congreso de la Unión a finales de 1981, cuya tasa de rendimiento era fija, en términos reales, y que al parecer no se emitieron por el temor a que propiciaran la generalización de mecanismos de indización. Cabe destacar que esta clasificación carece de

(24) Ibidem.

(25) VERDROSS, Alfred. "Derecho Internacional Público". Traducción de Antonio Truyol y Serra. Sexta edición, tercera reimpresión, Editorial Aguilar, 1982. pág. 213.

significación y corresponde modernamente a la deuda a mediano y a largo plazo (consolidada) y a la deuda a corto plazo (flotante).

La última clasificación, por su efecto en la economía, Retchkiman la subdivide en tres partes:

La primera, la más tradicional, clasifica a la deuda en activa, pasiva y lastre. La deuda "activa" es la que contrae el Estado y tanto directa como indirectamente se utiliza para aumentar el poder productivo de la comunidad, por ejemplo, en obras de irrigación o educación cuya finalidad será aumentar la eficiencia de la población en general; la deuda es "lastre" cuando no incrementa la productividad en la economía, y es "pasiva" cuando los recursos obtenidos por estos medios no aumentan la productividad, pero crean el ambiente propicio para lograrlo, por ejemplo, la prestación de determinados servicios y recreo a la población.

La segunda subdivisión clasifica la deuda pública en reproductiva y de peso muerto. Es "reproductiva" cuando los intereses y el principal son cubiertos con los ingresos que produce la obra realizada, y de "peso muerto" cuando es pagada de otras fuentes de ingreso público, principalmente de impuestos, ya que no existe un activo que represente su inversión.

La última subdivisión clasifica a la deuda pública en relación con la fuente de donde se tomarán los recursos que

permitieran liquidar el empréstito; de acuerdo con esto, la deuda puede ser "autoliquidable" o "no autoliquidable". Es "autoliquidable" cuando los recursos obtenidos fueron invertidos en empresas que producen un ingreso monetario, y es "no autoliquidable" cuando se ejercen gastos para realizar obras u ofrecer servicios que no otorgan ingresos monetarios. Sin embargo, esta deuda "no autoliquidable" cuando es invertida en renglones prioritarios de la economía -como sería la educación, la salud pública, los medios de comunicación, etc.- está creando las bases para el desarrollo de la nación, con todas las consecuencias que ello implica, incluyendo mayores ingresos tributarios para el gobierno. Claro que para que esto sea una realidad se necesita la conjunción de otras circunstancias, principalmente mayor eficiencia y responsabilidad por parte de los servidores públicos.(26)

Por su parte, la Ley General de Deuda Pública (27), para el cumplimiento de sus fines, clasifica a la deuda pública, principalmente, desde tres puntos de vista: conforme al destino del financiamiento; conforme al sujeto a cuyo cargo queda la

(26) Cfr. RETCHKIMAN. op. cit. págs. 257 a 259.

(27) Publicada en el Diario Oficial de la Federación el día 31 de diciembre de 1976.

obligación derivada del financiamiento, y en interna y externa. (28)

Conforme al destino del financiamiento pueden diferenciarse tres clases de operaciones: las de financiamiento destinado a actividades productivas; las de financiamiento con fines de regulación monetaria y los financiamientos para canje o refinanciamiento de deudas previas. La Ley da un tratamiento distinto a cada uno de estos financiamientos, estableciendo un control más rígido -autorización previa del Congreso- en el caso de financiamientos para actividades productivas o para canje o renegociación de la deuda.

Conforme al sujeto a cuyo cargo queda la obligación, la Ley distingue cuatro grupos: el Ejecutivo Federal y sus dependencias; el Departamento del Distrito Federal; las entidades del sector público federal, incluidas en el Presupuesto de Egresos de la Federación y en la Ley de Ingresos de la Federación, y las entidades del sector público federal no incluidas en dicha Ley y Presupuesto. Al igual que en la clasificación anterior, el control rígido se da tan sólo con respecto al Gobierno Federal, el Departamento del Distrito Federal y las entidades del sector público federal incluidas en la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos de la Federación,

(28) Cfr. VAZQUEZ PANDO, F.A. "Notas para el estudio de la nueva Ley General de Deuda Pública". JURIDICA, Anuario del departamento de derecho de la Universidad Iberoamericana, Núm. 9, Julio de 1977. Págs. 539 a 543.

pues en el caso de entidades no incluidas en dicha Ley y Presupuesto, es el propio Ejecutivo, a través de la Secretaría de Hacienda, quien determina el programa -incluyendo el monto- de endeudamiento.

En relación a la diferencia entre deuda interna y externa, desgraciadamente la Ley no da un criterio explícito para diferenciarlas. Del contenido de varias disposiciones y principalmente del artículo 12 y 32, parece desprenderse que la deuda externa es aquella derivada de financiamiento externo o en moneda extranjera. La Ley prevé una mayor vigilancia y coordinación en materia de endeudamiento externo que interno.

I.4. REGIMEN JURIDICO DE LA DEUDA PUBLICA.

I.4.1. Naturaleza Jurídica del empréstito.

Aunque indudablemente el empréstito significa la expresión concreta de obligaciones financieras a cargo del Estado -obligación de restituir el capital y los intereses, en los términos y plazos convenidos-, no existe uniformidad de criterio en la doctrina que estudia la naturaleza jurídica del empréstito público.

Básicamente son dos corrientes, dentro de la doctrina, las que tratan de determinar la esencia jurídica del empréstito público: los que consideran que la esencia de la obligación del empréstito es de carácter unilateral, derivado de un acto de soberanía del Estado, y quienes piensan que el

empréstito es un acto de carácter bilateral y contractual, que puede ser considerado de Derecho Público o de Derecho Privado.

Para los primeros, el empréstito no es de naturaleza contractual en virtud de que se realiza por acto de autoridad del Estado, en forma unilateral, asimilándose en su circulación al papel moneda, y en su origen al crédito por concepto de impuestos. Para los segundos, el empréstito responde a la naturaleza jurídica de un contrato perfecto, porque supone un acuerdo de voluntades que tiene como consecuencia la creación de una situación jurídica. Para Villegas, citado por Faya Viesca, "la convención se celebra porque el prestamista voluntariamente desea realizar el préstamo, deduciendo que por esta razón el empréstito es un contrato como cualquiera de los que celebra el Estado".(29)

En este último sentido se pronuncia parte de la doctrina mexicana. Para Serra Rojas y Gabino Fraga el empréstito es un contrato administrativo o contrato de Derecho Público. Nosotros estamos de acuerdo con esta última tesis, porque es indudable que no en todos los casos está obligado el Estado a intervenir imponiendo su voluntad a los particulares, existen momentos en que hay correspondencia entre el interés del Estado y el de los particulares, y es en ese momento cuando el Estado conviene. Para Fraga estos contratos son públicos o

(29) FAYA VIESCA, J. op. cit. pág. 179

administrativos en razón de la finalidad que persiguen, que es una finalidad pública, y por lo tanto justificable el que se les aplique un régimen jurídico exorbitante del constituido por el derecho civil. Sin embargo, no todos los contratos que celebra el Estado son administrativos, serán civiles cuando los actos que éste realice no se vinculen con el cumplimiento de sus atribuciones.(30)

Naturalmente, el reconocimiento del empréstito como un contrato de Derecho Público no implica que el Estado actúe en forma absolutamente discrecional, variando los términos del contrato, pues atentaría contra las garantías de seguridad jurídica y de legalidad, que protegen a cualquier tenedor de un título de la deuda contra actos arbitrarios de coacción del Estado.

I.4.2. Régimen Constitucional del empréstito público.

El artículo 72, inciso h) de nuestra Constitución, prevé que la formación de las leyes o decretos puede comenzar indistintamente en cualquiera de las dos Cámaras, con excepción de los proyectos sobre empréstitos, contribuciones o impuestos, las cuales deberán discutirse primero en la Cámara de Diputados.

(30) FRAGA GABINO. "Derecho Administrativo". Ed. Porrúa, S.A., 250. edición. México, 1986. págs. 395 a 403.

Por su parte, el artículo 117, fracción VIII, prohíbe a las entidades federativas contraer directa o indirectamente obligaciones o empréstitos con gobiernos extranjeros, con sociedades o particulares extranjeros, o cuando deban pagarse en moneda extranjera o fuera del territorio nacional. Además, este mismo artículo dispone que los empréstitos que contraten los Estados y los Municipios se destinen a inversiones públicas productivas y se ajusten a sus respectivas leyes de ingresos y presupuestos.

La fracción VIII del artículo 73 de la Constitución le otorga al Congreso de la Unión una serie de facultades en materia de empréstitos. Es importante mencionar que esta atribución es de tipo facultativa, lo que constitucionalmente significa que el Congreso está en libertad de ejercerla o no ejercerla.

La primera facultad que esta fracción otorga al Congreso es la de dar las bases sobre las cuales el Ejecutivo pueda celebrar empréstitos sobre el crédito de la Nación. Esta facultad, como las demás restantes, las ejerce el Congreso a través de la expedición de leyes.

La Ley General de Deuda Pública es la que reglamenta esta fracción, y la que da los fundamentos generales, junto con los que anualmente se pueden dar en la Ley de Ingresos de la Federación, a los que necesariamente se tiene que apegar el Ejecutivo para la concertación de cualquier empréstito. En este

sentido, la constitucionalidad de los empréstitos depende esencialmente del total apego a la ley por parte del Ejecutivo.

La Ley de Ingresos de la Federación para el Ejercicio Fiscal de 1989, en su artículo 2o., establece algunas reglas que tendrá que observar el Ejecutivo en materia de Deuda Pública. Reglas que, como anteriormente vimos, son las bases a que se refiere la fracción VIII del artículo 73 Constitucional. Este artículo 2o. autoriza "al Ejecutivo Federal, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, para contratar, ejercer y autorizar créditos, empréstitos u otras formas del ejercicio del crédito público, incluso mediante la emisión de valores, que no rebasen los montos de 15 billones 010 mil 400 millones de pesos de endeudamiento neto interno y 16 billones 840 mil millones de pesos de endeudamiento neto externo, en los términos de la Ley General de Deuda Pública, para el financiamiento del Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio fiscal de 1989. En caso de que los recursos externos sean inferiores a lo expresado, se podrá contratar endeudamiento interno hasta por el monto de la diferencia.

Asimismo, se faculta al Ejecutivo Federal a ejercer o autorizar montos adicionales de financiamiento neto externo hasta por una cantidad equivalente al cincuenta por ciento del monto de endeudamiento neto externo, establecido en el párrafo anterior, cuando, a juicio del propio Ejecutivo, se presenten circunstancias extraordinarias que así lo exijan. En

el caso de requerir mayores montos, el Ejecutivo deberá solicitar la autorización del Congreso de la Unión.

También queda autorizado el Ejecutivo Federal para que, a través de la propia Secretaría de Hacienda y Crédito Público, emita valores en moneda nacional y contrate empréstitos para canje o refinanciamiento de obligaciones del Erario Federal o con propósitos de regulación monetaria en los términos de la referida Ley General de Deuda Pública.

Del ejercicio de estas facultades, dará cuenta el Ejecutivo Federal oportunamente al Congreso de la Unión, especificando las características de las operaciones realizadas.

Este artículo faculta a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para contratar, ejercer y autorizar créditos, siendo congruente con la competencia que a esta Secretaría le otorgó la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal. En efecto, el artículo 31, fracción X, le otorga a dicha Secretaría el despacho de los asuntos concernientes al manejo de la Deuda Pública de la Federación y del Departamento del Distrito Federal, y la fracción XI del mismo artículo, la faculta para dirigir la política monetaria y crediticia. En igual sentido, la Ley General de Deuda Pública en su artículo 4o., y la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Federal (31) en su

(31) Publicadas en el Diario Oficial de la Federación el día 31 de diciembre de 1986.

artículo 10, hacen mención a la competencia de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en esta materia.

Sin embargo, la facultad que este artículo da a la Secretaría de Hacienda para ejercer los créditos, empréstitos u otras formas del ejercicio del crédito público, en estricto sentido, no le corresponden. Ello en virtud, como bien dice Faya Viesca, de que los montos financieros de estos créditos quedan por disposición de la fracción VIII del artículo 73 constitucional, del propio artículo 2o. de la Ley de Ingresos de la Federación y del artículo 10 de la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Federal, sujetos y comprendidos en el Presupuesto de Egresos de la Federación, y, por lo tanto, es a la Secretaría de Programación y Presupuesto a la que le corresponde la ejecución de ese Presupuesto. (32)

Por otra parte, la misma fracción del artículo 73 Constitucional le otorga al Congreso la facultad de "reconocer y mandar pagar la Deuda Nacional". En este caso, el Ejecutivo estará constitucionalmente obligado a pagar la Deuda Nacional reconocida por el Congreso en una Ley.

La ya tantas veces comentada fracción también dispone "que ningún empréstito podrá celebrarse sino para la ejecución de obras que directamente produzcan un incremento en los ingresos públicos, salvo los que se realicen con propósitos

(32) FAYA VIESCA, J. op. cit. pág. 190.

de regulación monetaria, las operaciones de conversión y los que se contraten durante alguna emergencia declarada por el Presidente de la República en los términos del artículo 29". Siendo esta disposición, a nuestro modo de ver, la más importante que en materia de deuda pública prevé nuestra Constitución, porque si bien las finanzas modernas reconocen a la Deuda Pública como una herramienta necesaria e imprescindible para el desarrollo de cualquier país, cuando se utiliza este endeudamiento para el consumo y no para acrecentar el acervo productivo nacional, como se ha hecho no pocas veces en México, se están creando cargas excesivas para la población, lógicamente contrarias al espíritu de cualquier país que se considere democrático y que actúe dentro de un Estado de Derecho.

El artículo 2o. de la Ley de Ingresos de la Federación al autorizar que los recursos provenientes del crédito público se destinen para el financiamiento del Presupuesto de Egresos de la Federación está siendo contrario a la disposición de que los empréstitos se inviertan exclusivamente en "obras que directamente produzcan un incremento en los ingresos público", porque lógicamente podrían aplicarse para cubrir cualquier erogación de los comprendidos en el gasto público federal a que hace alusión el artículo 2o. de la Ley de Presupuesto: gasto corriente, inversión física, inversión financiera, pagos de pasivo o deuda pública.

La Ley de Ingresos y la Ley General de Deuda Pública en sus artículos 2o. y 10, respectivamente, conceden al Ejecutivo la facultad de ejercer o autorizar montos adicionales de financiamiento fuera de los contemplados en el Presupuesto cuando, a su propio juicio, se presenten circunstancias económicas extraordinarias que así lo exijan, con la única obligación, por parte del Ejecutivo, de informar inmediatamente al Congreso del uso de esta facultad, siempre y cuando sean dentro de los montos autorizados por el Congreso al aprobar anualmente la Ley de Ingresos.

Esta facultad discrecional del Ejecutivo, aunque tenga un límite y sea congruente con las finanzas modernas al posibilitar oportunamente en momentos de coyuntura y peligro social y económico el aumento del gasto público, no deja de ser excesiva. En efecto, al no establecer ningún criterio o supuesto para que el Ejecutivo pueda determinar que se han presentado "circunstancias económicas extraordinarias", es sencillamente volver al sistema de facultades extraordinarias del Ejecutivo, tan difícilmente superado, con la consiguiente negación al Congreso de la Unión de la más mínima participación en la vigilancia del manejo de los fondos públicos.

I.4.3. Régimen Legal de la Deuda Pública.

La Ley General de Deuda Pública, que entró en vigor el primero de enero de 1977, persigue tres objetivos principales:

- a) establecer un sistema para el control del monto del

endeudamiento del sector público, las condiciones bajo las que se contratarán, y la determinación de las entidades gubernamentales que concertarán los créditos; b) crear un sistema para vigilar la aplicación de los financiamientos a la realización de proyectos, que apoyen los planes de desarrollo económico, que generen ingresos para su pago o que mejoren la estructura del endeudamiento público, y c) facultar a la Secretaría de Hacienda para vigilar el cumplimiento de los créditos contratados por las entidades del sector público federal.

De acuerdo con las disposiciones de esta Ley, la deuda pública se integra con los financiamientos consistentes en la contratación dentro o fuera del país de créditos, empréstitos o préstamos derivados: de la suscripción o emisión de títulos de crédito o cualquier otro documento pagadero a plazo; de la adquisición de bienes, así como la contratación de obras o servicios cuyo pago se pacte a plazos; de los pasivos contingentes relacionados con los actos mencionados, y de la celebración de actos jurídicos análogos a los anteriores (art. 2o.). Esta definición pretende incluir todas las obligaciones a plazo, aunque no sean por dinero prestado (p.ej. la adquisición de bienes cuyo pago se pacte a plazos).

Sólo el Ejecutivo Federal, sus órganos directos, el Departamento del Distrito Federal y las empresas paraestatales sujetas al control directo o mediatizado del Poder Ejecutivo pueden obligar a la Nación mediante empréstitos públicos.

Legalmente el financiamiento público abarca a las deudas directas y a las contingentes, derivadas éstas de la garantía de cualquier contratación de empréstitos, del aval de títulos de crédito, y de la fianza de cualquier obligación de pago establecida contractualmente.

Se establece que es la Secretaría de Hacienda y Crédito Público el órgano competente para contratar empréstitos y garantizarlos, así como para emitir valores del Gobierno Federal y avalarlos, siempre y cuando dichos créditos se inviertan en proyectos productivos, se utilicen para el canje o refinanciamiento de adeudos anteriores o con propósitos de regulación monetaria. Asimismo, se le atribuye la facultad de elaborar el programa financiero del sector público con base en el cual se manejará la deuda pública y llevar el registro de la deuda del sector público federal; la de autorizar a las entidades para gestionar y contratar financiamientos y la responsabilidad de vigilar que la capacidad de pago de las mismas sea suficiente para cubrir los compromisos que contraigan y que hagan oportunamente los pagos de capital e intereses de los créditos que contraten. Es también un asesor obligado del Presidente de la República para los fines de la autorización de las emisiones de bonos que el Gobierno Federal coloque dentro o fuera del país, y es, por último, a ella a quien corresponde en todos sus aspectos administrativos la contratación, emisión, colocación, servicio y amortización de la deuda del sector público.

Es responsabilidad del Ejecutivo Federal programar la deuda necesaria para su financiamiento y la de las entidades del sector público federal incluidas en la Ley de Ingresos y en el Presupuesto de Egresos de la Federación, así como la del Departamento del Distrito Federal, y es responsabilidad del Congreso de la Unión autorizarla, fijando anualmente sus límites cuantitativos. Asimismo, el Ejecutivo está obligado a informar al Congreso del estado de la deuda, al rendir la cuenta pública anual y al remitir el proyecto de ingresos, y de mantenerlo informado, trimestralmente, de los movimientos de la misma.

Partiendo del principio de que sólo se deben autorizar financiamientos que no excedan de la capacidad de pago del deudor, la Ley General de Deuda Pública expresamente establece para las dependencias del Gobierno Federal y para las entidades de sector público federal la limitación de que los financiamientos que reciban no sean superiores a la capacidad de pago de las mismas.(33) Está norma no se ha fijado expresamente en la Ley para los empréstitos directos del gobierno federal porque se presupone, justificadamente, que la solvencia nacional es determinada por los órganos ejecutivo y legislativo del gobierno; en efecto, al autorizar el Congreso el monto máximo del crédito público susceptible de contratarse en cada ejercicio fiscal, a través de la Ley de Ingresos de la Federación, y al

(33) Artículos 18 y 21.

establecerse un límite al financiamiento interno del Banco de México, al llamado crédito primario, se están creando restricciones formales al financiamiento del Gobierno Federal.

En relación a este último punto, es importante recordar que es al Banco de México a quien se le encomienda la emisión y puesta en circulación de los signos monetarios, quien lo hace, principalmente, a través de la adquisición de activos internacionales mediante operaciones de cambio, otorgamiento de créditos o compra de valores. Por esta razón, resulta indispensable que se regule el monto de financiamiento susceptible de otorgarse por el Banco de México (crédito primario).

Al respecto, la fracción IV, del artículo 9 de la Ley Orgánica del Banco de México, prevé que el único crédito directo que el Gobierno Federal podrá recibir del Banco de México queda limitado al 1% del total consolidado de las percepciones previstas en la Ley de Ingresos de la Federación, para el año de que se trate. Salvo que por circunstancias extraordinarias aumenten considerablemente las diferencias temporales entre los ingresos y los gastos.

Por cuanto al financiamiento interno del Banco de México -concepto en el que quedan comprendidos, no sólo los créditos que el Banco otorgue al Gobierno Federal, por la vía de la compra de valores, sino también aquéllos que conceda a las instituciones de crédito y a los fideicomisos de fomento, quienes

utilizan los recursos correspondientes para, a su vez, financiar a los distintos sectores que atienden- la corresponde a la junta de gobierno de la institución determinar el monto máximo. Tomandose en cuenta para ello las prioridades y objetivos del Plan Nacional de Desarrollo, así como la información y la política económica que el Congreso de la Unión considera al aprobar la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos, de la Federación. Dicho saldo máximo será fijado en el mes de enero de cada año, con objeto de que quede sujeto al monto máximo de endeudamiento público que el Congreso autoriza anualmente. Sin embargo, este límite no incluye a las compras de valores gubernamentales que haga el Banco de México, con propósitos de regulación monetaria.

