

00483
2

UNAM
POSGRADO



**UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTONOMA DE MEXICO**

PROGRAMA DE POSGRADO EN CIENCIAS POLITICAS Y SOCIALES

FACULTAD DE CIENCIAS POLITICAS Y SOCIALES
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES SOCIALES
CENTRO DE INVESTIGACIONES SOBRE AMERICA DEL NORTE
CENTRO REGIONAL DE INVESTIGACIONES MULTIDISCIPLINARIAS

LA VIABILIDAD Y CONVENIENCIA DE LA EMISION DE
BONOS PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO
POR LOS GOBIERNOS ESTATALES EN MEXICO

T E S I S

QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE
DOCTORA EN CIENCIAS POLITICAS Y SOCIALES
CON ORIENTACION EN ADMINISTRACION
PUBLICA

P R E S E N T A

ADRIA VELIA GONZALEZ BELTRONES

TUTOR PRINCIPAL

DR. NICOLAS PINEDA PABLOS

COMITE TUTORAL

DR. JOSE MARIA CALDERON RODRIGUEZ

DR. RICARDO CAMPOS ALVAREZ TOSTADO



MEXICO, D.F.

OTOÑO 2002



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



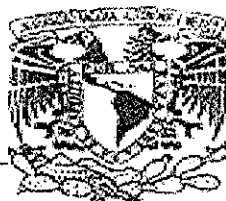
UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

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

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

UNAM POSGRADO



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
PROGRAMA DE POSGRADO EN CIENCIAS POLÍTICAS Y SOCIALES
FACULTAD DE CIENCIAS POLÍTICAS Y SOCIALES
INSTITUTO DE INVESTIGACIONES SOCIALES
CENTRO DE INVESTIGACIONES SOBRE AMÉRICA DEL NORTE
CENTRO REGIONAL DE INVESTIGACIONES MULTIDISCIPLINARIAS



LA VIABILIDAD Y CONVENIENCIA DE LA EMISIÓN DE BONOS
PARA EL FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO POR LOS
GOBIERNOS ESTATALES EN MÉXICO



TESIS QUE PARA OPTAR POR EL GRADO DE
DOCTORA EN CIENCIAS POLÍTICAS Y SOCIALES CON
ORIENTACIÓN EN ADMINISTRACIÓN PÚBLICA
PRESENTA ADRIA VELIA GONZALEZ BELTRONES



TUTOR PRINCIPAL
DR. NICOLAS PINEDA PABLOS

COMITÉ TUTORAL
DR. JOSE MARIA CALDERON RODRIGUEZ
DR. RICARDO CAMPOS ALVAREZ TOSTADO

... a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo recepcional.

NOMBRE: ADRIA VELIA GONZALEZ BELTRONES OTONO 2002

FECHA: 30 AGOSTO, 2002

FIRMA: [Firma manuscrita]

**LA VIABILIDAD Y CONVENIENCIA DE LA EMISIÓN DE BONOS PARA EL
FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO POR LOS GOBIERNOS ESTATALES EN
MÉXICO**

INTRODUCCIÓN	6
I LAS FINANZAS ESTATALES EN MÉXICO	20
A) Estructura de los ingresos estatales	20
1) Ingresos Efectivos Ordinarios de los Estados	21
2) Análisis de los Ingresos Efectivos Ordinarios Estatales por el periodo 1991-1999	22
B) Estructura de los egresos y gasto público	36
1) Egresos Efectivos Ordinarios de los Estados	38
2) Análisis de los Egresos Efectivos Ordinarios de los Estados durante el periodo 1991-1999	38
C) Estructura de la deuda pública	40
1) Ventajas y desventajas de la Deuda Pública	49
2) El Gobierno Federal como Tenedor de la Deuda Pública de los Estados	51
II. FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO POR DEUDA PÚBLICA	57
A) .- Financiamiento del desarrollo	57
1.- Diferentes concepciones sobre desarrollo	58
2 Federación: rectora y promotora de la actividad económica	61
B) Federalismo y financiamiento del desarrollo	62
1 - Federalismo fiscal	62
2.- Relaciones fiscales y financieras intergubernamentales	67
3.- Generación de ingresos <i>versus</i> desarrollo	70
C) Intermediación financiera y desarrollo	71
1.- Sistema financiero eficiente (sus efectos)	71
2.- Intermediación financiera	75
3.- Participación del agregado monetario (M4) en el Producto Interno Bruto (PIB)	79
4 - Modernización del Sistema Financiero Mexicano	81
5 - Talla del sector financiero <i>versus</i> desarrollo y tasas de crecimiento económico	84
D) Banca Y El Financiamiento Público	86
1.- Sistema Financiero Mexicano: Subsistema Bancario	87
a. Banca Múltiple	89
b. Banca de Desarrollo y Banca de Fomento	90
2.- Participación de la Banca en el financiamiento del desarrollo en México	97

E) Bonos Públicos y el Financiamiento Público	99
1. Fracción VIII del Artículo 117 constitucional y la emisión de bonos	105
III FINANCIAMIENTO POR BONOS DE DEUDA PÚBLICA EN PAÍSES DESARROLLADOS	109
A) Estados Unidos De América	109
1.- Técnicas Tradicionales y No Tradicionales de Financiamiento de Capital Estatal-Local a Largo Plazo	111
2.-Técnicas Tradicionales y no Tradicionales de financiamiento de Capital Estatal-Local a Corto Plazo	114
3.- Fuentes de Financiamiento No Crediticio	115
B) Unión Europea	120
1 - Marco Jurídico de la Deuda	121
a A largo Plazo	122
b A Corto Plazo	123
2 - Normas especiales para las emisiones en moneda nacional	123
3 - Normas especiales para las operaciones en divisas	124
4 - Colocación de Recursos	124
IV. FINANCIAMIENTO POR BONOS DE DEUDA PÚBLICA EN MÉXICO	128
A) Antecedentes Del Mercado De Valores	128
B) Clasificaciones del