Debe tomarse en cuenta también, como anteriormente vimos, que no todo el crédito interno que concede el Banco Central se destina a financiar al Gobierno Federal, sino que parte de ese financiamiento apoya las actividades de los otros sectores que participan en la actividad económica nacional. Por esta razón, no procede asignar al financiamiento interno del Banco el tratamiento que la Ley da al crédito a cargo del sector público.

CAPITULO II

VALORES GUBERNAMENTALES

II.1. TEORIA GENERAL DE LOS TITULOS DE CREDITO.

Es un hecho comentado por la doctrina, la diferencia existente entre la terminología de título de crédito y título-valor. Joaquín Rodríguez,(1) cree que la expresión título-valor es más afortunada porque no constriñe el ámbito de este tipo de documentos a una sola de sus variedades, la de los títulos que tienen un contenido crediticio, siendo que existen algunos de ellos que atribuyen un derecho personal, además del estrictamente patrimonial. Sin embargo, la expresión título-valor también es impropia porque no todos los documentos son títulos de crédito strictu sensu, ni los representativos de mercancías son valores en los términos de la definición de valores que comprende la Ley del Mercado de Valores. Empero, tomando en cuenta que tanto nuestra legislación (2) como nuestra doctrina dan un tratamiento igual a los dos conceptos, los consideraremos como sinónimos y los emplearemos, para efectos de este estudio, en forma indistinta.

-
- (1) RODRIGUEZ RODRIGUEZ J. "Curso de Derecho Mercantil". TOMO I, Ed. Porrúa, S.A. 180. edición. México 1985. pag. 251.
 - (2) La Ley General de Títulos de Crédito utiliza el término título de crédito, la Ley de Quiebras y Suspensión de Pagos habla de títulos valores, y la Ley del Mercado de Valores habla de valor.

Es importante distinguir, tal y como lo hace Joaquín Garriguez(3), entre los títulos probatorios, los títulos dispositivos y los títulos-valores propiamente dichos: a) el título probatorio "... sirva para acreditar la existencia de un derecho, facilitando su prueba; pero ésta puede realizarse por otros medios distintos. La existencia del título no es presupuesto para la existencia y el ejercicio del derecho." b) "En los títulos dispositivos y constitutivos, la creación del derecho va ligada a la creación del documento, de tal modo que no puede nacer el primero sin el segundo", y c) "en los títulos-valor el nacimiento del derecho puede o no ir ligado a la creación del título, pero el ejercicio del derecho va indisolublemente unido a la posesión del título".

En estos últimos títulos el documento y el derecho mantienen una liga total, siendo el derecho accesorio al título, lo que los distingue, esencialmente, de los títulos ordinarios en los que además de no existir esta liga íntima el documento es accesorio del derecho. En otras palabras, se posee el derecho porque hay posesión del documento.

Vivante definió al título de crédito como el documento necesario para el ejercicio del derecho literal y

(3) GARRIGUEZ JOAQUIN. "Curso de Derecho Mercantil". Sexta edición. TOMO I. Ed. Porrúa, S.A. México, 1979. pag. 720.

autónomo en él consignado. Este concepto lo adoptó nuestra legislación mercantil, y de ella parte la mayoría de los autores en la materia.

De esta definición se desprenden las principales características del título de crédito: la incorporación, ya que se produce una conexión íntima entre el crédito y el título en virtud de la cual sólo quien posea éste podrá ejercitar aquél; la legitimación, la cual tiene dos aspectos: activa y pasiva, en virtud de que la presentación del documento es condición necesaria para que el acreedor haga valer el derecho y, a su vez, para que el deudor efectúe la prestación a quien lo exhibe y para que, con ello, quede liberado; la literalidad, significa que presuntivamente la medida del derecho incorporado en el título está determinada por el texto del documento; y la autonomía, por la cual los derechos de la persona que adquiere un título de crédito serán independientes y distintos de quien les transmitió la propiedad sobre él.

Pedro Astudillo (4) considera que los títulos de crédito cumplen dos funciones primordiales: la de servir de medio exclusivo de legitimación para el ejercicio del derecho en él consignado y la de servir como instrumentos para la transmisión del derecho que consignan.

(4) ASTUDILLO URSUA P. "Los Títulos de Crédito". Ed. Porrúa, S.A., México, 1983. pag. 11.

Además, para que los títulos de crédito puedan cumplir con estas funciones primordiales -sustituir la riqueza y facilitar su tránsito-, la Ley los dota de otra característica: la ejecutividad. En efecto, los títulos de crédito son documentos que hacen prueba plena, salvo prueba en contrario, y tienen fuerza ejecutiva.

En relación a su clasificación pueden distinguirse diversas categorías de títulos de crédito, a continuación trataremos de hacer una clasificación general, deteniéndonos sólo en aquellos puntos que consideramos importantes para este estudio.

a) Atendiendo a la forma en que circulan, se puede clasificar a los títulos de crédito en títulos nominativos, títulos a la orden y títulos al portador.

Son nominativos, aquéllos expedidos en favor de una persona determinada, que se transmiten mediante anotación en su texto y registro de la transmisión en los libros especiales del deudor (artículos 23 y 24 de la LGTOC). Los títulos de crédito a la orden, son a favor de persona determinada, pero se pueden transmitir por el simple endoso y la entrega del título mismo. Por último, son al portador los que se transmiten por la simple entrega del documento. Es decir, los no expedidos a favor de persona determinada.

b) Por su relación con la causa, los títulos pueden ser abstractos o causales.

En los primeros la causa se desvincula de los títulos en el momento mismo de su creación y ya no tiene ninguna relevancia posterior sobre ellos. En los causales el contrato o acto jurídico que les dio origen sigue repercutiendo sobre ellos, como es el caso de las acciones y obligaciones.

c) Por su regulación legal se pueden clasificar en nominados e innominados.

Los títulos nominados son todos los que regulan las leyes y los títulos innominados serían los derivados de los usos bancarios y mercantiles que consagra la fracción III del artículo 2o. de la LGTOC como fuentes del Derecho Mercantil y quedan comprendidos dentro de la definición que el artículo 5o. formula de los títulos de crédito.(5)

d) Tomando en cuenta la naturaleza de los derechos incorporados al título de crédito tenemos títulos obligacionales, reales y personales o corporativos.

Son obligacionales aquéllos que dan derecho al pago de una suma determinada de dinero, como son la letra de cambio, el cheque, el pagaré, etc. Los reales o representativos son los que incorporan un derecho real sobre un bien, como son los certificados de depósito que emiten los almacenes generales

(5) Ibid. Pág. 111.

autorizados o los bonos de prenda que incorporan un derecho de garantía. Los títulos personales o corporativos son los que dan a su tenedor una calidad personal de miembro de una corporación, como son las acciones de una sociedad anónima. (6)

e) Por el modo en que son emitidos pueden clasificarse en individuales o seriales.

Es individual el título cuando proviene de una operación particular, independiente de la de otro título o bien cuando existe una pluralidad de documentos nacidos de operaciones distintas, separadas. Por el contrario, serán seriales o emitidos en masa, aquellos que integran un género siendo distintos y separables y que, además, nacen todos a partir de una sola declaración de voluntad, que se destinan a una pluralidad de adquirentes y que invertirán a todos de iguales derechos. Además, estos últimos, son emitidos por lo general por personas morales, son fungibles, objeto de oferta pública y que pueden ser negociados en las bolsas de valores.

En relación con los títulos seriales corresponde mencionar el concepto de valor que la Ley del Mercado de Valores establece en su artículo 3o. Dicho precepto señala lo siguiente: "Son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa".

(6) GOMEZ GORDOA, J. "Títulos de Crédito". Editorial Porrúa, S.A., México 1988.

"El régimen que establece la presente ley para los valores y las actividades realizadas con ellos, también será aplicable a los títulos de crédito y a otros documentos que sean objeto de oferta pública o de intermediación en el mercado de valores, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales".

"Se prohíbe la oferta pública de cualquier documento que no sea de los mencionados en este artículo".

II.2. DESENVOLVIMIENTO DE LOS TITULOS DE CREDITO EN LA ACTUALIDAD.

Sin lugar a dudas podemos afirmar que la creación de los títulos valores ha respondido a imperativos económicos, en particular a la necesidad de la inversión y el crédito. En efecto, la clave del desarrollo económico del mundo se ha debido, en forma muy especial, a la posibilidad de crear instrumentos y sistemas a través de los cuales se haga posible el flujo de recursos monetarios de los sectores que los tienen en exceso, hacia aquéllos que los requieren para financiar procesos de producción y distribución de mercancías.

Dichos títulos fueron concebidos para permitir la rápida y segura transmisión de los derechos en ellos incorporados, principalmente los de crédito, lo cual significa, en última instancia la movilización de la riqueza. Sin embargo,

es también evidente que hoy en día la complejidad de la vida económica ha provocado que los métodos y reglas tradicionales que rigen el proceso de circulación y transferencia de tales títulos valores se tornen ciertamente inadecuados conforme avanza el tiempo.

En efecto, así como en una segunda etapa del desarrollo del derecho mercantil los títulos valores en masa desplazaron a los títulos individuales -los cuales a su vez habían desplazado al dinero en efectivo- surgiendo la necesidad de organizaciones aptas para facilitar la distribución y transmisión de los mismos (bolsas de valores), en los momentos actuales se vive otra etapa que exige la creación de sistemas ágiles, acordes con las circunstancias actuales del ámbito financiero, como son: un mercado creciente de títulos valores al que concurren un número cada vez mayor de participantes, aumentando rápidamente el número de transacciones a realizar; la evolución de la técnica; y la necesidad de reducir al máximo los costos del manejo de los títulos.

De esta forma, en épocas recientes viene cobrando vigencia la denominada "desmaterialización de los títulos-valor" (posibilidad de que los títulos valor dejen de ser objeto de una representación física a través de su impresión documental). Esto ha hecho que algunas normas mercantiles; que si bien deben permanecer vigentes para los títulos de crédito de naturaleza cambiaria, como son el cheque, la letra de cambio y el pagaré,

resulten de difícil aplicación para satisfacer las exigencias propias de la transferencia masiva y constante de los valores, objeto de oferta pública en el mercado de valores.

En nuestro país, aunque si bien no se ha logrado la desmaterialización completa de los títulos valor, se ha avanzado en la eliminación del desplazamiento físico de los mismos, al establecer un sistema de depósito centralizado de valores que permite obtener la transferencia de valores por el procedimiento de asientos contables, sin que sea necesaria la transmisión material de los mismos. A esto respondió la adición en 1978 a la Ley del Mercado de Valores para crear el Instituto para el Depósito de Valores (Indeval), organismo público con personalidad jurídica y patrimonio propio, encargado de la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores en los términos de la Ley del Mercado de Valores. Posteriormente, con objeto de privatizar al Indeval, fue reformada dicha Ley para cambiar, entre otras cosas, la naturaleza jurídica del Instituto; por lo que, actualmente, la Ley prevé que la prestación del servicio del depósito centralizado de valores se lleve a cabo a través de sociedades anónimas de capital variable que gocen de concesión del Gobierno Federal. Sin embargo, en la práctica sólo el SD Indeval, S.A. de C.V. tiene concesión para operar. Destaca, también, en el camino hacia la desmaterialización de los títulos valor, el sistema de colocación y circulación de algunos valores del Gobierno Federal (Certificados y Pagarés de la Tesorería de la

Federación y Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal), operados en su colocación primaria por el Banco Central como valores prácticamente desmaterializados, mismos que también se encuentran en un depósito centralizado.

Las adiciones antes descritas, lógicamente, han venido a crear un régimen de excepción a la teoría general de los títulos de crédito establecido en las Leyes Generales de Títulos y Operaciones de Crédito y de Sociedades Mercantiles, planteando profundas modalidades jurídicas que inciden sobre los principios de incorporación, legitimación y efectos circulatorios de los títulos-valor. Modalidades que lejos de contradecir a dicha teoría la reafirman ya que son inspirados por las mismas necesidades que propiciaron la creación de los títulos de crédito: la seguridad jurídica y la fácil transmisión de los derechos que los mismos incorporan.

A continuación analizaremos brevemente algunas de las modificaciones que ha impuesto el sistema del depósito centralizado de valores bursátiles al régimen general de los títulos-valor.

a) La Ley del Mercado de Valores en sus artículos 57, Fracc. III, 67, 71, 74 y 78 establece un régimen de excepción a las reglas generales de los títulos nominativos, referido en especial a las acciones, al convertirlos en títulos fungibles y por lo tanto, exceptuar en cada transmisión los

requisitos de endoso y, en su caso, de inscripción en el libro de acciones nominativas de la sociedad emisora.

b) La Ley del Mercado de Valores prevé un tipo especial de endoso en administración, el cual legitima la tenencia de los valores recibidos en depósito por el Instituto, así como la ejecución de los actos que, respecto de ellos, legalmente le corresponde realizar.

c) El titular de los valores puede ejercer los derechos incorporados a los mismos sin necesidad de poseer materialmente los documentos, bastándole sólo las constancias que para esos efectos expide el Instituto, las cuales podrán ser complementadas, en su caso, con el listado de titulares de dichos valores que los propios depositantes formulen al efecto. Asimismo, cuando por encargo de los depositantes, el Instituto sea quien ejercite los derechos patrimoniales de los títulos en él depositados, no es necesario que tal Instituto se legitime para esos efectos de manera alguna. Por su parte, el obligado en el título que pague al mencionado organismo, se libera válidamente de su obligación, constituyendo esta forma de pago una nueva modalidad al principio de legitimación.

d) La Ley señala que cuando se den en prenda valores depositados en el Instituto, no se requerirá, como en el régimen general se establece, la entrega física o virtual de los títulos, el endoso o la inscripción en el registro relativo, sino

que para su formalización bastará que el contrato se otorgue por escrito ante el Instituto.

e) Por último, el artículo 74 de la mencionada Ley prevé la posibilidad de que se expidan títulos que no lleven cupones adheridos, así como, el depósito de títulos que amparen todos o parte de los valores materia de la emisión y del depósito (títulos múltiples), debiendo el propio Instituto hacer los asientos que correspondan a fin de que sean determinados los derechos de los depositantes y, con ello, los de los titulares de los valores, estableciéndose la consiguiente obligación de las emisoras de fraccionar un título que represente varios títulos en otros que representen un número menor de éstos.

II.3. CONSIDERACIONES GENERALES SOBRE LOS TITULOS DE CREDITO A CARGO DEL GOBIERNO FEDERAL.

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

*Uno de los indicadores más infalibles para determinar el grado de avance y solidez estructural de un país, lo representa la existencia de medios e instrumentos financieros cuyo fin primordial será dar una fluidez ágil y oportuna a los recursos monetarios existentes en él, permitiendo que los mismos

se muevan de donde existen y sobran hacia donde se requieren; ya que es bien sabido que, en economías con cierto grado de diversificación los agentes que intervienen en el proceso de ahorro son distintos de los que llevan a cabo el proceso de inversión."(7)

Es lógico suponer que conforme nuestro proceso de desarrollo económico avanza, se va requiriendo de un sistema financiero diversificado y adecuado, que cuente con una serie de instrumentos y medios financieros respaldados y encauzados por marcos legales e institucionales apropiados que motiven una mayor interrelación entre ahorro, intermediación e inversión o crédito.

Ante esta orden de ideas, le corresponde al Estado, como representante legítimo de los objetivos de la comunidad, la determinación de fortalecer el sistema financiero y de ampliar la gama de alternativas útiles para la captación de ahorro público, y el adecuado destino de los mismos a diversos fines.

Tomando en cuenta ésto, el Gobierno Federal emitió el 28 de noviembre de 1977 los Certificados de la Tesorería de la Federación, siendo prácticamente los primeros títulos que el

(7) SAENZ VIESCA, J. "Los Títulos Valor en el Mercado Mexicano". Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C. México, 1986. Pág. 95

Gobierno Federal colocó de manera pública en el mercado financiero.

Cabe preguntarse por qué si el Gobierno Federal ha venido necesitando importantes montos de financiamiento no había recurrido a colocar su deuda interna en el público. Al respecto, el licenciado Miguel Mancera (8) nos dice que esto se debe, quizá, al intenso uso del encaje legal como un medio para transferir importantes recursos financieros de las entidades ahorradoras al Gobierno Federal. Esta fórmula ha consistido en establecer un elevado encaje legal a las instituciones de crédito y emplear los recursos así obtenidos por el Banco Central para la adquisición por éste de bonos gubernamentales a largo plazo, lo que equivale a una colocación privada de dichos bonos, es decir, valores no destinados al público en general.

Por su parte, el licenciado Baranda García opina que "el instrumento de encaje legal plantea ciertas limitaciones a los requerimientos actuales de un adecuado ejercicio de la política monetaria y crediticia, por lo que se justifica una creciente colocación de deuda pública entre los inversionistas que permita a la autoridad monetaria la utilización del instrumento de política monetaria denominado operaciones de mercado abierto.

(8) MANCERA AGUAYO, MIGUEL. "Certificados de la Tesorería de la Federación." Palabras dirigidas a la Asociación Mexicana del Mercado de Valores, A.C., México, 1978.

"Efectivamente, los regimenes del encaje legal no pueden estar variándose con la frecuencia ni con la rapidez que demandan las cambiantes condiciones que caracterizan a los mercados financieros en la actualidad. Tales regimenes por naturaleza, son complejos y poco flexibles, por lo que dificilmente serían adaptables a dichas condiciones en plazos cortos. El instrumento del encaje legal ha sido muy eficaz cuando se ha utilizado para contraer el crédito, no así cuando su propósito ha sido inyectar recursos para expandir el financiamiento. Para garantizar a las instituciones la adecuada seguridad y estabilidad en su operación, los cambios en el encaje normalmente actúan sobre los recursos marginales captados por ellas, lo que en alguna medida resta eficacia a las medidas de control monetario e introduce un cierto retraso sobre los efectos que con ellas se persiguen."(9)

Además, la colocación de papel gubernamental entre el público inversionista permite la realización de importantes objetivos de política fiscal y monetaria.

Actualmente el Gobierno Federal ha colocado en el mercado financiero un monto considerable de su deuda a través de valores, entre los cuales, principalmente, tenemos a los :

(9) BARANDA GARCIA, ALFREDO. "Certificados de la Tesorería de la Federación". Acuario Impresiones y Ediciones, S.A. DE C.V., México. 1979. pág. 10.

Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), Pagars de la Tesorería de la Federación (PAGAFES), Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES), Certificados de Participación Ordinaria Amortizables denominados Petrobonos y Bonos de Indemnización Bancaria (BIB'S). Digo principalmente porque existen otros títulos, los Bonos de la Deuda Pública, que no están destinados al público en general sino que son colocados, en forma privada, en el Banco Central. (10)

Los valores gubernamentales -al igual que un pagaré, un cheque o una acción de una sociedad anónima- son títulos de crédito; es decir, documentos necesarios para ejercitar el derecho literal que en ellos se consigne. Derechos que pueden ser de distinta naturaleza, de crédito o de participación, determinándose en los propios títulos los términos y condiciones de los derechos incorporados.

El marco jurídico de estos títulos se encuentra establecido, principalmente, en la Ley General de Deuda Pública, en la Ley de Ingresos de la Federación, en la Ley del Mercado de Valores y en la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Estos títulos, al igual que los valores emitidos en serie o en masa regulados por la Ley del Mercado de Valores, son

(10) La colocación de la deuda interna del Gobierno Federal a través de valores, llegó en enero de 1988 a un total de 30,527.1 miles de millones de pesos, excluyendo la adquisición de valores con propósitos de regulación monetaria, según datos de los Indicadores Económicos del Banco de México.

instrumentos negociables que el Estado coloca entre el gran público inversionista, recibiendo a cambio un cierto precio y asumiendo como contraprestación la obligación directa e incondicional de reembolsar su valor nominal y, en su caso, una tasa de interés, en un plazo determinado.

Sin embargo, los valores del Gobierno Federal por su propia naturaleza tienen ciertas características que los distinguen de los demás valores que son objeto de oferta pública y en general de la teoría de los títulos de crédito.

Así tenemos, en primer lugar, que la emisión de estos valores coloca al Estado en situación de deudor, lo que implica -aún en los casos en que interviene como poder público- profundas diferencias con la situación de un deudor normal de derecho civil. Diferencias que traducen nuestras leyes en prerrogativas especiales reconocidas al Estado, entre las que tenemos: además de las establecidas por las disposiciones jurídicas especiales aplicables a estos títulos, las reconocidas en materia judicial.

Al respecto, el Código Federal de Procedimientos Civiles dispone en su artículo 4o. que "las instituciones, servicios y dependencias de la administración pública de la Federación y de las entidades federativas tendrán, dentro del procedimiento judicial, en cualquier forma en que intervengan, la misma situación que otra parte cualquiera; pero nunca podrá dictarse, en su contra, mandamiento de ejecución ni providencia

de embargo, y estarán exentos de prestar las garantías que este Código exija de las partes...". Por su parte la exposición de motivos del mismo Código dice lo siguiente: ..."Esta excepción (a la regla de igualdad) se justifica porque no es posible que los órganos del poder se coaccionen a sí mismos, y es imposible, dentro del Estado, que haya un poder superior al mismo poder estatal; y, respecto a las garantías, se juzga que el Estado es siempre solvente, pues es un principio general del derecho público, y en especial del derecho fiscal, que el Estado debe obtener de los habitantes del país los ingresos indispensables para cumplir sus fines, de manera que esté siempre en posibilidad de contar con un patrimonio que le permita responder, en general, de sus obligaciones, sin necesidad de una garantía especial."

A lo anterior podemos agregar, como bien dice Gabino Fraga, que "cuando el Estado es condenado judicialmente a pagar una suma de dinero, no puede cumplir con la obligación respectiva sin que se satisfaga el requisito constitucional establecido por el artículo 126, según el cual ningún pago puede hacerse cuando no está comprendido en el Presupuesto o en una ley posterior. De tal manera, que si fuera posible que la autoridad judicial practicara embargo o decretara aplicación de fondos, tal autoridad intervendría en el dominio financiero del Estado, invadiendo la competencia en esta materia que sólo al Poder Legislativo y al Ejecutivo reconoce la Constitución."(11)

(11) FRAGA GABINO. op. cit. págs. 392 y 393.

Por otra parte, de acuerdo con las disposiciones legales aplicables, los Certificados y Pagares de la Tesorería de la Federación y los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal deben permanecer en todo tiempo depositados en el Banco de México, quien lleva cuentas de sus tenencias a las casas de bolsa y a las instituciones de crédito, las cuales, a su vez, llevan cuentas a su clientela. Este mecanismo permite transmitir los documentos mediante simples asientos contables, sin que sea necesaria la transmisión material de los mismos, lográndose con esto que la colocación, transferencia y redención de los títulos se realice con una mayor agilidad, economía y seguridad.

Ello sin duda representa una modalidad a las normas tradicionales de los títulos de crédito, conforme a las cuales y de acuerdo a la característica que la doctrina define como legitimación e incorporación, la transmisión del título debe hacerse mediante su entrega física.

Al respecto, cabe mencionar que el manejo centralizado de estos títulos difiere en algunos aspectos del depósito centralizado previsto en la Ley del Mercado de Valores. El depósito de tales títulos en el Banco de México es obligatorio e inmediato, por disposición legal, y no a solicitud de las casas de bolsa, aunque también sea obligatorio para éstas.

En efecto, el Banco de México no está obligado a entregar los títulos al depositante, como sucede en el sistema

previsto para el Instituto para el Depósito de Valores, lo que también representa otra modalidad al régimen jurídico tradicional según el cual el depositario tiene la obligación de devolver la cosa depositada.

Por otra parte, el sistema para la colocación, transmisión, administración y redención de estos valores gubernamentales se hace a través de la expedición de un título múltiple, en el que se documenta la totalidad de los títulos que integran una misma emisión.

El título múltiple, expresamente previsto en el artículo 74 de la Ley del Mercado de Valores para acciones de sociedades anónimas objeto de oferta pública, permite que varios inversionistas en valores gubernamentales sean titulares de un mismo documento, previéndose la posibilidad de que, a solicitud del Banco de México, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público sustituya el documento original por títulos representativos de uno o más valores. Ello con el propósito de que el Banco esté en posibilidad de entregar a los inversionistas los títulos que les correspondan, para que ejerzan las acciones relativas en caso de incumplimiento del emisor.

Como anteriormente vimos, los CETES, PAGAFES y BONDES se adquieren o transmiten sin adquirir o transmitir la posesión física de los títulos. De igual manera, para legitimarse, el titular no requiere contar con la tenencia de los documentos, haciéndose posible mediante las anotaciones que hagan

en sus registros las casas de bolsa y el Banco Central. Asimismo, el obligado paga, aún cuando el título no le sea presentado o entregado.

Por lo que respecta a la literalidad, los términos y condiciones del derecho a que se refieran estos títulos (desmaterializados) serán los que de manera indubitable se estipulen en los títulos múltiples o actas de emisión del emisor de los documentos. Para el caso que nos ocupa corresponde a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en virtud de lo dispuesto por el artículo 5o., fracción II, de la Ley General de Deuda Pública, emitir con autorización del Presidente de la República, bonos del Gobierno Federal que se coloquen dentro y fuera del país, así como señalar las características de su emisión y tomar las medidas de carácter administrativo relativas a las mismas. Por otra parte, corresponde privativamente al Banco Central, conforme al artículo 8o. de su Ley Orgánica, encargarse, por cuenta del Gobierno Federal, de la colocación, compra y venta de valores representativos de la deuda interna del citado Gobierno y, en general, del servicio de la misma.

La Ley del Mercado de Valores establece la modalidad de que para que los valores puedan ser objeto de oferta pública e intermediación en el mercado, es indispensable que estén inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para lo cual los emisores deben de satisfacer una serie de requisitos, establecidos en el artículo 14 de dicha Ley. Tratándose de títulos emitidos o garantizados por el Gobierno

Federal, esta modalidad se ve atenuada por disposiciones legales que prevén una inscripción automática para estos documentos (art. 15 de la Ley del Mercado de Valores).

Es de mencionar, también, que a estos títulos se les aplica un régimen fiscal especial, previsto en los decretos de emisión y en la Ley del Impuesto sobre la Renta, el cual no tocaremos en esta ocasión por exceder los fines de este trabajo.

A continuación trataremos en forma particular a cada uno de los valores a cargo del Gobierno Federal que son objeto de negociación en el mercado de valores. (12)

II.4. CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION (CETES).

Los CETES se encuentran regulados en el Decreto del Congreso de la Unión, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 28 de noviembre de 1977.

Conforme a este decreto, los CETES son títulos de crédito al portador en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar, en corto plazo, una suma fija de dinero en fecha determinada y, por

(12) No trataremos a los Bonos de Renovación Urbana del Distrito Federal (BORES-DF) porque, aunque formen parte de la deuda pública y requieran autorización de la Secretaría de Hacienda para su emisión, considero que al tener el Distrito Federal personalidad jurídica y patrimonio propios, no pueden considerarse valores a cargo de la Federación.

consiguiente, el correlativo derecho del portador del título a recibir dicha suma al vencimiento.

Por los derechos que confiere el Certificado en favor de sus tenedores, podríamos decir que éstos son netamente de tipo crediticio y en virtud de lo dispuesto por los artículos 3, 11 y 15 de la Ley del Mercado de Valores, tales títulos pueden ser objeto de oferta pública.

II.4.1. Consideraciones Generales.

Los CETES, a pesar de ser novedosos en la estructura y política económica de nuestro país, ya tenían un antecedente, los Bonos de Tesorería, cuya emisión fue autorizada por el Congreso de la Unión en el año de 1962. Estos Bonos no tuvieron el éxito que se esperaba, debido principalmente, como nos explica el licenciado Mancera, a que: a) no contaron con un marco jurídico adecuado, ya que se establecía que no eran susceptibles de adquirirse por las instituciones nacionales de crédito -ahora bancos de desarrollo- y por las instituciones nacionales de seguros, que sólo excepcionalmente podían ser adquiridos por el Banco de México y que la Secretaría de Hacienda no estaba facultada para hacer nuevas emisiones en tanto el Instituto Central hubiese adquirido y mantuviera en su poder tales títulos. Los bonos no podían emitirse en un ejercicio fiscal y vencer en el siguiente, b) el procedimiento utilizado para su colocación no fue del todo acertado, ya que se usaron

como pago a contratistas y proveedores del Gobierno Federal y éstos a su vez los transferían con descuentos excesivos y erráticos; y, c) por ser un mercado sin permanencia difícilmente podía desarrollarse y más difícilmente podía prestarse a las operaciones de mercado abierto del Banco Central. (13)

Esta experiencia no fue del todo negativa, dejando lecciones muy claras; a saber, que en un nuevo intento de colocación de valores gubernamentales debía procurarse un régimen legal adecuado, una buena infraestructura de mercado y un procedimiento ordenado de colocación.

Tomando en cuenta esto, el Ejecutivo Federal envió al Congreso de la Unión una iniciativa de decreto que lo autorizara para emitir Certificados de Tesorería y llevar a cabo otros ajustes legales necesarios para la instrumentación y desarrollo del mercado de estos títulos.

Por lo que, para la emisión de estos títulos, se consideró conveniente que el Congreso de la Unión expidiera un decreto que autorizara al Ejecutivo Federal a emitir Certificados de la Tesorería de la Federación, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público. Aunque, si bien tal emisión podría llevarse a cabo con base en las disposiciones generales sobre deuda pública, incluidas en la Ley General de Deuda Pública y en las leyes de ingresos de la Federación, se

(13) MANCERA AGUAYO, MIGUEL. op. cit. págs. 5 y 6.

pensó que era mejor contar con una infraestructura legal de mayor permanencia que las disposiciones de esas leyes, que, además, fijara las características esenciales de los Certificados, así como su régimen de circulación.

Considerándose, por otra parte, la determinación de reformar la Ley Orgánica del Banco de México para que pudiera actuar como agente exclusivo del Gobierno Federal en la colocación, administración y redención de los Certificados de la Tesorería de la Federación. Ya que la Ley constitutiva de dicho Instituto sólo lo facultaba para comprar y vender Certificados de la Tesorería, así como para efectuar reportos sobre ellos, pero siempre que dichos títulos presentaran ciertas características que limitaban grandemente su posible utilización en operaciones de mercado abierto. En efecto, su Ley Orgánica disponía que sólo podía operar con Certificados siempre que su plazo de vencimiento no fuere mayor del que faltare para la terminación del año fiscal que estuviere corriendo, que podían ser aceptados en pago de impuestos o derechos y a condición, además, de que el Banco no tuviera Certificados insolutos de años anteriores. Como se puede ver, aunque estas normas limitaban la operación del Banco con estos títulos, se trataba de reglas tendientes a evitar el financiamiento excesivo del Banco Central al Gobierno Federal. De ahí que la solución dada a este problema no sólo consistió en la supresión de esos obstáculos, sino que, como contrapeso se estableció que los aumentos netos en la circulación de CETES (en los que quedan comprendidas las tenencias del Banco de México),

se deberían computar dentro de los montos del endeudamiento directo neto del Sector Público Federal que el Congreso de la Unión fijara para cada ejercicio fiscal, conforme a la Ley General de Deuda Pública.

Con base en lo anterior, y considerando fundamentalmente:

a) Que la consecución del desarrollo económico del país implica promover el ahorro interno, de manera que proporciones crecientes de inversión pública sean financiadas con recursos internos y se dependa menos del crédito exterior;

b) Que el Gobierno Federal se ve en la necesidad de efectuar erogaciones que no pueden ser cubiertas sólo con sus ingresos corrientes;

c) Que los ingresos y egresos del Gobierno Federal están sujetos a variaciones estacionales que determinan fluctuaciones significativas en la posición de caja de la Tesorería de la Federación;

d) Que el Gobierno Federal no había participado significativamente en el mercado de valores mexicano como emisor de títulos, por carecer de instrumentos adecuados a la obtención de recursos no inflacionarios para financiar el presupuesto de egresos, y para compensar en alguna medida, las diferencias estacionales ya citadas; y

e) Que la ausencia de un mercado de valores gubernamentales con ciertas características había impedido, por otra parte, que el Banco de México llevara a cabo operaciones de mercado abierto que permitieran influir con gran flexibilidad en los agregados monetarios, en el volumen del crédito y/o en las tasas de interés, sin tener que recurrir a instrumentos menos ágiles, como son las modificaciones de las tasas de reserva obligatoria o a las operaciones de redescuento.

El Ejecutivo Federal envió al Congreso de la Unión la iniciativa del decreto que autorizó la emisión de Certificados de la Tesorería de la Federación, reformó la Ley Orgánica del Banco de México y adicionó la Ley de Hacienda del Departamento del Distrito Federal. Tal decreto fue aprobado y publicado en el Diario Oficial de la Federación el 28 de noviembre de 1977.

II.4.2. Características.

En el citado decreto se dispone que los CETES son al portador, por lo que, a diferencia de otros títulos, su transmisión es muy ágil, no requiriéndose endosos ni anotaciones en el registro del emisor.

También se señala que el valor de cada título será de 5 000 pesos o múltiplos de esa cantidad. El valor nominal de cada Certificado se ha fijado en 10,000 pesos, amortizables en una sólo exhibición al vencimiento del título.

Por disposición legal, el plazo de los Certificados no puede ser mayor de un año. Ello debido a que se trata de un valor destinado al mercado de dinero. Cada emisión tienen su propio plazo. Así, las primeras emisiones fueron a tres meses, pero actualmente se emiten CETES a 7, 28, 91 e incluso 182 días.

Los Certificados no causan intereses sino que ofrecen una ganancia de capital a su tenedor, al colocarse bajo par, es decir, con una tasa de descuento. Por consiguiente, el rendimiento de los CETES se da por el diferencial entre su precio de compra bajo par, por una parte, y su valor de redención o su precio de venta, por la otra. Cuando la venta se efectúa antes del vencimiento el precio es también bajo par, pero usualmente mayor que el de compra. Los precios de compra y de venta se determinan libremente en el mercado; es conveniente tener en cuenta esto, ya que para efectos legales las operaciones realizadas con estos valores aunque no se lleven a cabo a través de la Bolsa se consideran como efectuadas por su conducto.

Como anteriormente vimos, en los CETES se consigna una obligación a cargo del Gobierno Federal, a favor del portador de los Certificados. En otras palabras, los CETES documentan un financiamiento que el inversionista otorga al Gobierno Federal.

Sin embargo, la colocación de estos valores en el mercado no debe ser un instrumento para que la Federación se apoye de manera excesiva en el crédito, en vez de procurar el aumento de sus ingresos corrientes. Tampoco debe ser una fórmula

para que el Gobierno Federal obtenga recursos inflacionarios del Banco Central. Por ello, los aumentos netos en la circulación de CETES computan dentro de los montos del endeudamiento directo neto del sector público federal que fija el Congreso de la Unión al aprobar la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio fiscal respectivo. Consecuentemente, los CETES no deben ser utilizados para aumentar el déficit del sector público, sino para financiarlo de mejor manera.

Por lo que se refiere a la emisión, el decreto que creó los CETES señala que las emisiones se determinarán por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, previa consulta al Banco de México.

Se destaca, por otra parte, que las emisiones de Certificados y las condiciones de su colocación se deben determinar por un Comité integrado por funcionarios de la Secretaría de Hacienda y del Banco de México, considerando los objetivos y las posibilidades de regulación monetaria, de financiamiento de la inversión productiva del Gobierno Federal, de influir sobre las tasas de interés y de propiciar un sano desarrollo del mercado de valores.

Así, de conformidad con la Ley de Ingresos, con el decreto presidencial que autoriza a la Secretaría de Hacienda a llevar a cabo las emisiones de CETES, y considerando lo acordado en el "Comité de Emisión" antes citado, la propia Secretaría de

Hacienda procede a expedir un título múltiple de la emisión que corresponda.

En el título múltiple citado se indican las características de los Certificados de que se trata, es decir, el número de títulos emitidos, el número y fecha de emisión, el valor nominal de cada título y la fecha de su vencimiento.

Dicho título, que representa la totalidad de los títulos emitidos, puede ser sustituido por la Secretaría de Hacienda, a solicitud del Banco de México, por otros títulos representativos de uno o más de los Certificados respectivos.

Una vez realizada la emisión y expedido el título múltiple, éste queda en depósito centralizado en el Banco de México. Consecuentemente, el Banco de México tiene celebrado con las casas de bolsa e instituciones de crédito los contratos de depósito de administración respectivos, en los cuales se ha obligado a llevar cuentas por separado de las posiciones propias de la casa e institución depositante, por un lado, y de las posiciones de sus clientes, por el otro. Esto permite que las casas de bolsa tengan celebrados con sus clientes, a su vez, el contrato de depósito en administración respectivo.

En virtud de este depósito centralizado, todas las transferencias de Certificados se llevan a cabo mediante traspasos en las cuentas de los depósitos de administración correspondientes, mediante simples abonos y cargos, según se

trate. Por ello es que en la práctica los tenedores de los Certificados no llegan a tener la posesión física de sus títulos.

Por lo que se refiere a la colocación de los CETES, tanto el decreto que los crea como la Ley Orgánica del Banco de México, dispone que dicho Banco Central actuará como agente exclusivo del Gobierno Federal para la colocación y redención de los Certificados. En cumplimiento de estos ordenamientos y de conformidad con los acuerdos del "Comité de Emisión", el Banco de México, actuando por cuenta y orden del Gobierno Federal, se encarga de la colocación de estos títulos a través de un procedimiento de subastas, el cual trataremos posteriormente.

II.5. PAGARES DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION (PAGAFES).

II.5.1. Consideraciones Generales.

Los Pagarés de la Tesorería de la Federación son una respuesta de nuestras autoridades financieras, ante la situación crítica en la que se vió envuelto nuestro país a finales de 1985, a la necesidad de crear un nuevo instrumento que ofreciera al público inversionista: un seguro contra la devaluación, un rendimiento de sus recursos en un ambiente no inflacionario y que, además, fuera competitivo ante instrumentos en dólares en el extranjero.

La idea de crear instrumentos que se vinculen explícitamente al tipo de cambio no es novedosa en nuestro

sistema financiero. Desde 1979 ya existen en nuestro sistema bancario depósitos constituidos, denominados y pagaderos en dólares de los EE.UU.A. Sin embargo, desde mediados de 1983 estos instrumentos se encuentran muy limitados. En la actualidad, estos depósitos sólo pueden constituirse por personas morales con necesidad de operar con dólares, mediante la transferencia de documentos a la vista denominados en moneda extranjera y pagaderos sobre el exterior u órdenes de pago a cargo de entidades financieras del exterior, o a través de traspasos de fondos en cuentas en el extranjero.

Por lo que se consideró conveniente ofrecer a los ahorradores, que no tengan la necesidad de contar con dólares, un instrumento para proteger el valor real de su patrimonio con mayor certidumbre que los activos denominados en moneda nacional.

Asimismo, el PAGAFE también respondía a la necesidad de subsanar la distorsión causada por la no aplicación de contabilidad inflacionaria a las finanzas públicas. En efecto, el servicio de la deuda pública interna denominada en moneda nacional tenía un impacto desproporcionado, en relación con la denominada en moneda extranjera, sobre las finanzas públicas. Esta asimetría no era causada por que la deuda en moneda nacional fuese más cara que la contratada en moneda extranjera, sino que provenía de contabilizar como gasto de intereses, sumas que son pagos de principal.

Recuérdese que en relación a los intereses existe un pago nominal y un real. Este último proveniente de la diferencia entre la tasa nominal de interés y la tasa de inflación. Cuando la tasa real es negativa prácticamente los pagos de interés constituyen amortización de principal.

Este fenómeno, al inflar el déficit financiero, tenía importantes implicaciones que rebasaban el ámbito de la contabilidad gubernamental. Por una parte, era un motivo de presión para que las autoridades financieras disminuyeran las tasas de interés, aun a costa de agudizar la desintermediación financiera y, por la otra, el hecho de que el Gobierno tuviera que acudir a renegociar el principal de sus adeudos, aun cuando no demandara recursos reales adicionales, podría volverse un factor de inestabilidad financiera y de encarecimiento del costo real del crédito.

Por otra parte, en esa época, la política de la Secretaría de Hacienda, con respecto a los Certificados de la Tesorería de la Federación, era la de poner un tope a las tasas de interés, por lo que se veía obligada a crear un mecanismo que permitiera liberar las tasas sin que éstas tuvieran un fuerte impacto en la población; objetivo que lograba al crear un instrumento que vinculara sus rendimientos al dólar y que en términos nominales estableciera tasas relativamente bajas.

En última instancia, la creación de los PAGAFES obedece a los propósitos de retener y aumentar el ahorro interno,

propiciar el retorno de capitales del extranjero, y financiar de manera no inflacionaria el déficit público; y se encuentran regulados en el decreto del Ejecutivo, publicado en el Diario Oficial de la Federación el 28 de julio de 1986.

II.5.2. Características.

Conforme al decreto citado, los PAGAFES son pagarés negociables, denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma en moneda nacional, equivalente al valor de dicha moneda extranjera, en una fecha determinada.

Estos títulos documentan créditos en moneda extranjera otorgados al Gobierno Federal por el Banco de México quien, a su vez, los coloca en el mercado a través de casas de bolsa e instituciones de crédito del país.

Los PAGAFES son títulos nominativos o a la orden, a diferencia de los Certificados que son títulos al portador. Ello en virtud, de que el Artículo 72 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito dispone que "los títulos al portador que contengan la obligación de pagar alguna suma de dinero, no podrán ser puestos en circulación sino en los casos establecidos en la Ley expresamente, y conforme a las reglas en ellas prescritas..."; en cuanto a los PAGAFES éstos no se encuentran previstos en ley como excepción a esta limitante, ya que fueron emitidos en base a un decreto del Ejecutivo y no en una disposición del Congreso de la Unión, como sería en el caso de

los Certificados de la Tesorería. Además, tomando en cuenta que los PAGAFES participan de la naturaleza de los pagarés, según lo dispuesto por el artículo 170, fracción III, de la ley de títulos, estos no pueden emitirse al portador.

En el aludido decreto se dispone que el valor de cada título será de 1 000 dólares de lo EE.UU.A., o múltiplos de esa cantidad, amortizables en una sola exhibición a su vencimiento, y que serán pagaderos en la Ciudad de México, Distrito Federal, en las oficinas del Banco de México, por su equivalente en moneda nacional, conforme a lo establecido por los artículos 80. de la Ley Monetaria de los Estados Unidos Mexicanos y 18 de la Ley Orgánica del Banco de México.

Es importante mencionar que no obstante que la moneda extranjera no tiene curso legal en nuestro país, las obligaciones en dicha moneda tienen plena validez jurídica. En efecto, de conformidad con el artículo 80. de la Ley Monetaria las obligaciones en moneda extranjera contraídas dentro o fuera de la República para ser cumplidas en ésta, deben solventarse entregando el equivalente en moneda nacional al tipo de cambio que rija en el lugar y fecha en que se haga el pago. Sin embargo, los artículos transitorios 40. y 90. de la Ley Monetaria de 1931 y 1935, respectivamente, establecen otro supuesto en relación al tipo de cambio utilizado para el cumplimiento de estas obligaciones. Dichos preceptos establecen que los prestatarios de moneda extranjera que demuestren que la

moneda recibida del acreedor fue moneda nacional, pueden solventar su obligación en moneda nacional al tipo de cambio tomado en cuenta para hacer la conversión respectiva o bien al que haya regido el día en que se contrajo la obligación.

Tales disposiciones transitorias a lo largo del tiempo han suscitado frecuentes controversias de carácter jurídico sobre su vigencia. Al respecto, Francisco Borja Martínez señala que la expedición de tales artículos transitorios obedeció a la necesidad de prever soluciones jurídicas satisfactorias para el pago de obligaciones contraídas conforme a un régimen que dejaba de estar vigente, régimen establecido en las leyes de pagos expedidas entre 1916 y 1918, en las disposiciones reglamentarias de dichos ordenamientos y en el Decreto del 14 de mayo de 1918 que daba curso legal a la moneda extranjera de oro, y que habían modificado sustancialmente a la Ley Monetaria de 1905. Señalando, también, que de sostenerse la vigencia de ambas disposiciones para operaciones celebradas con posterioridad a 1931, la Ley establecería dos normas diferentes para un mismo supuesto. (14)

Sin embargo, la Suprema Corte de Justicia ha dictado jurisprudencia señalando la vigencia permanente de dichos artículos transitorios. Esta interpretación ha venido agravando

(14) BORJA MARTINEZ, FRANCISCO. "Obligaciones en Moneda Extranjera". El Foro, Órgano de la Barra Mexicana, Colegio de Abogados. Séptima época, No. 2, México, 1980.

aún más la situación, creando obstáculos a la captación de recursos y al otorgamiento de créditos denominados en dólares.

Por esta razón, los PAGAFES se emiten a la orden del Banco de México, para que éste otorgue dólares al Gobierno Federal, aunque realmente sólo sea en términos contables, y así, al evitar los supuestos establecidos en los artículos transitorios de la Ley Monetaria, ofrecer a los inversionistas la seguridad de que se les pagará de acuerdo al tipo de cambio vigente en la época del pago y no al que haya regido el día en que se contrajo la obligación.

El PAGAFE al igual que el CETE es un instrumento destinado al mercado de dinero -teniendo como una de sus principales características la liquidez-, se emiten a un plazo de un año como máximo. Pueden o no devengar intereses, quedando facultada la Secretaría de Hacienda a colocarlos a descuento o bajo par; en los dos supuestos se cotizan en Bolsa en términos de dólares de los EE.UU.A., sin embargo, todas las liquidaciones y pagos se efectúan en moneda nacional.

En un principio, se ha decidido que aquéllos cuyo vencimiento sea a seis meses o menos no devenguen intereses y sean colocados a descuento, y los de plazo mayor devenguen un interés fijo pagadero por periodos vencidos.

La adquisición de estos títulos por parte de los inversionistas se efectúa contra la entrega en moneda nacional, por su equivalente de la moneda extranjera, del pago respectivo.

Las equivalencias entre ambas monedas se calcula utilizando el tipo de cambio controlado de equilibrio, publicado por el Banco de México en el Diario Oficial de la Federación, el día hábil inmediato anterior al día en que se efectúe la adquisición o el pago respectivo.

Ello de conformidad con la facultad que otorgan al Banco de México los artículos 18 de la Ley Orgánica del Banco de México y 80. de la Ley Monetaria, así como con el punto 4.1 de las disposiciones aplicables a la determinación de tipos de cambio y a las compraventas de divisas correspondientes al mercado controlado, para determinar el tipo de cambio a que deberá calcularse la equivalencia de la moneda nacional para solventar obligaciones de pago en moneda extranjera.

Por otra parte, dicho tipo de cambio es aplicable a transacciones comprendidas en el control de cambios, tales como la exportación e importación de mercancías y el servicio de la deuda externa pública y privada, lo cual implica que el tipo de cambio utilizado para solventar este tipo de operaciones ofrezca al ahorrador mayor seguridad sobre su inversión, ya que al quedar sujeto a variables macroeconómicas importantes para el desarrollo del país, hace difícil la manipulación de dicho tipo de cambio por parte de las autoridades para producir una depresión artificial en el valor de estos títulos. Esto es importante porque todavía son recordados los episodios en los que se optó por mantener la sobrevaluación del tipo de cambio, aun a riesgo

de incurrir en graves costos en términos de equilibrio externo, y el tipo de cambio especial que determinó el Banco de México para el pago de las obligaciones en moneda extranjera contraídas con anterioridad al 20 de diciembre de 1982 (Mex-dólares).

El monto en circulación de los PAGAFES -al igual que los demás títulos del Gobierno Federal- computa dentro de los montos del endeudamiento directo neto interno del sector público federal que el Congreso de la Unión fija para el ejercicio fiscal respectivo.

En relación a la emisión, colocación, administración, mercado secundario y redención de estos títulos, se utilizan los mismos mecanismos que se emplean para los Certificados de la Tesorería de la Federación y los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal -comité de emisión, título múltiple, depósito centralizado en el Banco Central, etc.-.

II.6. BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL (BONDES).

II.6.1 Consideraciones Generales.

Los BONDES son títulos de crédito a cargo del Gobierno Federal con características similares a los CETES y PAGAFES, se encuentran regulados en el Decreto del Ejecutivo Federal publicado en el Diario Oficial de la Federación el 22 de septiembre de 1987 y en la Ley General de Deuda Pública.

Dichos Bonos, en un principio, fueron concebidos para resolver el problema específico del financiamiento de la

banca de desarrollo. Las autoridades financieras de nuestro país pensaron en perfeccionar los Bonos Bancarios de Desarrollo, para que su colocación en el mercado financiero fuera viable; sin embargo, tomando en cuenta que, en última instancia, el Gobierno Federal subsidia a la banca de desarrollo y que, por otro lado, se requería de un instrumento a largo plazo que financiara proyectos de maduración prolongada acordes con el Plan Nacional de Desarrollo, se llegó a la conclusión de que dicho instrumento fuera emitido por el Gobierno Federal. Además, con este instrumento el Gobierno Federal podía transferir su deuda del corto al largo plazo.

Conforme al decreto citado, los BONDES son títulos de crédito colectivos, a largo plazo, denominados en moneda nacional, en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del Gobierno Federal de pagar una suma determinada de dinero y, por consiguiente, el correlativo derecho del portador del título a recibir dicha suma al vencimiento.

II.6.2. Características.

En dicho decreto se dispone que los BONDES son títulos de crédito nominativos, negociables y a largo plazo.

Al igual que los Pagarés de la Tesorería de la Federación estos títulos no pueden ser emitidos al portador, por no estar prevista esta característica expresamente en ley, conforme a lo dispuesto en el artículo 72 de la Ley General de

Títulos y Operaciones de Crédito, y por que participan de la naturaleza de las obligaciones, las cuales según el artículo 209 de la misma ley deben ser nominativas, excepto tratándose de obligaciones que se inscriban en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y se coloquen en el extranjero entre el gran público inversionista, en cuyo caso podrán emitirse al portador.

El valor de cada Bono será de cien mil pesos, o múltiplos de esta cantidad; y serán pagaderos en la ciudad de México, D. F., en las oficinas del Banco de México, por su valor nominal.

Son emitidos a plazo no inferior a un año, pudiendo o no devengar intereses, quedando facultada la Secretaría de Hacienda para colocarlos a descuento o bajo par, es decir, con una tasa de descuento.

Actualmente, el rendimiento de los BONDES está referido al valor de adquisición de los títulos y a la tasa de interés que los mismos devenguen. Se ha dispuesto que las primeras emisiones de BONDES devenguen intereses sobre su valor nominal, pagaderos cada 28 días.

Para determinar la tasa de interés podrá o no fijarse una prima o sobretasa. En las primeras emisiones, la tasa de interés se revisara cada 28 días -igual al plazo de los Certificados de la Tesorería de la Federación a un mes de plazo- y será la mayor de las tres que a continuación se indican:

1) La tasa anual de rendimiento, equivalente a la de descuento, de CETES a 28 días, en colocación primaria, emitidos en la fecha de inicio de cada periodo de interés, que semanalmente da a conocer el Gobierno Federal, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, mediante avisos en los periódicos de mayor circulación en el país.

2) La tasa bruta de interés anual máxima autorizada por el Banco de México, para depósitos en la banca múltiple a plazo fijo de 30 días, susceptibles de ser constituidos por personas morales en la fecha de inicio de cada periodo de interés, calculada al mismo plazo que el de los CETES indicada en el punto anterior, o

3) La tasa bruta de interés anual máxima autorizada por el Banco de México, para pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento para personas morales a un mes de plazo, susceptibles de ser emitidos por la banca múltiple en la fecha de inicio de cada periodo de interés, calculada al mismo plazo que el de los CETES a 28 días.

En caso de que dejen de fijarse tasas de interés máximas para los instrumentos mencionados en los puntos 2) y 3) anteriores, el Banco de México señalará las tasas representativas en el mercado de dichos instrumentos que deban considerarse para determinar la tasa de interés de los BONDES.

Asimismo, en el evento de que dejare de haber cualquiera de los instrumentos citados en los párrafos anteriores

para determinar la tasa, el Banco de México determinará aquél o aquéllos que se tomaran en cuenta para tales efectos. En esta determinación, el Banco Central señalará los nuevos instrumentos que, por sus características, considera más representativos de las inversiones a que se referían los instrumentos anteriores.

El que la tasa de interés sea la mayor de los instrumentos mencionados, o en su caso la más representativa de éstas en el mercado, le permite al inversionista tener seguridad sobre el rendimiento de sus inversiones.

Es oportuno señalar que, en base a lo dispuesto en el artículo 5, fracción II, de la Ley General de Deuda Pública y en relación al Decreto Presidencial que regula los BONDES, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público debe someter a la autorización del Ejecutivo Federal, en el ejercicio fiscal respectivo, el acta de emisión de los bonos del Gobierno Federal. Dichas actas de emisión, que hacen las veces de títulos múltiples, constituyen obligaciones generales directas e incondicionales del Gobierno Federal, en los términos señalados en las mismas. La Secretaría de Hacienda oyendo previamente la opinión del Banco de México, determina en estas actas los montos, rendimientos, plazos, condiciones de colocación y amortización, así como las demás características específicas de cada emisión.

El saldo insoluto de los BONDES computará dentro de los montos de endeudamiento directo neto interno del sector

público federal que el Congreso de la Unión fije para el ejercicio fiscal respectivo.

La emisión de los BONDES está a cargo del mismo "Comité de Emisión" que se encarga de los CETES y PAGAFES; el cual deberá considerar para su determinación las condiciones de los mercados crediticios, las necesidades de financiamiento de proyectos de desarrollo de larga maduración, así como el objetivo de propiciar un sano desarrollo del mercado de valores.

En relación a su colocación, tanto el decreto que lo crea como la Ley Orgánica del Banco de México, disponen que dicho Banco Central actuará como agente exclusivo del Gobierno Federal para la colocación, compra y venta, redención y, en su caso, pago de intereses de los BONDES.

La colocación de los Bonos podrá efectuarse directamente o a través de instituciones de crédito y casas de bolsa; y los títulos se mantendrán en todo tiempo en depósito centralizado en administración en el Banco de México por cuenta de los tenedores.

II.7. CERTIFICADOS DE PARTICIPACION ORDINARIOS AMORTIZABLES DENOMINADOS PETROBONOS.

Los Petrobonos fueron una respuesta a la necesidad de recursos que requería el Gobierno Federal para el desarrollo de la industria petrolera.

En general, el Petrobono es un instrumento bursátil a largo plazo para financiar parte del gasto público, respaldado por la producción de petróleo y vinculado al precio internacional de éste. En realidad el financiamiento obtenido a través de su emisión, salvo el caso de incremento en el precio del petróleo, para efectos prácticos equivale a la obtención de créditos en dólares. Cuando se presenta el caso de alza en el precio del petróleo, la desventaja que representa el encarecimiento del adeudo para el Gobierno Federal es más que compensada por la mayor entrada de divisas al país.

Invertir en Petrobonos, como bien dice Marmolejo, equivale a comprar barriles de petróleo crudo ligero mexicano de exportación al Gobierno Federal, con el compromiso por parte del comprador de revertir la operación a un plazo máximo determinado (15). Por lo que, para efectos prácticos, tener un Petrobono equivale a poseer los derechos de propiedad sobre un monto específico de barriles de petróleo.

En otras palabras, el Petrobono es un préstamo que hace el inversionista al Gobierno Federal, garantizado con barriles de petróleo crudo mexicano de exportación, cuyo precio de redención está determinado tanto por el precio del barril del petróleo como por el tipo de cambio vigente en la fecha de

(15) MARMOLEJO GONZALEZ, M. "Inversiones... práctica, metodología, estrategia y filosofía". IMEF. 2a. edición. México, 1985. pág. 321.

amortización respectivo. Lo que equivale a indizar el precio de adquisición del título ante un riesgo cambiario.

Los Petrobonos están emitidos en base a un acuerdo de la Secretaría de Programación y Presupuesto de fecha 4 de abril de 1977, con fundamento en los artículos 3, fracción III, de la Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, 2 y 9 de la Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público, por el que se autoriza la creación por conducto de la Secretaría de Programación y Presupuesto de un fideicomiso para la emisión de Certificados de Participación Ordinarios Amortizables, denominados Petrobonos.

II.7.1. Naturaleza Jurídica.

El certificado de aportación es el título de crédito de más reciente aparición en nuestra Ley de Títulos y Operaciones de Crédito, y se encuentra regulado en los artículos 228a al 228v.

Para Octavio Hernández, el certificado de participación es título de crédito, por disposición expresa de la ley y porque cuenta con los caracteres esenciales de tal documento, que supone la constitución previa de un fideicomiso y la participación en él de una fiduciaria que emite los

certificados para documentar los derechos que del fideicomiso se derivan para los fideicomisarios tenedores. (16)

Para la emisión de los certificados de participación se requiere la constitución previa de un fideicomiso, al cual se afectaran derechos o bienes muebles o inmuebles que habrán de destinarse a un fin específico a realizar por el fiduciario. Esos bienes o derechos constituirán una masa fiduciaria valuable en dinero; y por el importe que arroje tal valuación será el monto por el que se emitan los certificados, mismos que tendrán un valor igual al de dividir el importe que refleja el patrimonio en fideicomiso entre el número de certificados emitidos.

Los certificados de aportación serán denominados ordinarios o inmobiliarios, dependiendo de que la masa fiduciaria la integran bienes muebles o inmuebles. Cuando el patrimonio fiduciario esté constituido por bienes muebles será requisito contar con un avaluo de los mismos realizado por Nacional Financiera, S.N.C. y cuando lo vayan a integrar bienes inmuebles, el avaluo lo realizará el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos.

Los certificados pueden ser amortizables o no amortizables. Los primeros darán derecho a sus tenedores, además

(16) HERNANDEZ A. OCTAVIO. "Derecho Bancario Mexicano". TOMO II. Ediciones de la Asociación Mexicana de Investigaciones Administrativas. México, 1956. pág. 354.

de los frutos o rendimientos que produzca el patrimonio en fideicomiso, a que el fiduciario les pague el valor nominal de los mismos; los no amortizables sólo darán derecho a sus tenedores para recibir la parte alicuota que arroje la adjudicación o venta de los bienes o derechos, cuando acaezca la extinción del propio fideicomiso.

Por lo que se refiere a los derechos que tales títulos conceden, estos podrán ser: a) sobre una parte alicuota de los frutos o rendimientos que produzcan los bienes o derechos afectos al fideicomiso; b) sobre una parte alicuota del derecho de propiedad o de titularidad de tales bienes o derechos; y c) sobre una parte alicuota del producto neto que resulte de la venta de tales bienes o derechos.

Los certificados serán nominativos, tendrán cupones y deberán emitirse por series, que darán a sus tenedores iguales derechos, en denominaciones de cien pesos o sus múltiplos.

Por último, consideramos importante mencionar que los tenedores de los certificados deberán siempre estar representados por un representante común, que no podrá tener en su propiedad certificados de la misma emisión. Tal cargo podrá recaer en una casa de bolsa, en una persona física o en una institución de crédito quienes en todo caso, tendrán el carácter de mandatario de los tenedores. El órgano supremo de los

propietarios de los certificados es la asamblea en la que ellos se constituyan.

II.7.2. Características.

El Petrobono es un título del Gobierno Federal que tiene como base para su emisión un fideicomiso establecido en Nacional Financiera, S.N.C., que tiene el carácter de fiduciario del mismo y de emisor de los títulos.

Son partes en este fideicomiso: a) fideicomitente: el Gobierno Federal, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público; b) fideicomisarios: el Gobierno Federal y los tenedores de los certificados de participación que se emiten con cobertura de los derechos fideicomitados; c) fiduciaria: Nacional Financiera, S.N.C.

El negocio subyacente que da lugar al fideicomiso consiste en lo siguiente: el Gobierno Federal compra a Petroleos Mexicanos, una cantidad determinada de barriles de petróleo del tipo Itsmo a un precio prefijado por barril, compra ésta para ser entregada a futuro. Los derechos que adquiere el Gobierno Federal sobre los barriles de petróleo los afecta, en el carácter de fideicomitente, representado por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a un fideicomiso irrevocable en el que funge como fiduciario Nacional Financiera, S.N.C.

Con base en ese patrimonio fiduciario, la propia Nacional Financiera emite certificados de participación

ordinarios nominativos, amortizables en tres años, en los que se pueden estipular, según la emisión, un rendimiento mínimo mensual, fijo o variable, garantizado, revisable trimestralmente, que se fijará de conformidad con la situación existente en el mercado, los cuales conferirán a sus tenedores los siguientes derechos:

a) Derecho a la amortización y reembolso del valor nominal de los certificados, a los tres años de la fecha en que se hubieran emitido;

b) Derecho sobre una porción alicuota de las eventuales ganancias que se obtengan entre el precio que paga el Gobierno Federal a Pemex, y el producto de la venta de los barriles de petróleo en el extranjero, al término del plazo en el que el propio Pemex se comprometió a entregarlos.

Para los efectos de la participación en el diferencial resultante entre el precio de venta que obtuviese Pemex y el valor nominal de los certificados, se descontará, en el caso de algunas emisiones, el monto de los intereses que el fiduciario hubiera pagado al inversionista durante la vigencia de la emisión.

Los certificados serán colocados por Nacional Financiera, directamente o por conducto de las casas de bolsa e instituciones de crédito, entre el público inversionista; y el producto que de esto resulte la será entregado al Gobierno Federal por conducto de ese fiduciario.

Como representante común de los tenedores de estos Certificados actuara el Banco Internacional.

Los Petrobonos son valores que en su mercado secundario necesariamente deben ser operados por las casas de bolsa a través del piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

Pueden ser adquiridos por personas físicas o morales; inclusive extranjeros. La única restricción que ha existido fue en la segunda emisión de 1979, que no pudo ser adquirida por extranjeros. Sin embargo, dicha restricción se refirió exclusivamente al mercado primario.

El valor actual unitario nominal es de 10,000 pesos. Sin embargo, desde la primera emisión, en abril de 1977, hasta la décima emisión, en abril de 1985, el valor unitario fue de 1,000 pesos.

II.8. BONOS DEL GOBIERNO FEDERAL PARA EL PAGO DE LA INDEMNIZACION BANCARIA, 1982 (BIB's 82).

Los bonos de indemnización bancaria nacieron a raíz de la expropiación de la banca privada mexicana, el 10. de septiembre de 1982. Por acuerdo publicado en el Diario Oficial de la Federación el 4 de julio de 1983, el Gobierno Federal decidió emitir bonos gubernamentales por un monto idéntico al correspondiente a la suma total del valor, determinado para tal

efecto, de cada uno de los bancos sujetos de la expropiación. El valor de expropiación fue determinado por un comité de evaluación constituido específicamente con dicho objeto.

El Ejecutivo Federal autorizó la constitución del Fideicomiso para el Pago de la Indemnización Bancaria, en el que participa como fideicomitente del Gobierno Federal la Secretaría de Programación y Presupuesto y como fiduciario el Banco de México, el cual tiene entre otros fines, el de cubrir por cuenta del Gobierno Federal la citada indemnización y operar un mecanismo administrativo eficiente que permita a los interesados acreditar su derecho a la indemnización, efectuar la entrega de los comprobantes de ese derecho y canjearlos por Bonos del Gobierno Federal para el pago de la misma.

La emisión de los bonos estuvo a cargo de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público actuando a nombre del Gobierno Federal, y fue hasta por el monto necesario para cubrir el capital de dicha indemnización más los intereses que se hubieren devengado del 1o. de septiembre de 1982 al 31 de agosto de 1983. Los mismos son nominativos, devengan intereses y están garantizados, en su pago, directa e incondicionalmente, por el Gobierno Mexicano.

Su valor nominal es de 100 pesos. El plazo de su amortización vencerá el 31 de agosto de 1992 y tuvieron un periodo de gracia hasta el 31 de agosto de 1985.

Se previó que las amortizaciones se realizarán en siete pagos por anualidades vencidas, habiendo correspondido el inicial el primero de septiembre de 1986, de los cuales los seis primeros equivalen al 14% de su valor y el séptimo al 16% restante.

Los intereses que devengan son sobre saldos insolutos a partir del primero de septiembre de 1983; pagaderos trimestralmente, los días primero de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año.

Ha quedado también establecido que las tasas y, en su caso, sobretasas de interés que devenguen los bonos serán equivalentes al promedio aritmético de los rendimientos máximos que las instituciones de crédito del país estén autorizadas a pagar por depósitos en moneda nacional a plazo de 90 días, correspondientes a las cuatro semanas inmediatas anteriores a la fecha de pago.

En el caso de que las autoridades competentes dejen de fijar dichas tasas máximas, se aplicarán a estos bonos las tasas más representativas en el mercado para tales depósitos.

El tratamiento fiscal que se les da a los rendimientos que generan tales valores, será igual al relativo a los depósitos bancarios de dinero a plazo de 90 días.

Los bonos se inscribieron en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y se cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

II.9. BONOS DE RENTA FIJA A PLAZO INDEFINIDO.

A principios de 1982, el Congreso de la Unión aprobó un decreto que faculta al Ejecutivo Federal, por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, para emitir Bonos de Renta Fija a Plazo Indefinido.

Según ese decreto, estos Bonos serían títulos de crédito al portador y a cargo del Gobierno Federal, representados por títulos que ampararían uno o más bonos (títulos múltiple).

Dichos Bonos otorgarían a sus tenedores el derecho a percibir, por tiempo indefinido, una renta que se determinaría aplicando al "valor de los bonos" un porcentaje fijado por el emisor no superior al 6 por ciento anual.

La renta sería pagadera periódicamente sin que los intervalos entre cada pago excedieran de un año.

El "valor de los bonos" se determinaría incrementando la suma correspondiente a su valor nominal en la misma proporción en que, a partir de la fecha de emisión, aumente el Índice Nacional de Precios al Consumidor elaborado por el Banco de México.

En dicho decreto se prevé que el emisor se reservará la facultad de redimir en cualquier tiempo Bonos en circulación. Asimismo, también se señala que dichos Bonos se mantendrán en todo tiempo depositados en el Instituto para el Depósito de Valores, quien actuará como agente exclusivo del Gobierno Federal para el servicio del pago de rentas y redención de los Bonos.

En su momento estos Bonos no se emitieron al parecer por el temor a que propiciaran la generalización de mecanismos de indización. A nuestro modo de ver, esa decisión fue acertada por que es preferible adoptar políticas que controlen la inflación, que políticas de indización que estén encaminadas a permitir vivir con la inflación; además de que los sistemas de indización están a menudo asociados con toda una gama de problemas de ajuste.

Sin embargo, tomando en cuenta que toda conclusión al respecto debe hacerse con ciertas reservas, a continuación mencionaremos algunos de los argumentos que en esa oportunidad se tomaron en cuenta para crear estos Bonos:

- La necesidad de un instrumento de inversión a largo plazo para ahorradores que requieren de una renta con poder adquisitivo constante para satisfacer sus necesidades económicas y muy particularmente para empresas cuya actividad comprende el operar esquemas de pensiones, de seguros de vida u otros similares;

- Que este instrumento aportaría a la economía nacional cuantiosos recursos que, por la permanencia en su captación, son los más apropiados para financiar proyectos cuya maduración y amortización requieren de tiempo prolongado, y

- Que un rendimiento como el sugerido en los Bonos -normalmente superior al que han tenido los valores de renta fija en México- no implica un costo excesivo, si se tiene en cuenta que es relativamente fácil identificar proyectos de inversión que rindan más del 6 por ciento anual en términos reales.

CAPITULO III

COLOCACION Y OPERACION DE VALORES GUBERNAMENTALES

III.1. MERCADO DE VALORES.

Tradicionalmente se ha definido el mercado de valores como el ámbito al cual concurren las empresas y los inversionistas para la emisión y compraventa de valores. De una manera más sencilla, Giorgiana Frutos lo define simplemente como la compra y venta de títulos de crédito.(1)

Sin embargo, como bien dice el Licenciado Sáenz Viesca, "aun y cuando todos los títulos-valor tienen la característica común de su negociabilidad, no todos ellos serán objeto de negociación en las bolsas de valores; para que tengan la posibilidad de serlo deberán ser emitidos en masa, y poseer ciertas características genericas como las de conferir iguales derechos a sus tenedores, tener el mismo valor y, ser fungibles".(2)

En este sentido, nuestra Ley de Mercado de Valores, en su artículo 30. dice: "son valores las acciones, obligaciones y demás títulos de crédito que se emitan en serie o en masa."

-
- (1) GIORGIANA FRUTOS, VICTOR. "Derecho Bancario". Ed. Porrúa, México, 1984, pág. 231.
 - (2) SAENZ VIESCA, J. op. cit. pág. 25.

"El régimen que establece la presente Ley para los valores y las actividades realizadas con ellos, también será aplicable a los títulos de crédito y a otros documentos que sean objeto de oferta pública o de intermediación en el mercado de valores, que otorguen a sus titulares derechos de crédito, de propiedad o de participación en el capital de personas morales."

"Se prohíbe la oferta pública de cualquier documento que no sea de los mencionados en este artículo."

Por oferta pública (3) se entiende a toda aquella que se haga por algún medio de comunicación masiva o a persona indeterminada para suscribir, enajenar o adquirir títulos de los mencionados en el artículo 3o. de la Ley. Y por intermediación (4) a la realización habitual de: operaciones de correduría, de comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y demanda de valores; operaciones por cuenta propia, con valores emitidos o garantizados por terceros respecto de los cuales se haga oferta pública; y la administración y manejo de carteras de valores propiedad de terceros.

Por otra parte, tenemos que en nuestro país para que un valor pueda tener las características de bursatilidad y de esta forma circular entre el gran público inversionista, es menester, además, y por disposición expresa del artículo 11 de la

(3) Artículo 2o., Ley del Mercado de Valores.

(4) Artículo 4o., Ley del Mercado de Valores.

Ley del Mercado de Valores que esté inscrito en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Registro que únicamente se otorga a aquellos valores que hubieren cumplido, y mantengan -tanto éstos como sus emisores- una serie de requisitos que al efecto establecen tanto la mencionada Ley como ciertas disposiciones reglamentarias de la misma.

Quedan exentos de cumplir con estos requisitos, para el logro de su inscripción en el mencionado Registro, los valores emitidos o garantizados por el Gobierno Federal, por las instituciones de crédito y de seguros, por las organizaciones auxiliares del crédito y por las sociedades de inversión.(5)

En relación a este Registro, es pertinente señalar que la inscripción no garantiza la bondad de los títulos ni la solvencia de emisores o agentes, sino sólo el cumplimiento de las disposiciones aplicables y el logro de una garantía adecuada de información. Información que garantizan los emisores de los valores mencionados en el párrafo anterior al cumplir con las disposiciones legales que los regulan.

En forma general, el papel del mercado de valores es el de complementar por medio del mercado de capitales y del de dinero, otras formas de financiamiento para la economía. El mercado de valores busca capitalizar y financiar directamente a

(5) CFR. Artículo 15, Ley del Mercado de Valores.

las empresas o al gobierno, estableciendo precios de los activos financieros que ahí se comercian.

La principal contribución de una bolsa de valores a la economía de un país es la gran liquidez y movilidad que proporciona a los títulos inscritos en la bolsa. Además, proporciona los siguientes beneficios: democratiza el capital, diversifica las fuentes de financiamiento de las distintas unidades económicas, amplía la gama de instrumentos de inversión y busca la adecuada capitalización de las empresas.

Dentro del mercado de valores en general, existen a su vez, dos diferentes aspectos de mercado, que son: el mercado bursátil y el extrabursátil. Se dice que hay mercado bursátil cuando las operaciones con valores se realiza en el piso de la Bolsa Mexicana de Valores y, se dice que hay mercado extrabursátil cuando dichas operaciones se realizan fuera del piso de remates de la Bolsa.

Asimismo, la Ley prevé que las casas de bolsa canalicen obligatoriamente por Bolsa las operaciones con valores inscritos en ésta y que puedan operar en el mercado extrabursátil, cuando los valores no estén inscritos en la Bolsa de Valores.

Al respecto, la Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores de 1975 menciona que "las bolsas constituyen un instrumento excelente para propiciar la aproximación a un mercado perfecto, en el cual todos los participantes tengan

acceso a información completa sobre las ofertas, demandas y operaciones. Sin embargo, esas instituciones no deben confundirse con el mercado mismo, ya que éste tiene un significado más amplio al ser el mecanismo que, por cualquier medio, pone en contacto la oferta y la demanda."

Por otra parte, dentro del mercado bursátil existen operaciones que se pueden efectuar fuera del piso de la Bolsa, entendiéndose por disposición legal, como si su operación se hubiere efectuado en el seno de la misma; este supuesto comprende a los valores que integran el denominado mercado de dinero y que, por motivos de la agilidad y rapidez que requiere su negociabilidad, sobrepasan al sistema de las operaciones que se realizan "por bolsa", aun y cuando las operaciones se registren en ella.

También dentro del mercado bursátil podemos distinguir dos grandes sectores: el mercado de dinero y el mercado de capitales. Esta diferenciación es en razón del plazo, liquidez, tipo de riesgo y monto de las operaciones que se cotizan dentro de cada mercado.

Al mercado de capitales, lo conforma la oferta y demanda de recursos a medio y largo plazo. Dentro de este mercado se cotizan principalmente las acciones y obligaciones; permitiendo al inversionista, en algunos casos, participar en el capital de la entidad emisora y posibilita su participación en la administración en cuanto a las decisiones de dividendos y

utilidades. A este mercado se concurre generalmente con un ánimo completamente especulativo, ya que en razón del plazo se tiene una menor liquidez.

Por el contrario, podemos definir al mercado de dinero como un mercado compuesto de oferentes y demandantes de recursos económicos a corto plazo, al mayoreo, de gran liquidez, de riesgo mínimo y cuyo destino es financiar principalmente la deuda pública o privada.

Este mercado permite la determinación de las tasas de interés que reflejen las condiciones de oferta y demanda de dinero y llevar a cabo actividades de regulación monetaria para ajustar la liquidez del sistema económico.

En la actualidad, debido a la inflación, devaluaciones e incertidumbre, el mercado de dinero ha cobrado gran importancia ya que posibilita las inversiones a muy corto plazo y con gran liquidez.

Los principales títulos que se cotizan dentro del mercado de dinero son: los Certificados y Pagarés de la Tesorería de la Federación, las Aceptaciones Bancarias, el Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento, el Papel Comercial, el Papel Comercial Extrabursátil, y el Papel Comercial con aval bancario.

Otra diferencia que se hace dentro del mercado de valores es aquella que se refiere al mercado primario y al

mercado secundario; entendiéndose por mercado primario la primera colocación de valores, es decir aquélla que realiza el emisor, y por mercado secundario, las subsecuentes operaciones de compraventa que se realicen con dichos valores.

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

Por último, también podemos distinguir en el mercado, valores de renta fija y valores de renta variable. Se conocen como instrumentos de renta fija, a los que tienen un rendimiento y condiciones de pago preconocidas; recientemente el concepto de fija ha cambiado pues con frecuencia los rendimientos ya no son fijos, sino que están indizados a otros factores. Aunque si bien el rendimiento no está determinado si es determinable. Los de renta variable son aquellos instrumentos cuyo rendimiento no se conoce y puede inclusive no existir, o ser pérdida. Los valores típicos de este tipo de renta son las acciones. (6)

(6) CORTINA ORTEGA, Gonzalo. "Prontuario Bursátil y Financiero". Editorial Trillas, México 1986. Pág. 133.

Es oportuno mencionar que los intermediarios naturales del mercado de valores son las casas de bolsa, quienes realizan su función a través de las diferentes operaciones que se encuentran señaladas en el artículo 22 de la Ley del Mercado de Valores.

Sin embargo, la participación de la banca en el mercado de valores ha sido muy importante. En un principio el concepto de mercado de valores estaba íntimamente ligado al sistema bancario, careciendo prácticamente de autonomía. No fue sino con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores en 1975 y en particular con la reforma de 1984, en la que se desvincula patrimonial y operativamente a las casas de bolsa de los bancos, con la que se inicia una vida más independiente del mercado de valores.

No obstante, la banca ha continuado participando a través de diversas fórmulas en el desarrollo del mercado de valores; manifestándose hoy en día en las operaciones que ésta realiza en sus "mesas de dinero", así como en sus fideicomisos de inversión y para el otorgamiento de créditos, a través de los cuales se captan recursos del público, fundamentalmente de tesorerías de empresas y casas de bolsa, mismos que son invertidos en fondos integrados por valores bursátiles y/o bancarios o en instrumentos del mercado de dinero.

Actualmente estas operaciones, con objeto de obtener transparencia, seguridad, información completa y confiable, así como, en su caso, sujetar estos mecanismos a los lineamientos de política que dicten las autoridades financieras, se encuentran reguladas por el Banco de México.

Por otra parte, de conformidad con lo señalado en el artículo 62 de la Ley Bancaria -en relación con el artículo 12 y demás relativos de la Ley del Mercado de Valores-, las operaciones con valores que realicen las instituciones de crédito en el mercado secundario, deberán celebrarse con intermediación de casas de bolsa, aun tratándose de fideicomisos, mandatos o comisiones administrados en la misma institución.

Asimismo, de acuerdo con lo previsto en el artículo 84, fracción XVIII, inciso a), de la propia Ley Bancaria, las instituciones de crédito tienen prohibido celebrar -en cumplimiento de fideicomisos, mandatos o comisiones- operaciones de compraventa de valores con la propia institución, salvo que se trate de la colocación primaria de valores o instrumentos emitidos, aceptados o garantizados por la misma institución.

III.2. COLOCACION DE VALORES DEL GOBIERNO FEDERAL.

III.2.1. Colocación de CETES, PAGAFES Y BONDES.

Por lo que se refiere a la colocación de estos títulos, tanto el decreto que los crea como la Ley Orgánica del Banco de México en su artículo 8 fracción III, disponen que dicho Banco Central actuará como agente exclusivo del Gobierno Federal

para la colocación, redención y, en su caso, pago de intereses de los mismos.

En cumplimiento de los ordenamientos citados, el Banco de México, actuando por cuenta y orden del Gobierno Federal -es decir, en representación de éste- se encarga de la colocación de los CETES, PAGAFES y BONDES. Esto lo lleva a cabo de conformidad con los acuerdos del "Comité de Emisión" al que ya me referí, el cual se encargará de las emisiones y de las condiciones de su colocación.

Sobre el particular, el Banco de México, siguiendo las políticas y los lineamientos establecidos al efecto por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, expidió el 10 de julio de 1986, el 15 de agosto de ese mismo año y el 10. de octubre de 1987, las reglas para la colocación de CETES, PAGAFES y BONDES, respectivamente.

Conforme a tales reglas, estos títulos se colocan bajo la mecánica de subastas, es decir son vendidos "al mejor postor". Con base en dicha mecánica, las casas de bolsa, los bancos y otros postores autorizados pueden presentar sus posturas en función de la tasa de descuento -en el caso de CETES y PAGAFES- o precio unitario -para BONDES- a los que estén dispuestos a adquirir los títulos. El rendimiento de estos títulos lo determina el mercado, principalmente en función de: los rendimientos de otros instrumentos de inversión, de la oferta

y demanda existente, y en el caso de PAGAFES de las expectativas que se tengan respecto al desliz cambiario.

Las casas de bolsa y los otros postores autorizados por el Banco de México -instituciones de seguros y fianzas- deberán actuar siempre por cuenta propia, las instituciones de crédito por cuenta propia y por cuenta de terceros.

El Banco de México dará a conocer en las convocatorias a las subastas, las características de éstas y de los títulos objeto de las mismas. Dichas convocatorias podrán referirse a emisiones de distintos plazos.

En base a esto los interesados podrán formular sus posturas, las cuales podrán ser competitivas y no competitivas:

Son competitivas aquéllas en las que el postor propone un monto y la tasa de descuento o el precio unitario -para BONDES-, al que desea adquirir los títulos objeto de la subasta; y no competitivas son aquéllas en las que el postor solicita un monto y expresa su conformidad para que el precio unitario de cada título sea la tasa de descuento o el precio promedio, ponderado de la subasta.

Las posturas deberán presentarse especificando el monto, a valor nominal, de los títulos solicitados; en cantidades redondeadas a cinco millones de pesos o múltiplos de esa cantidad, si se trata de CETES y BONDES, y en cantidades

redondeadas a diez mil dólares de los EE.UU.A., o múltiplos de esta cantidad si se trata de PAGAFES.

Las posturas tienen una fecha y hora límite para su presentación, y tendrán carácter de obligatorias e irrevocables para el postor que las presente.

El Banco de México podrá dejar sin efecto la solicitud o las posturas que reciba si las mismas no se ajustan a las reglas que emite o si se encuentran incorrectas. Asimismo, las puede rechazar si la participación de las mismas pudieren producir efectos inconvenientes en los objetivos de regulación crediticia, de financiamiento al Gobierno Federal, así como de un sano desarrollo del mercado de valores en particular y del mercado financiero en general.

En relación al monto de las posturas existen una serie de límites, entre los que tenemos:

a) La suma de los montos de las posturas competitivas que presente cada postor para la subasta definida en cada convocatoria, no deberá rebasar el 60% en el caso de BONDES y PAGAFES y del 40% en el de CETES, del monto máximo ofrecido para dicha subasta.

b) La suma de los montos para cada una de las posturas competitivas que presenten las casas de bolsa, tampoco deberá exceder del equivalente a 100 veces el capital global del postor

de que se trate. Tratándose de PAGAFES el equivalente a dicho capital deberá estar expresado en dólares de los EE.UU.A.

Por capital global de las casas de bolsa se entiende: su capital pagado y reservas de capital, primas sobre acciones, utilidades (pérdidas) por aplicar, utilidad (pérdida) del ejercicio y la cuenta de actualización patrimonial, más el 50% de la plusvalía o menos el 100% de la minusvalía de su cartera de valores y documentos inscritos en la sección de valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, estimada a precio de mercado. (7)

Para efectos de estos límites se considerarán todas las posturas competitivas que presente cada postor, independientemente de que estén referidas a distintas emisiones y, tratándose de instituciones de crédito, sean tanto por cuenta propia como por cuenta de terceros.

En relación al procedimiento de asignación, éste operará como sigue:

Primero se aceptaran las posturas no competitivas, sin exceder los montos mínimos garantizados para cada postor señalados en la convocatoria correspondiente.

(7) Circular 10-85 de la Comisión Nacional de Valores de fecha 22 de enero de 1986.

En el caso de que la suma de las posturas no competitivas presentadas por las instituciones de crédito, por cuenta propia y por cuenta de terceros, para una misma emisión, sea mayor al monto mínimo garantizado para esa emisión, se aceptarán dichas posturas, a prorrata de su monto, sin exceder el monto mínimo garantizado para cada postor.

Posteriormente, al monto máximo indicado en la convocatoria se le restará la cantidad asignada a las posturas no competitivas y el resultado así obtenido se distribuirá entre las posturas competitivas conforme al orden ascendente de las correspondientes tasas de descuento, para CETES y PAGAFES, y conforme al orden descendente de los correspondientes precios unitarios, en el caso de BONDES.

En el caso de que la convocatoria de CETES y PAGAFES se refiera a emisiones de distintos plazos, se calcularán las "tasas de referencia" equivalentes a cada una de las tasas de descuento de todas las posturas competitivas de todas las emisiones a distintos plazos.

En caso de haber posturas empatadas a cualquier nivel de tasa o de precio y el monto por asignar no fuere suficiente para atender tales posturas, las mismas se atenderán a prorrata de su monto.

Asimismo, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público podrá determinar, a través del Banco de México, en cada subasta: a) la "tasa de descuento máxima", tratándose de

convocatorias referidas a CETES o PAGAFES de una misma emisión; b) la "tasa de referencia máxima", respecto de convocatorias correspondientes a CETES o PAGAFES de distintas emisiones; o c) el precio mínimo, tratándose de BONDES; al que esté dispuesto a colocar los títulos de que se trate. En estos casos, las posturas competitivas con tasas mayores o con precios menores no serán atendidas.

Los títulos asignados a cada postor serán depositados en la cuenta que el Banco de México les lleve.

III.2.2. Colocación de Petrobonos y BIB's.

Los Petrobonos son emitidos y colocados por Nacional Financiera, S.N.C., en su calidad de fiduciaria. Ello lo lleva a cabo de conformidad con los acuerdos del Comité Técnico y de Distribución de Fondos del Fideicomiso de Petrobonos.

Los Petrobonos son ofrecidos en subastas a las casas de bolsa e instituciones de crédito; éstas últimas podrán presentar posturas por cuenta propia y por cuenta de terceros, las cuales deberán presentarse por separado.

Los solicitantes podrán presentar posturas hasta por la totalidad de los certificados ofrecidos. Las posturas se asignan de mayor a menor precio hasta agotar los certificados subastados, y en caso de posturas a precios iguales y que el

remanente distribuible no sea suficiente para atenderlas, éstas se atenderán a prorrata.

La fiduciaria se reserva el derecho a rechazar aquellas posturas cuyo precio sea inferior al que la Secretaría de Hacienda le comunique a través de su representante en el Comité Técnico. Asimismo, las posturas presentadas tendrán el carácter de obligatorias e irrevocables para el postor.

En relación a los Bonos de Indemnización Bancaria, el Ejecutivo Federal autorizó la constitución del "Fideicomiso para el Pago de la Indemnización Bancaria", en el que participa como fiduciario el Banco de México. Dicho fideicomiso tiene a su cargo tanto la emisión de los bonos, como el pago de la indemnización a nombre del Gobierno Federal y de la Secretaría de Programación y Presupuesto.

El mercado primario de estos títulos lo constituyeron los accionistas de las instituciones de crédito nacionalizadas, los cuales acudieron a las instituciones y casas de bolsa señaladas por la fiduciaria para canjear los títulos de las acciones y cupones de que fueron titulares por Bonos del Gobierno Federal, con valor nominal equivalente.

Estos títulos son inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y cotizados en la Bolsa Mexicana de Valores. El acuerdo que los crea prevé que la fiduciaria puede encargar su manejo al S.D. Indeval, S.A. de C.V.

III.3. MERCADO SECUNDARIO DE LOS VALORES DEL GOBIERNO FEDERAL.

III.3.1. Mercado Secundario de CETES, PAGAFES y BONDES.

Una vez emitidos y colocados los títulos, se busca que éstos tengan un mercado secundario amplio y eficiente. Esto significa que el mercado deba ser competitivo, permita establecer un estrecho contacto entre la oferta y la demanda y logre la máxima liquidez posible para el inversionista.

Por otra parte, considerando el marco institucional mexicano, especialmente las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, el mercado secundario habrá de hacerse fundamentalmente a través de las casas de bolsa y de la Bolsa Mexicana de Valores. Según dicha Ley, los agentes de valores son las únicas entidades que pueden dedicarse habitualmente a la intermediación en el mercado de títulos (artículo 12 LMV). (8)

Con ese objeto, para que estos títulos puedan negociarse en la Bolsa con la intervención de casas de bolsa, dichos títulos se encuentran inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. En atención a que en este caso el emisor es el Gobierno Federal, como ya se dijo, para la

(8) Con excepción de las operaciones que realicen sociedades operadoras de sociedades de inversión y las operaciones previstas en los incisos b) y c) del artículo 4o. de la LMV, que realicen personas facultadas para ello por disposiciones de carácter general que emita la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

inscripción de los mismos basta la comunicación correspondiente a la Comisión Nacional de Valores, según se indica en el artículo 15 de la Ley del Mercado de Valores. Asimismo, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público ha resuelto que las operaciones con estos títulos que las casas de bolsa celebren con el público inversionista, fuera de la bolsa, se consideren realizadas a través de la misma, siempre y cuando se registren en la Bolsa Mexicana de Valores y se den a conocer al público en general.

En este orden de ideas es importante puntualizar, como anteriormente mencionamos, que cuando una institución de crédito adquiere títulos por cuenta propia, en el mercado primario, los puede mantener hasta su vencimiento o negociarlos en el mercado secundario a través de casas de bolsa.

En el evento de que los adquieran por cuenta de terceros, es decir, en cumplimiento de fideicomisos, mandatos o comisiones, las instituciones de crédito pueden cobrar a sus clientes una comisión por ese concepto.

En todo caso, la celebración de operaciones con estos títulos por parte de las instituciones de crédito, ya sea por cuenta propia o de terceros, en el mercado secundario, invariablemente deberán llevarse a cabo a través de casas de bolsa en cumplimiento de lo dispuesto en los artículos 37 y 62 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, siendo, estas operaciones únicamente de compraventa, de reporto y

de depósito en administración, mismas que se celebrarán fuera del piso de la Bolsa Mexicana de Valores.

Respecto del reporto vale la pena mencionar que las instituciones de crédito podrán actuar como reportadoras o como reportadas.

Al efecto, hay que recordar que tratándose de las instituciones de crédito, de acuerdo con las disposiciones de las Leyes Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito y Orgánica del Banco de México, específicamente en los artículos 32 y 14, respectivamente, compete al Banco de México regular las características de las operaciones pasivas, activas y de servicios de las referidas instituciones. En virtud de lo anterior, el Banco Central es el órgano competente para reglamentar las operaciones de reporto que celebren dichas instituciones.

En relación con las casas de bolsa su participación en el mercado secundario se encuentra regulada en circulares de la Comisión Nacional de Valores, expedidas conjuntamente con el Banco de México.(9)

(9) Mediante circulares 10-79, 10-93 y 10-99 se dieron a conocer a las casas de bolsa las reglas a las que habrán de sujetarse en sus operaciones con Certificados y Pagares de la Tesorería de la Federación así como con Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal.

De acuerdo con estas circulares, las operaciones entre casas de bolsa sólo podrán ser de compraventa y de reporto y, con objeto de conseguir transparencia en el mercado y de que los diferenciales entre cotizaciones de compra y de venta tiendan a ser pequeños, se ha dispuesto que estas operaciones -entre casas de bolsa- se realicen precisamente en el piso de la Bolsa, lo cual permite establecer un estrecho contacto entre la oferta y la demanda de los valores de que se trata.

Las operaciones que las casas de bolsa celebren con el público en general y con el Banco de México, serán de compraventa, de reporto y de depósito en administración. Aquéllas que celebren con las instituciones de crédito del país serán exclusivamente de compraventa y de reporto.

Las operaciones que las casas de bolsa celebren con su clientela -es decir, con el público en general, con el Banco de México y con las instituciones de crédito del país- deberán efectuarse fuera de la Bolsa.

En estas operaciones las casas de bolsa actuarán por cuenta propia, salvo en el depósito en administración en el Banco de México, en el que actuarán por cuenta propia o de terceros, según corresponda.

Debe destacarse que, por su volumen e importe, las operaciones de reporto son las que predominan en el mercado secundario. La razón fundamental para el uso intensivo del

reporto, principalmente de CETES, se encuentra en la satisfacción que ofrece a las necesidades del mercado.

Para estar en posibilidad de comprender el reporto de estos títulos, es necesario que realicemos ciertas consideraciones que nos permitan entender con mayor claridad las diversas disposiciones que rigen a este tipo de operaciones.

La Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito define al reporto como aquella operación en virtud de la cual "el reportador adquiere por una suma de dinero la propiedad de títulos de crédito, y se obliga a transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie en el plazo convenido y contra reembolso del mismo precio, más un premio" (artículo 259). Dicho premio queda en beneficio del reportador, salvo pacto en contrario. En caso que el premio se pactara a favor del reportado, estaríamos frente a lo que algunos autores denominan deporte.

Independientemente de la naturaleza jurídica del reporto, éste representa, desde un enfoque económico, el otorgamiento de un crédito por parte del reportador al reportado, que se encuentra garantizado por los títulos de crédito que este último transfiere a aquél. La característica referente a la transmisión del derecho de propiedad de los valores objeto de reporto, hace que este contrato sea más conveniente para el acreedor en relación a otros tipos de contratos, como por ejemplo, el de préstamo o mutuo con prenda de títulos valor, pues

en el primero al ser el reportador dueño de dichos títulos en caso de incumplimiento por parte del reportado, puede disponer libremente de los mismos; mientras que en el supuesto de incumplimiento del deudor, tratándose del mencionado préstamo, para poder hacer efectiva la prenda se requerirá, generalmente, la intervención de los órganos judiciales.

Por disposición expresa de la ley, el plazo de reporto sobre títulos no puede extenderse a más de 45 días y toda estipulación en contrario no surte efectos, lo que hace que esta operación sea un medio adecuado para obtener financiamientos a corto o muy corto plazo. Sin embargo, el reporto puede prorrogarse cuantas veces se desee, sin celebrar nuevos contratos, bastando al efecto el acuerdo de las partes.

Hay que tener presente que las operaciones de reporto implican el otorgamiento de un crédito y, como toda operación de crédito, llevan en consecuencia aparejado un riesgo. Por tal razón, el Banco de México debe considerar con que valores se pueden efectuar operaciones de reporto, con quién y en calidad de qué -reportador y/o reportado-, hasta por que montos máximos las casas de bolsa pueden efectuar las operaciones de que se trata, así como las demás características de este tipo de operaciones.

De tal forma, el Banco de México, con fundamento en los artículos 22 fracción IV inciso c) y 22 bis de la Ley del Mercado de Valores, está facultado para regular las operaciones

de reporto sobre valores que realicen las casas de bolsa y para establecer reglas especiales a las que dichas operaciones habrán de sujetarse.

El artículo 22 bis, recientemente adicionado a la Ley del Mercado de Valores, dispone que si el día en que el reporto deba liquidarse el reportado no liquida la operación ni ésta es prorrogada, se tendrá por abandonada y el reportador podrá exigir desde luego al reportado el pago de las diferencias que resulten a su cargo, extinguiéndose con esto la obligación del reportador de transferir al reportado la propiedad de otros tantos títulos de la misma especie. Con anterioridad a la citada adición, se tenía por abandonado el reporto y el reportador podía exigir al reportado el pago de las diferencias a su cargo, si el primer día hábil siguiente a la expiración del plazo en que el reporto debía liquidarse éste no se liquidaba, ni se prorrogaba; sin que por este motivo se especificara que deberían cubrirse intereses por los días que mediaran entre la fecha de vencimiento del reporto y el referido día hábil inmediato siguiente. Lo que ocasionaba que en el evento de que se concretara el supuesto indicado, se pactara un premio extraordinario para compensar esos días.

Una vez hechas las consideraciones anteriores, podemos comenzar nuestro análisis de las circulares que reglamentan las operaciones de reporto que realizan las casas de bolsa.

Las casas de bolsa podrán actuar como reportadas y como reportadoras en las operaciones con valores gubernamentales que celebren con el Banco de México, con instituciones de crédito o con otras casas de bolsa; y sólo podrán actuar como reportadas en las operaciones con dichos valores que realicen con el público en general. en las que pueden actuar como reportadas y como reportadoras. La razón de esta prohibición es porque si las casas de bolsa realizaran, con el público en general, operaciones de reporto como reportadas y como reportadoras, realmente estarían realizando una intermediación bancaria, es decir, estarían captando recursos de los ahorradores para colocarlos en el público; ámbito éste exclusivamente otorgado por la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito a las instituciones de crédito (artículo 82).

Tratándose de PAGAFES, el precio de los reportos podrá pactarse en dólares o en moneda nacional. En el caso de que el precio se pacte en moneda nacional, se calculara la equivalencia en dólares de los EE.UU.A., de dicho precio y del premio respectivo, al tipo de cambio controlado de equilibrio publicado en el Diario Oficial de la Federación el día hábil bancario inmediato anterior a aquél en que se celebre el reporto.

Los plazos de los reportos, así como sus prórrogas, no podrán ser menores de uno ni mayores de cuarenta y cinco días, excepto tratándose de PAGAFES cuyo precio se pacte en moneda nacional, los cuales, por razón del riesgo cambiario y de tasas de interés, no deberán ser menores de uno ni mayores de

siete días. Tampoco podrán extenderse más allá de la correspondiente fecha de vencimiento de los títulos objeto de las operaciones que nos ocupan.

En general, estas operaciones no podrán liquidarse anticipadamente, excepto cuando se trate de operaciones concertadas con el Banco de México, instituciones de crédito, u otras casas de bolsa, o que en el caso de operaciones celebradas con el público, se cumplan ciertos requisitos, como son el que simultáneamente a la operación de reporto que se liquide, se celebre una nueva operación de reporto en la que el reportado transmita al reportador títulos de una emisión distinta a aquélla a la que corresponda de acuerdo a la operación objeto de liquidación anticipada; que el plazo de la nueva operación sea igual al número de días que falte por transcurrir entre la fecha de terminación anticipada y el vencimiento del plazo establecido en el contrato anterior.

El monto conjunto de las operaciones de reporto que celebren las casas de bolsa como reportadas y reportadoras, en ningún caso deberán exceder, respectivamente, de 50 y 25 veces el capital global de la casa de bolsa de que se trate. Estos límites comprenden el monto conjunto de operaciones del mismo tipo sobre Cetas, Pagafes, Bonos, Aceptaciones Bancarias, Papel Comercial con aval bancario, Pagares con Rendimiento Liquidable al Vencimiento, Bonos del Gobierno Federal para el Pago de la Indemnización Bancaria, 1982, y Bonos Bancarios para la Vivienda.

Desde el punto de vista económico, las operaciones de reporto pueden ser muy útiles y aún indispensables para alcanzar ciertos propósitos. Además de que por sus características el reporto se adecúa a los requerimientos de los diversos participantes en el mercado, tales como:

- El Banco de México ha utilizado el reporto para actuar como tomador o cedente de títulos en última instancia y para intervenir en operaciones de mercado abierto, influyendo temporalmente en el nivel de liquidez en la economía. Asimismo, maneja la tasa premio de los reportos como elemento regulador del mercado.
- Los clientes de las casas de bolsa encuentran en el reporto una operación que les ofrece rendimiento cierto a plazo fijo y liquidez asegurada en el plazo requerido. Estas características se adaptan al manejo eficiente de los excedentes de tesorería de las empresas.
- Las instituciones de crédito encuentran en el reporto, las mismas ventajas que las empresas.
- Las casas de bolsa tienen un instrumento de inversión atractivo para sus clientes, que les permiten financiar posiciones grandes de títulos, y un mecanismo que, bien manejado, les permite aumentar sus ganancias en las operaciones de intermediación.

Hay que recalcar que las operaciones de reporto que realiza el Banco de México las hace principalmente con CETES.

En cuanto a la compraventa, ésta se realiza en forma consensual y al contado.

En relación a los depósitos en administración, tema que ya tratamos en el capítulo II, sólo nos basta con repetir que estos títulos no se manejan físicamente, sino que son depositados en administración en el Banco de México y que éste, a su vez, lleva cuentas de estos títulos a las casas de bolsa, a las instituciones de crédito, de seguros y de fianzas, en las cuales registra el saldo que cada una de estas entidades tenga a su favor, de cada emisión. Los trasposos entre dichos adquirentes se efectúan por simples cargos y abonos que el Banco Central hace a las cuentas de los respectivos cedentes y adquirentes.

En los depósitos en administración en el Banco de México, las casas de bolsa actuarán por cuenta propia o de terceros, según corresponda. Esta separación responde a la necesidad de proteger a los inversionistas.

Respecto de las operaciones de compraventa y de reporto, la fecha de entrega de los valores y fondos concernientes debe efectuarse a más tardar el día hábil inmediato siguiente al de la contratación correspondiente, con efectos legales a ese día hábil siguiente (valor 24 horas). Sin embargo, mediante acuerdo de las partes, podrán celebrarse operaciones

"valor mismo día" en las cuales la transferencia de los títulos y de los fondos respectivos se efectúa el mismo día de contratación de la operación, consecuentemente esta operación empieza a generar rendimientos desde el día en que se pacta y liquida la inversión y no un día después.

Salvo las operaciones de reporto, en ningún otro caso se podrán celebrar operaciones a plazo con estos títulos.

Las casas de bolsa, por razón de que actúan en este mercado exclusivamente por cuenta propia, no pueden cargar a sus clientes comisión alguna en operaciones de compraventa y de reporto con estos títulos; su utilidad está dada por el diferencial entre el valor de compra o adquisición y el valor de venta o redención de los mismos. Tratándose de depósitos en administración, las casas de bolsa cobrarán la comisión que, en su caso, apruebe la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de conformidad con el artículo 28 de la Ley del Mercado de Valores.

Las operaciones de depósito, así como de reporto, que celebren las casas de bolsa con el público en general, deberán documentarse invariablemente conforme a los modelos que el Banco de México establece.

En relación a los posibles adquirentes de estos títulos en el mercado secundario, los decretos que los crean no establecen restricción alguna en cuanto a la naturaleza de los mismos.

Sin embargo, el mercado secundario de CETES y PAGAFES está restringido a los residentes en México; ello en virtud, según lo señalado en las reglas a las que habrán de sujetarse las casas de bolsa en sus operaciones con CETES y PAGAFES, que se prohíbe a las casas de bolsa proporcionar servicio de guarda y administración de estos valores, entre otros, a personas físicas o morales residentes en el extranjero. El motivo de esta disposición era evitar que los flujos de capital del extranjero hacia México o viceversa, mediante la inversión o liquidación de CETES o PAGAFES, según se trate, por parte de residentes en el extranjero, pudieran tener efectos no deseados sobre la regulación monetaria. Empero, esta disposición tenía razón de ser cuando los montos de emisión de estos títulos eran pequeños, no ahora que los montos son altos, por lo que sería conveniente que las autoridades financieras volvieran a considerar la posible adquisición de estos títulos por residentes en el exterior.

III.3.2. Mercado Secundario de Petrobonos y BIB's.

Puesto que, tal como mencionamos anteriormente, para efectos prácticos poseer un Petrobono equivale a tener los derechos de propiedad sobre un monto específico de barriles de petróleo, lo único que se requiere, en principio, para determinar el precio de redención de un Petrobono, es multiplicar el monto de petróleo -expresado en barriles- del Petrobono correspondiente, tanto por el precio del barril del petróleo,

como por el tipo de cambio vigente en la fecha de amortización respectiva. Siendo fija la cantidad de petróleo que ampara cada bono, las dos únicas variables que juegan en la determinación del precio de redención y, en consecuencia, también en la determinación del valor de mercado, en el mercado secundario, son: el tipo de cambio del peso mexicano en relación al dólar y, en algunas ocasiones, el precio de exportación del barril de petróleo ligero mexicano.

Por lo que respecta al tipo de cambio, esto equivale a proteger la inversión contra devaluaciones del peso mexicano frente al dólar. Lógicamente la inversión en un Petrobono se reduce o aumenta en la medida en que el peso esté subvaluado o sobrevaluado en relación al dólar.

Por lo que respecta al precio de exportación, el Petrobono es una inversión con protección hacia abajo, es decir, no existe posibilidad de perder dinero (nominalmente) si se han adquirido los títulos a valor nominal y se retienen algunos meses. Pues en el caso de que el petróleo bajara de precio entraría a funcionar el precio de garantía del barril del petróleo, además, se estarían cobrando los intereses producidos por la inversión.

El Petrobono es el único valor en el mercado financiero mexicano conocido como de renta mixta, porque aunque se conocen las condiciones para su pago y no existe la posibilidad de pérdida ya que está garantizado, en él existen más

variables, en relación a otros valores, para conocer su rendimiento y precio de redención.

La compraventa es la única operación permitida en el mercado de estos valores.

En relación a los Bonos de Indemnización Bancaria, se manejan prácticamente como si fueran una obligación y son considerados valores de renta fija.

Al igual que en los CETES, PAGAFES y BONDES, las operaciones más importantes que las casas de bolsa pueden realizar en el mercado secundario con estos títulos son las de reporto; las cuales se encuentran reguladas en la circular 45-88 dirigida a las casas de bolsa por el Banco de México.

En este tipo de operaciones las casas de bolsa actuarán siempre por cuenta propia y sólo podrán hacerlo como reportadas. Los plazos de estas operaciones, así como sus prórrogas no podrán ser menores de uno ni mayores de cuarenta y cinco días; y en ningún caso podrá convenirse su vigencia más allá de la correspondiente fecha de vencimiento de los títulos reportados. Las operaciones de reporto no podrán liquidarse por anticipado.

Al monto conjunto de las operaciones que celebren las casas de bolsa como reportadas se les aplicará los límites señalados con antelación en relación con este tipo de operaciones sobre CETES, PAGAFES y BONDES.

CAPITULO IV

VALORES GUBERNAMENTALES Y POLITICA MONETARIA

En el transcurso de este trabajo hemos tratado de establecer en forma general los fines principales que cumplen los valores gubernamentales en la política económica de nuestro país y particularmente en nuestro Derecho Financiero. En el primer capítulo vimos a los valores gubernamentales, principalmente, desde la perspectiva de la política fiscal y de deuda pública, trataremos ahora de determinar la relación de estos valores con la política monetaria y crediticia.

En la actualidad los valores gubernamentales, aunque de reciente aparición en nuestro país, cumplen junto con otros instrumentos de política monetaria -fijación de coeficientes de reserva obligatoria o encaje legal, controles selectivos del crédito y operaciones de redescuento- importantes logros en la obtención de objetivos económicos, tanto por lo que se refiere al control de los medios de pago como por representar fuentes de financiamiento para el Gobierno Federal, aunque, como es evidente, cada instrumento tienen características propias distintas que comentaremos a lo largo de este capítulo.

En México es el Banco Central el encargado, a través del ejercicio de sus facultades regulatorias de la moneda y el crédito, de implementar la política monetaria y crediticia,

que señala el Ejecutivo Federal por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, lo que implica, fundamentalmente, manejar la oferta monetaria y participar en el mercado a fin de regular y complementar aspectos importantes para un adecuado desarrollo de la intermediación financiera.(1)

Consecuentemente, la finalidad que debe perseguir el Instituto Central, al participar activamente en los mercados financieros, consiste en hacer compatible la actividad de la intermediación financiera con los objetivos de política económica general, fijados por las autoridades del país.(2)

A partir de la Segunda Guerra Mundial, la institución de la banca central y el concepto de política monetaria han sufrido cambios importantes en varias partes del mundo. Desde esa época los bancos centrales ejercen su iniciativa, con mayor o menor autonomía, en la política monetaria, reconociéndose ésta como complementaria a la política fiscal para propósitos de estabilización financiera y económica.

En México, el Banco Central se fundó en 1925, pero hasta 1932 funcionó, en gran parte, como un banco comercial, porque existía una gran desconfianza entre el público para aceptar los billetes que emitía y porque dirigió sus esfuerzos

(1) BARANDA GARCIA, A. op. cit. pág. 7.

(2) Ibid pág. 6

inmediatos a establecer una red bancaria para ir reeducando al público en las prácticas del crédito bancario. Todavía se recordaba la enorme devaluación del papel moneda ocurrida durante la Revolución de 1910.

A partir de 1932 las circunstancias económicas imperantes en el país -trastornos en la balanza de pagos, disminución de reservas y aumentos del precio del oro- hicieron que el Banco de México empezara a funcionar verdaderamente como un banco central. Su Ley Orgánica de 1936 así lo confirmó: puso atención en el máximo de billetes que se podían emitir, en las operaciones del sistema bancario y en las operaciones con valores del Estado.

Comúnmente las funciones de los bancos centrales han sido: acuñación de moneda, guarda de las reservas metálicas de la nación y de las reservas en efectivo de los bancos comerciales, regulador del mercado de cambios, del crédito y del medio circulante. Y, en concreto, se puede decir que los campos de acción más importantes del Banco de México han sido: control de la oferta monetaria, estabilización del tipo de cambio, orientación selectiva del crédito, concesión de créditos preferenciales mediante fideicomisos y agente financiero del Gobierno Federal en operaciones de crédito interno y externo.

En relación a la política monetaria, el maestro Acosta Romero la entiende como "el señalamiento de prioridades y finalidades en la actividad del Estado sobre la moneda y el

crédito, así como de aquellos instrumentos necesarios para su control, a fin de obtener esas finalidades, que generalmente son: perseguir la estabilización de la moneda, de los precios, la estabilización de la cantidad de dinero circulante, de los gastos, un nivel aceptable de desempleo y un crecimiento económico sostenido.

"... el objetivo fundamental de la política monetaria va encaminado a facilitar, dentro de su campo de acción, la realización de los fines últimos del sistema económico, que son el de producir y distribuir entre los miembros de la sociedad, en forma equitativa el máximo volumen de bienes y servicios al menor costo social posible."

"Por tanto, la política monetaria es un instrumento de que dispone el Estado para producir modificaciones que estime convenientes en ciertas variables macroeconómicas, por medio de cambios en las variables monetarias que las autoridades puedan regular ..." (3)

Para entender la naturaleza, objetivos y funcionamiento de la política monetaria, es necesario conocer algunos aspectos fundamentales del papel del dinero en la economía. La función primordial del dinero es ser un medio general de cambio y una medida y reserva de valor, y como tal, es

(3) ACOSTA ROMERO, MIGUEL. "Derecho Bancario". Ed. Porrúa, S.A., 3o. edición actualizada. México, 1986. págs. 200 y 201.

un medio de pago. Para que se cumpla esta función debe existir una relación óptima entre el valor total de la suma de todos los bienes y servicios que participan en una economía y la cantidad de dinero que los representa.

"Para lograrlo la regla es simple: la oferta monetaria -también llamada base monetaria- debe comportarse exactamente igual o lo más cercano posible a como se comporta la suma de la creación de bienes y prestación de servicios en la economía. En otras palabras, la tasa de crecimiento de la cantidad de dinero deberá estar lo más cercana posible a la tasa de crecimiento de la economía."(4)

Una vez comprendido el papel que juega el dinero en la economía, podemos enfocarnos a los objetivos de la política monetaria:

El primero de los objetivos de la política monetaria es el de controlar la oferta monetaria; el cual consiste en regular los medios de pago en la economía, entendiéndose por ello, la tarea de mantener un adecuado nivel de circulante -billetes y monedas y cuentas de cheques, más cuentas de cheques en moneda extranjera, más instrumentos de ahorro líquidos y ahorros a plazo, más valores gubernamentales, aceptaciones bancarias, papel comercial y obligaciones

(4) MARMOLEJO GONZALEZ, MARTIN. op. cit. pág. 405.

quiografarias en poder de sectores no bancarios- dado un nivel de transacciones reales en la economía.

Un monto de circulante menor que el requerido por las transacciones reales en la economía, entorpece su realización y limita, por tanto, la capacidad de crecimiento y desarrollo de la actividad económica.

Un suministro de circulante en exceso de lo requerido por el sector real de la economía, induce a presiones por el lado de la demanda que conducirán a efectos adversos sobre el comportamiento de los precios y balanza de pagos.(5)

Existe un aspecto claramente anticíclico en la oferta monetaria: se debe expandir en tiempos de recesión y contraer cuando hay inflación. Sin embargo, de manera general, la oferta monetaria debe adecuarse a otros objetivos de política económica; en economía las grandes magnitudes macroeconómicas -gasto, ahorro, inversión, producción- deben concordar entre sí y también con el gasto público, las importaciones, exportaciones y oferta monetaria.

El segundo de los objetivos de la política monetaria consistente en la obtención de fondos financieros y su canalización hacia actividades prioritarias, se logra mediante una tasa de interés adecuada que induzca a los ahorradores a

(5) BARANDA GARCIA, A. op. cit. pág. 7.

depositar en los bancos sus recursos excedentes y que no sea demasiado gravosa para los solicitantes de crédito que tengan que pagarla. Desgraciadamente, en tiempos de crisis e inflación es muy difícil conciliar ambos extremos. Para atraer fondos, la tasa de interés pagada a los ahorradores debe superar a la tasa de inflación y, además, cubrir el riesgo devaluatorio.(6)

En todo el mundo se utilizan diversos medios para hacer crecer o disminuir la oferta monetaria y controlar la tasa de interés. En México se usan esos medios con menor o mayor intensidad y se han adaptado al estilo especial de desarrollo que ha seguido el país desde 1940.

Actualmente el Banco Central utiliza, principalmente, cuatro instrumentos para lograr la regulación crediticia y monetaria: a) límites al financiamiento interno del Banco Central (Crédito primario); b) canalización selectiva del crédito y encaje legal; c) operaciones de redescuento, y d) operaciones de mercado abierto.

a) Límites al financiamiento interno del Banco de México:

Una de las funciones primordiales que han cumplido los bancos centrales, es la de ser los principales suministradores de crédito al Estado. Sin embargo pocos son los

(6) LASCANO ESPINOZA, ENRIQUE. op. cit. pág. 47.

Estados que no han caído en la fascinación de dar fácil e inmediata solución a sus problemas presupuestales con el crédito público y han lanzado a sus naciones en la pendiente, trágica, de la inflación. Tal es lo que aconteció a todos los gobiernos europeos después de la Primera Guerra Mundial, dando como resultado la destrucción en algunos países del sistema monetario y el enfrentamiento en otros a las medidas dolorosas de las devaluaciones.

Cuando se fundó el Banco de México las experiencias europeas en relación a la deuda eran del dominio público. Por tal motivo la Ley Orgánica del Banco de México de 1925 se comportó, en cuanto a los créditos al Gobierno Federal, con la más prudente cautela. Dicha Ley se limitaba sólo a conceder al gobierno la facultad de sobregirarse en proporciones mínimas y computadas en función del volumen de sus ejercicios presupuestales. Empero, el límite cuantitativo del sobregiro fue elevándose en leyes subsecuentes hasta sucumbir al fin a la tentación del endeudamiento excesivo. (7)

En la Ley Orgánica de 1936 el legislador suprimió del texto de la Ley toda autorización que expresamente facultase al Banco a otorgar créditos al Gobierno Federal. Sin embargo, por ser imposible prescindir de tales recursos, se autorizó al

(7) MORENO CASTAÑEDA, GILBERTO. "La Moneda y la Banca en México". Imprenta Universitaria. Guadalajara, Jal. México 1955. págs. 878 a 888.

Banco para absorber, como en cualquier otra inversión, valores expedidos por el Gobierno Federal.

Los valores susceptibles de ser acogidos por el Banco a título de inversión, se dividieron en dos grupos: valores retirables a corto plazo que serían lanzados al mercado bajo la forma de certificados de tesorería y obligaciones o bonos, de amortización a largo plazo, vinculados con la ejecución de obras materiales.

La nueva Ley había cambiado sólo el mecanismo de las ministraciones de crédito; pero en modo alguno los había proscrito, quedando la posibilidad abierta para que el Banco de México siguiese impartiendo su auxilio monetario en las situaciones deficitarias del Gobierno.

La Ley Orgánica de 1949 asume una posición más abierta en relación con el sobregiro del Gobierno Federal. Sin encontrar motivos para continuar la escrupulosa reserva que había observado la Ley precedente, la nueva Ley autorizó expresamente al Banco, sin perjuicio de que continuasen las ministraciones a títulos de inversiones, a abrir créditos al Gobierno Federal.

Esta situación vino a empeorar aún más la existencia del déficit de las finanzas públicas; provocando, además de la disminución del financiamiento bancario al sector privado, la creciente subordinación de la política monetaria a la fiscal.

Nuestra actual Ley Orgánica del Banco de México, de alguna manera, intenta poner remedio a esta situación, al establecer límites al financiamiento del Gobierno Federal, pero sin que a la fecha se haya podido detener del todo su excesivo endeudamiento. Dichos límites son independientes del que anualmente establece el Congreso de la Unión en la Ley de Ingresos y en el Presupuesto de Egresos de la Federación.

De esta manera, el artículo 7o. de la actual Ley Orgánica del Banco de México prevé que durante el mes de enero de cada año, el propio Instituto Central determinará por conducto de su Junta de Gobierno, el saldo máximo que su financiamiento interno podrá alcanzar durante el ejercicio respectivo. Dicho saldo lo fijará atendiendo a las principales variables macroeconómicas.

Para efectos de la Ley, el financiamiento interno del Banco de México comprende esencialmente: el saldo de su cartera de crédito y valores a cargo del Gobierno Federal, de instituciones de crédito y de fideicomisos de fomento económico, más el saldo de los depósitos de dinero que el propio Banco constituya en instituciones de crédito, menos el saldo de los depósitos de los valores del Gobierno Federal y de las instituciones de crédito que se utilicen para fines de regulación monetaria.

Es importante señalar que este régimen no se aplica al saldo deudor de la cuenta general que el Banco de

México le sigue a la Tesorería de la Federación. En dicha cuenta se depositan todos los fondos respecto de los cuales no hace un uso inmediato el propio Gobierno. Sin embargo, esta cuenta puede reportar saldos deudores, es decir, a través de ella el Gobierno Federal puede recibir financiamiento del Banco Central.

Conforme a la fracción IV del artículo 9o. de la Ley citada, el saldo a cargo del Gobierno Federal no deberá exceder al uno por ciento del total consolidado de las percepciones previstas en la Ley de Ingresos de la Federación para el año de que se trate -deduciendo el monto de las amortizaciones de la deuda pública previsto en el Presupuesto de Egresos de la Federación-, salvo que por circunstancias extraordinarias aumenten considerablemente las diferencias temporales entre los ingresos y los gastos públicos de un mismo ejercicio fiscal.

El límite del financiamiento interno debe comunicarlo el Banco de México tanto al Ejecutivo Federal como al Congreso de la Unión. Asimismo, conforme al artículo 10 de la misma Ley, éste deberá informar trimestralmente al Ejecutivo Federal y al Congreso del movimiento diario que hayan tenido durante dicho lapso el financiamiento interno del propio Banco y la cuenta general que lleva a la Tesorería de la Federación, dentro de los cuarenta y cinco días siguientes al vencimiento de cada trimestre.

Por otra parte, la Ley prevé otro límite (Art. 60. Fracc. VIII LOBM), al no permitir al Instituto Central que adquiriera directamente valores del Gobierno Federal o de instituciones de crédito, excepto cuando dichos valores queden correspondidos con depósitos en efectivo en el Instituto, con el producto de la colocación, no retirables antes del vencimiento, cuyos montos, plazos y rendimientos sean iguales a los de los valores objeto de la operación de que se trate.

b) Canalización selectiva del crédito y encaje legal:

En nuestro país se utilizan dos tipos de política monetaria y crediticia -principalmente a través del encaje legal y la canalización selectiva del crédito- para regular el flujo del circulante y el crédito:

a) La política de control cuantitativo, que consiste en la intervención de las autoridades monetarias, con el propósito de regular el monto total de la liquidez y el crédito en la economía.

b) La política de control cualitativo, que tiene como objeto la dirección de flujos crediticios hacia actividades de alta prioridad económica y social, con miras más bien de largo plazo y de aliento al desarrollo económico.

Conforme al artículo 32 de la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, la inversión obligatoria

del pasivo exigible de las instituciones de crédito se sujetará a lo dispuesto en la Ley Orgánica del Banco de México, con el propósito de atender necesidades de regulación monetaria y crediticia. Señala este artículo que en todo caso, las medidas que dicte el Banco de México se apegarán a las disposiciones legales aplicables, a los objetivos y prioridades del Plan Nacional de Desarrollo y a las directrices de política monetaria y crediticia que determine la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en el ejercicio de las atribuciones que le asignan las leyes respecto a la dirección de dicha política, así como para planear, coordinar, evaluar y vigilar el sistema bancario.

A su vez, el artículo 15 de la Ley Orgánica del Banco de México establece los rangones de activo en los que las instituciones de crédito deberán de invertir el importe de su pasivo exigible.

De tal forma que, conforme a la fracción I del artículo 15 citado, deberá mantenerse depositado en el Banco Central, un porcentaje que no exceda del diez por ciento del pasivo computable de las instituciones de crédito, transferencia obligatoria conocida como "encaje legal". Porcentaje que con anterioridad al 1o. de enero de 1985, en que entró en vigor la actual Ley Orgánica del Banco de México, equivalía al cincuenta por ciento del pasivo computable.

Es necesario explicar, al margen, que para efectos contables la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y el

Banco de México clasifican a los pasivos de las instituciones de crédito, respectivamente, en: pasivo exigible y contingente y en pasivo computable y exceptuado. Por pasivo exigible se entiende a toda obligación de pago no sujeta a ninguna condición a cargo de una institución de crédito (p.ejem. pago de un cheque) y por pasivo contingente se entiende a aquella obligación de pago que depende de una condición a cargo de una institución de crédito (p.ejem. otorgamiento de un aval). A su vez, el pasivo computable es el que el Banco de México considera sujeto a las normas de inversión obligatoria y el exceptuado es el que no está sujeto a dichas normas.

La reducción del encaje legal respondió a la necesidad de que éste realmente representara la medida efectiva de la regulación monetaria y no se usara como un mero instrumento de captación de recursos que se traspasaran al Gobierno Federal a través de crédito del Banco de México.

Para poder comprender mejor esta afirmación es necesario hacer un paréntesis para explicar el encaje legal y su función como regulador monetario.

En un principio, el encaje o reserva legal surge con propósitos operativos y de seguridad. En efecto, al no estar tan reglamentada la actividad bancaria en épocas pasadas como lo está actualmente, no sólo en México sino en todo el mundo, había la necesidad de crear un mecanismo que evitara la quiebra de los bancos y diera seguridad a los depositantes. De tal forma, en el

siglo XVIII surgió en Inglaterra la idea de que debía haber un banco central, el cual vigilaría al resto de los bancos y guardaría, para seguridad de los depositantes, una fracción de los depósitos totales.

De esa forma los bancos, al recibir depósitos de sus clientes, deben trasladar al Banco Central una fracción de ellos (la reserva legal) y el resto lo tienen teóricamente disponible para prestarlo a quien necesite el dinero y está dispuesto a pagar un interés por su uso.

Tradicionalmente se considera que la función del encaje legal es controlar la expansión (o contracción) múltiple del crédito y monetaria con base en aumentos (o descensos) dados en la base o coeficientes de reserva. De tal manera que, con una reserva legal del 20 por ciento, un depósito nuevo de \$1000, respaldados por ahorros, originaría \$5000 de nuevos depósitos, \$4000 de nuevos préstamos y \$1000 de reserva legal. En este caso el multiplicador bancario es igual al recíproco de la reserva legal, o sea \$1000 multiplicados por 1.20 es igual a 5000 o 1000 por 5. El procedimiento es sencillo: si un banco recibe \$1000 de nuevos depósitos y tiene que depositar \$200 en el Banco central como reserva legal, puede prestar los restantes \$800. Esto lo hace abriendo al prestatario una cuenta bancaria por \$800, de la que éste puede retirar fondos en forma de cheques que puede entregar a sus proveedores. Estos, a su vez, pueden depositar los \$800 en otros bancos, que en conjunto podrán volver a prestar

\$640, después de aportar \$160 de la reserva legal, y así puede seguir la corriente de depósitos y préstamos hasta agotarse.

Evidentemente, al mismo tiempo que hay nuevos depósitos hay también retiros y quizás no todo el dinero vuelva a depositarse. Estos retiros disminuyen el multiplicador. De cualquier manera, la lógica es correcta y origina una conclusión importante para la política monetaria: la cuantía de la reserva legal determina el nivel del multiplicador bancario y, con ello, la expansión de la oferta monetaria que de él se deriva.

Los bancos centrales de algunos países han desarrollado diferentes tipos y usos de encaje legal en respuesta a condiciones económicas y de conformidad con los cambios en sus objetivos. De esta forma, algunos países han utilizado la técnica del encaje legal en lugar de operaciones de mercado abierto cuando éstas no son viables, o para sustituir el mecanismo del descuento o de los controles directos.

En México, el instrumento de política monetaria más utilizado ha sido la variación del encaje legal. Sin embargo, hasta antes de la actual Ley Orgánica del Banco de México, el encaje legal se venía administrando de una manera poco ortodoxa y de estructuración bastante compleja.

En efecto, la reserva legal -que a principios de los ochenta llegó a ser poco más del cincuenta por ciento- no estaba congelada en el Banco Central, como supone la teoría, a fin de comprimir las reservas prestables, el crédito y la oferta

monetaria, sino que parte del encaje volvía indirectamente al gasto agregado total, a través del déficit público y el crédito dirigido. El total del encaje, que se calculaba según los pasivos bancarios, tenía una parte que era el verdadero fondo regulador de la oferta monetaria; otra parte que se usaba para financiar el gasto público, al ser invertida en valores gubernamentales; y una tercera porción se canalizaba hacia fideicomisos. De tal forma, solamente una parte del encaje legal cumplía con las funciones explicadas por la teoría mientras que el resto volvía a la circulación.

Como se ha dicho, parte del déficit de las finanzas públicas se cubría con parte del encaje legal, por medio de las adquisiciones de bonos gubernamentales por parte de los bancos. Pero el Gobierno Federal también acudía al financiamiento directo del Banco Central y la cantidad de ahí resultante es parte de la base monetaria. De esta manera se puede nulificar parte del efecto contraccionista de un aumento de la reserva legal, que se hace en tiempos de inflación, ya que el financiamiento al Gobierno Federal se traduce, al fin de cuentas, en aumento del circulante. Situación que pretende corregir, como ya vimos, la nueva Ley Orgánica del Banco de México con los límites al financiamiento del Gobierno Federal.

Por otra parte, en años pasados recientes se empezaron a usar otras medidas complementarias del encaje legal, cuando se juzgaba inconveniente su modificación. Tales fueron

los convenios especiales con el sistema bancario, por los que se instituían depósitos y bonos de regulación monetaria y subastas de fondos de crédito, cuya finalidad era: retirar dinero de la circulación y hacer préstamos de emergencia.

Asimismo, se prevé en la fracción II del artículo 15 citado, que puede alcanzar hasta un sesenta y cinco por ciento del pasivo computable de los bancos múltiples, el importe de inversiones que deberán canalizar en forma obligatoria hacia las actividades prioritarias que señale el Banco de México. Además, no deben exceder del cuarenta y cinco por ciento del pasivo computable las inversiones obligatorias en activos a cargo del Gobierno Federal y de entidades de la administración pública federal, excepción hecha del Banco de México, y el restante veinticinco por ciento del pasivo computable es lo que se conoce como el "cajón libre" de los bancos, ya que podrá ser invertido sin más limitaciones que las previstas en la ley o conforme a la misma.

Como puede advertirse, por una parte se reduce el encaje legal (depósitos en el Banco Central), pero por la otra se prevé la posibilidad de que el Banco de México establezca un renglón de canalización obligatoria para la banca en inversiones que el Banco determine, incluyendo valores a su propio cargo -bonos de regulación monetaria-, que pueden alcanzar hasta un sesenta y cinco por ciento del pasivo computable de las instituciones de crédito. Ello asegura que en todo momento las

autoridades monetarias puedan influir en el medio circulante, a fin de regular la liquidez existente.

Es importante señalar que las instituciones de banca de desarrollo deben sujetarse al encaje legal y no a las demás normas de canalización del crédito.

c) Operaciones de redescuento:

Se entiende por redescuento a la tasa de interés que el Banco Central cobra a los otros bancos cuando les otorga préstamos o les redescuenta los documentos, ya descontados por los bancos a sus clientes. Su importancia reside en que aumenta la liquidez y elasticidad de la estructura del crédito; dando a las instituciones de crédito medios adicionales o alternativos de convertir en efectivo algunos de sus renglones de activo redituable cuando sus reservas de efectivo se ven afectadas. La tasa de redescuento se utiliza para guiar las tasas que usan los bancos para otorgar préstamos o descuentos a sus acreditados. Si sube, encarece el crédito y el resultado final es contracción de la oferta monetaria; lo contrario ocurre si baja. Su eficacia depende de la frecuencia con que los bancos acudan a financiarse al Banco Central. Esto no es común en México, en donde el redescuento se ha transformado en un medio de dirigir créditos preferenciales a determinadas actividades económicas juzgadas importantes.(8)

(8) CFR. LAZCANO ESPINOZA, E. op. cit. pág. 50.

d) Operaciones de mercado abierto:

En un sentido amplio puede sostenerse que las operaciones de mercado abierto comprenden la compra o venta que el banco central hace en el mercado de cualquier papel en que comercie, sean valores del Estado u otros, o aceptaciones bancarias o divisas en general. Empero, el término "operaciones en el mercado abierto" ha llegado a aplicarse solamente a la compra o venta de valores del Estado, tanto a corto como a largo plazo, y sólo a la venta o compra directa de los mismos.

Aún cuando las operaciones de mercado abierto son tradicionales en algunos países, éstas se han utilizado principalmente en relación con la administración de la deuda pública y sólo en ocasiones para propósitos monetarios.

Las operaciones de mercado abierto tienen dos facetas principales y distintas: una relacionada con los objetivos de la política monetaria del Banco Central, y otra con los objetivos y necesidades de la administración de la deuda pública del Gobierno.

Con respecto a la política monetaria, el banco central de un país realiza estas operaciones con objeto de influir sobre las reservas bancarias y, de manera más particular, con el propósito de: expandir o contraer la oferta de fondos; afectar la liquidez del mercado de dinero; ajustar el patrón relativo de diferentes tasas; contrarrestar movimientos

estacionales de moneda o fondos de tesorería, y preparar o ajustar al mercado a los cambios en las políticas de redescuento o de reserva, o ajustarlo a los cambios realizados.(9)

Con respecto a la administración de la deuda pública, el Banco Central puede colocar, suscribir, comprar y vender, o manejar de alguna forma valores del Gobierno para uno o varios de los siguientes propósitos: para apoyar o mantener el precio de los valores; para mantener mercados ordenados; para financiar el déficit gubernamental; para refinanciar la deuda existente, y para administrar o cambiar la estructura de la deuda pública.(10)

Evidentemente, con frecuencia existen discrepancias directas o indirectas entre los objetivos de la política monetaria del banco central y las necesidades de financiamiento y administración de la deuda pública (política fiscal). Por ejemplo, si se necesita aumentar la deuda interna para financiar el déficit público, quizás sea necesario aumentar la tasa de interés; cosa contraria sucede con una política monetaria que deba ser expansionista, si se da el caso de que esté en la etapa de recesión. Discrepancias que se resuelven, en mayor o menor medida, estableciéndose en forma clara los poderes

(9) TAMAGNA FRANK. "Formulación y Ejecución de la Política Monetaria". C.E.M.L.A., 1o. edición, 1964. pág. 56.

(10) Ibidem.

y funciones, legales e institucionales, del banco central frente a la Hacienda Pública.

En países con un mercado de dinero y capitales ampliamente desarrollado, el control sobre los medios de pago en la economía se ejerce en mayor medida, a través del redescuento y/o compraventa de valores gubernamentales en operaciones de mercado abierto.

Un mercado amplio de papel gubernamental constituye un mecanismo de distribución de recursos prestables entre el sector público y privado, pero además, brinda a la autoridad monetaria la posibilidad de celebrar operaciones de mercado abierto. Estas operaciones consisten básicamente en que el Banco Central compra o vende fuertes cantidades de valores gubernamentales en el mercado "abierto" de valores. Las ventas retiran dinero de la circulación y disminuyen las reservas bancarias, obligando a las instituciones a reducir sus préstamos; las compras tienen un efecto opuesto, las realiza a cambio de emisión de dinero, con lo que aumenta la base monetaria y los fondos prestables de los intermediarios financieros, y por ello expanden la oferta monetaria, mientras que las ventas tienen un efecto contraccionista. En virtud de que estas operaciones pueden efectuarse bajo diversas modalidades y sobre todo con gran agilidad, la actuación de la política monetaria gana flexibilidad y eficacia. Así por ejemplo, si existen razones para suponer que los cambios deseados han de ser de cierta duración, lo aconsejable sería utilizar operaciones directas de compra o venta

de papel gubernamental; si por el contrario, los efectos deseados se juzga que han de ser temporales y que después de un lapso convenga volver a la situación anterior, entonces resulta más conveniente hacer uso de operaciones de reporto sobre el papel mencionado.

La mecánica de esta operación causa un doble efecto, ya que por un lado aumenta o disminuye las reservas bancarias en la proporción deseada, y por el otro, altera los precios de los valores al cambiar la tasa de interés cuando se modifica su oferta o demanda. Cuando el rendimiento de los valores es alto, a las instituciones de crédito les conviene tener estos valores con el fin de incrementar sus reservas, o viceversa, utilizando el sistema contrario.

Sin embargo, para que este medio sea eficaz se necesita que el mercado de capitales esté bien desarrollado, con una corriente de ahorro continua e importante, y que, además, los valores gubernamentales tengan un grado satisfactorio de aceptación por el público inversionista; condiciones que no se cumplen plenamente en nuestro país, aunque actualmente estén más consolidadas, por ello este medio ha sido poco usado en el pasado.

El Banco de México está facultado por su Ley Orgánica para operar con valores a cargo del Gobierno Federal y de instituciones de crédito, así como con los bonos de regulación monetaria que el mismo emita (art. 6o. fracciones III y VIII).

Las adquisiciones de valores gubernamentales o a cargo de instituciones de crédito tienen que llevarse a cabo en el mercado ya colocados los títulos, pues la Ley mencionada impide al Instituto Central adquirirlos directamente del deudor, excepto cuando dichas adquisiciones queden correspondidas con depósitos en efectivo en el propio Banco no retirables antes de su vencimiento, cuyos montos, plazos y rendimientos sean iguales a los de los valores objeto de la operación de que se trate. El objeto de esta disposición es alejar el riesgo de que el Banco reciba por su financiamiento interno un rendimiento insuficiente para, en unión de sus demás ingresos, cubrir el costo de su pasivo y de sus gastos de administración. Al respecto, la exposición de motivos de la Ley Orgánica del Banco de México señala que un déficit en los resultados de la Banca Central implica expansión monetaria con posibles consecuencias inflacionarias.

Tal prohibición no resulta aplicable a las adquisiciones de valores a cargo del Gobierno Federal que efectúe el Banco directamente del propio Gobierno cuando aquéllas queden correspondidas con depósitos en efectivo no retirables antes de su vencimiento, constituidos en el Instituto Central con el producto de la colocación de los mismos valores. Dichos depósitos deberán ser por montos, plazos y rendimientos iguales a los de los valores objeto de la operación de que se trate. Tal régimen permite al Banco contar con un acervo de títulos gubernamentales que le sirven para apoyar el ejercicio de la

regulación monetaria y crediticia mediante operaciones de mercado abierto, sin que ello implique otorgar financiamiento al Gobierno Federal.

Los valores gubernamentales con los que el Banco de México realiza sus operaciones de mercado abierto son los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), Pagars de la Tesorería de la Federación (PAGAFES) y Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).

Sólo nos queda comentar que los instrumentos de política monetaria y crediticia tienen ciertas limitaciones y obstáculos que pueden impedir, total o parcialmente, lograr los objetivos que se propusieron las autoridades monetarias. En todo caso, la política monetaria y crediticia debe adecuarse a otros objetivos de política económica que se hayan formulado.

Con base en las consideraciones anteriores, podemos concluir que -aunque el instrumento de política monetaria más utilizado en México, en lo referente al control de la oferta monetaria, sea la variación del encaje legal y la inversión obligatoria para las instituciones de crédito en valores y créditos que para ese fin el Banco de México determine- actualmente las operaciones de mercado abierto, por su influencia directa e inmediata sobre el volumen del dinero y el crédito, así como sobre la tasa de interés en general, pueden ser el instrumento gubernamental más adecuado para el control del circulante y el crédito. Esto se debe, en parte, a la

consolidación que ha tenido, en años recientes, el mercado de dinero y capitales en nuestro país y a la buena aceptación que han tenido los valores gubernamentales entre el público inversionista; y, por otra parte, a las modificaciones que en materia de regulación monetaria y crediticia incorporó a las funciones del Banco de México su nueva Ley Orgánica.

Sin embargo, el Instituto Central no empleará satisfactoriamente esta arma de regulación, si antes no ha logrado que exista una gran propensión a ahorrar; generalmente desalentada por desconfianza en las instituciones económicas. Los esfuerzos hechos hasta hoy por el Estado para desarrollar el mercado de capitales, ha tropezado y tropezaré con aquella desconfianza mientras no cuente con una política económica definida -en donde la política monetaria y crediticia sea manejada por el Banco Central con autonomía e independencia de la Hacienda del Estado- que por méritos propios cuente con el apoyo de la opinión pública.

CONCLUSIONES

I. De la misma manera que los particulares tienen derechos y obligaciones, cuyos orígenes pueden ser muy diversos, así el Estado pueda tener créditos a su favor y obligaciones a su cargo. Obligaciones que cuando son producto del ejercicio del crédito de la Nación pasan a formar parte de la deuda pública.

Sin embargo, no toda obligación del sector público debe ser considerada deuda pública; para que lo sea tiene que partir de un acto concreto de crédito público, es decir, ser una obligación financiera y por lo tanto cumplir con los elementos esenciales del crédito: recursos y voluntad de entregarlos a cambio de un instrumento crediticio.

II. Desde el punto de vista jurídico, el empréstito público es un acto jurídico en el cual una de las partes -entidad de derecho público- hace uso de un crédito otorgado bajo la obligación de pagar, en condiciones previamente determinadas, el capital y los intereses que cause, sin que, a pesar de su soberanía, pueda modificar los términos de dicha obligación.

III. Las bases de la política fiscal moderna se basan en el reconocimiento de considerar a los empréstitos públicos

como una fuente de ingresos del Estado; siempre y cuando los recursos así obtenidos sean invertidos en actividades productivas que generen no sólo los recursos indispensables para su pago, sino también una utilidad razonable que pase a formar parte del superávit presupuestario.

IV. Al prever nuestra Constitución que la contratación de empréstitos debe producir un incremento directo en los ingresos públicos, esta estableciendo la disposición más importante en materia de deuda pública; porque si bien las finanzas modernas reconocen a la deuda pública como una herramienta necesaria e imprescindible para el desarrollo de cualquier país, cuando se utiliza este endeudamiento para el consumo y no para acrecentar el acervo productivo nacional, como se ha hecho no pocas veces en México, bajo el amparo del artículo 2 de la Ley de Ingresos de la Federación que autoriza que los recursos provenientes del crédito se puedan destinar para cubrir cualquier erogación de las comprendidas en el gasto público federal, se están creando cargas excesivas para la población, lógicamente contrarias al espíritu de cualquier país que se considere democrático y que actúe dentro de un marco de derecho.

V. El ingreso que proporciona la deuda pública está determinado por necesidades gubernamentales y criterios de política económica que sería difícil satisfacer por otros medios -mayores impuestos o creación de dinero nuevo por el

Banco Central-, por el riesgo de entorpecer la marcha productiva del país o por crear una inflación incontrolable al no disminuir ni el gasto ni el ahorro.

- VI. Los valores gubernamentales, al igual que los valores emitidos en serie o en masa regulados por la Ley del Mercado de Valores, son instrumentos negociables que el Estado coloca entre el público inversionista, recibiendo a cambio un cierto precio y asumiendo como contraprestación la obligación directa e incondicional de reembolsar su valor nominal y, en su caso, intereses en un plazo determinado.
- VII. Estos valores por su propia naturaleza tienen ciertas características que los distinguen de los demás valores que son objeto de oferta pública y en general de la teoría de los títulos de crédito.
- VIII. La colocación de papel gubernamental en el mercado financiero no sólo ha sido la respuesta a la búsqueda por parte del Gobierno Federal de alternativas más ágiles y flexibles de financiamiento, sino que también ha sido el resultado natural de una mayor participación del Estado en la política económica y del desarrollo de la cultura financiera de nuestro país.
- IX. Los valores gubernamentales no deben ser utilizados para aumentar el déficit del sector público, sino para financiarlo de mejor manera; tampoco debe ser una fórmula

para que el Gobierno Federal obtenga recursos inflacionarios del Banco Central. A esto responde la necesidad de que computen dentro del endeudamiento directo neta del sector público federal que fija anualmente el Congreso de la Unión.

- X. Las operaciones que celebran las instituciones de crédito con valores gubernamentales, ya sea por cuenta propia o de terceros, en el mercado secundario, invariablemente deberán llevarse a cabo a través de casas de bolsa, aún tratándose de fideicomisos, mandatos o comisiones administrados en la misma institución.
- XI. La colocación de papel gubernamental entre el público inversionista permite la realización de importantes objetivos de política fiscal y monetaria, tanto por lo que se refiere al control de los medios de pago como por representar fuentes de financiamiento para el Gobierno Federal.
- XII. Las operaciones de mercado abierto a diferencia de otros instrumentos de política monetaria ejercen una influencia directa e inmediata sobre el volumen del dinero y el crédito, así como sobre la tasa de interés en general. En consecuencia, las operaciones de mercado abierto representan un instrumento más directo y más amplio de control del crédito, a condición de: que existan mercados amplios y activos para los valores a corto y largo plazo

con que los bancos centrales puedan operar legalmente; que tales valores constituyan una parte suficientemente sensible y decisiva de la estructura del capital y el crédito; que exista confianza por parte de los inversionistas en las instituciones económicas y en la política económica en general, y que la política monetaria y crediticia del Banco Central sea lo más autónoma e independiente posible de la política fiscal.

B I B L I O G R A F I A

- ACOSTA Romero, Miguel. DERECHO BANCARIO, 3a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1986.
- ACOSTA Romero, Miguel. TEORIA GENERAL DEL DERECHO ADMINISTRATIVO. 5a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1983.
- ARRIOJA Vizcaino, Adolfo. DERECHO FISCAL. 2a. edición, Editorial Themis, México 1985.
- ASTUDILLO Uruña, Pedro. LOS TITULOS DE CREDITO. Editorial Porrúa, S.A., México 1983.
- BARANDA García, Alfredo. CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION. Acuario Impresiones y Ediciones, S.A. de C.V., México 1979.
- BORJA Martínez, F. "Obligaciones en Moneda Extranjera". EL FORO, ORGANO DE LA BARRA MEXICANA, Colegio de Abogados, séptima época, No. 2, México 1980.
- CASAR Aldrete, A.J. DISEÑO Y PLANEACION DE LA ESTRUCTURA SOCIAL DEL MERCADO DE DINERO. Tesis para obtener el título de Actuario, Universidad Anáhuac, México 1984.
- CORTINA, Alfonso. CURSO DE POLITICA DE FINANZAS PUBLICAS DE MEXICO. Editorial Porrúa S.A., México 1977.

- CORTINA Ortega, Gonzalo. PRONTUARIO BURSATIL Y FINANCIERO.
Editorial Trillas, México 1986.
- DEL CUETO Legaspi, Roberto. CONSIDERACIONES SOBRE LA NUEVA LEY ORGANICA DEL BANCO DE MEXICO. Ponencia presentada en el "Curso de Actualización de Derecho Mercantil" impartido en la Escuela Libre de Derecho en febrero de 1985. LA DESMATERIALIZACION DE LOS TITULOS DE CREDITO. Ponencia presentada en el seminario "La Desmaterialización de los Títulos de Crédito", organizado por la Academia Mexicana de Desarrollo Bursátil y por el Instituto para el Depósito de Valores en noviembre de 1986.
- DE LA GARZA, Francisco S. DERECHO FINANCIERO MEXICANO. 14a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1986.
- DICCIONARIO JURIDICO MEXICANO. Tomo III, Instituto de Investigaciones Jurídicas, UNAM, México 1986.
- FAYA Viesca, Jacinto. FINANZAS PUBLICAS. 2a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1986.
- FLORES Zavala, Ernesto. ELEMENTOS DE FINANZAS PUBLICAS MEXICANAS. 16a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1975.
- FRAGA, Gabino. DERECHO ADMINISTRATIVO. 25a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1986.

- GARRIGUEZ, Joaquín. CURSO DE DERECHO MERCANTIAL. Tomo I, 3a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1981.
- GIORGIANA Frutos, Víctor M. CURSO DE DERECHO BANCARIO Y FINANCIERO. Editorial Porrúa, S.A., México 1984.
- GOMEZ Gordoá, José. TITULOS DE CREDITO. Editorial Porrúa, S.A., México 1988.
- GROVES, Harold M. FINANZAS PUBLICAS. Universidad de Wisconsin, 3a. reimpresión, Editorial Trillas, México 1975.
- HERNANDEZ, Octavio. DERECHO BANCARIO MEXICANO. Asociación Mexicana de Investigaciones Administrativas, México 1956.
- LAZCANO Espinoza, Enrique. POLITICA ECONOMICA EN MEXICO. Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C., México 1987.
- MANCERA Aguayo, Miguel. CERTIFICADOS DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION. Palabras dirigidas a la Asociación Mexicana del Mercado de Valores A.C., en el University Club, el día 27 de enero de 1978.
- MARMOLEJO González, M. INVERSIONES ... PRACTICA, METODOLOGIA, ESTRATEGIA Y FILOSOFIA. 2a. edición, IMEF, México 1985.
- MORENO Castañeda, Gilberto. LA MONEDA Y LA BANCA EN MEXICO. Imprenta Universitaria, Guadalajara 1955.

- ORTIZ Mena Salinas, Carlos. POLITICA FISCAL Y DEUDA PUBLICA. CONSIDERACIONES SOBRE LA DEUDA PUBLICA MEXICANA 1956-1963. Tesis Profesional, UNAM, México 1964.
- RAMIREZ Martén, Federico. LA DEUDA PUBLICA EN MEXICO. Tesis, Escuela Nacional de Economía, UNAM, México 1966.
- RETCHKIMAN K., Benjamin. TEORIA DE LAS FINANZAS PUBLICAS. Tomo I, UNAM, México 1987.
- RODRIGUEZ Rodriguez, Jesús. EL INSTITUTO PARA EL DEPOSITO DE VALORES. Obra publicada por la Academia de Derecho Bursátil, A.C., en la colección "Bases Jurídicas para la Seguridad de las Transacciones en Bolsa", México 1980.
- RODRIGUEZ Rodriguez, Joaquín. CURSO DE DERECHO MERCANTIL. Tomo I, 18a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1981.
- SAENZ Viesca, José. LOS TITULOS VALOR EN EL MERCADO MEXICANO. Academia Mexicana de Derecho Bursátil, A.C., México 1986.
- SALAS Villagómez, M. LA DEUDA PUBLICA. UN ESTUDIO GENERAL. EXAMEN DEL CASO DE MEXICO. Nacional Financiera, S.A., México 1950.
- SERRA Rojas, A. DERECHO ADMINISTRATIVO. Tomo II, 8a. edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1977.
- SOMERS, Harold M. FINANZAS PUBLICAS E INGRESO NACIONAL. 3a. reimpresión, FCE, México 1970.

TAMAGNA, Frank. FORMULACION Y EJECUCION DE LA POLITICA
MONETARIA. C.E.M.L.A., México 1964.

TENA Ramírez, F. DERECHO CONSTITUCIONAL MEXICANO. 20a.
edición, Editorial Porrúa, S.A., México 1984.

TINOCO Jaramillo, Héctor R. MODALIDADES QUE INTRODUCE EL
DEPOSITO CENTRALIZADO DE VALORES A LA TEORIA GENERAL DE LOS
TITULOS DE CREDITO. Tesis Profesional, Escuela Libre de
Derecho, México 1983.

VAZQUEZ Pando, F.A. "Notas para el estudio de la nueva Ley
General de Deuda Pública". JURIDICA, Anuario del
Departamento de Derecho de la Universidad Iberoamericana,
Núm. 9, Julio de 1977.

VERDROSS, Alfred. DERECHO INTERNACIONAL PUBLICO. 6a. edición
-2a. impresión-, Biblioteca Jurídica Aguilar, España 1980.

DISPOSICIONES JURIDICAS CONSULTADAS

- Acuerdo por el que se autoriza la creación de un fideicomiso para la emisión de Certificados de Participación Ordinarios Amortizables, denominados "Petrobonos" (D.O. 4-IV-77).
- Acuerdo que señala reglas para fijar la indemnización por la Nacionalización de la Banca Privada, las características de la emisión de los Bonos del Gobierno Federal para el pago de la misma y el procedimiento para efectuarlo (D.O. 4-VII-83).
- Circulares de la Comisión Nacional de Valores.
- Circulares y Télex-Circulares del Banco de México.
- Código de Comercio.
- Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.
- Decreto por el que se autoriza al Ejecutivo Federal para emitir Certificados de Tesorería (D.O. 28-XI-77).

- Decreto por el que se autoriza a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público a emitir Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (D.O. 22-IX-87).

- Decreto por el que se autoriza a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público a emitir Pagars de la Tesorería de la Federación, que documentarán créditos en moneda extranjera otorgados al Gobierno Federal por el Banco de México (D.O. 28-VII-86).

- Ley del Impuesto sobre la Renta.
- Ley del Mercado de Valores.
- Ley General de Deuda Pública.
- Ley General de Sociedades Mercantiles.
- Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.
- Ley Orgánica del Banco de México.
- Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito.
- Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores.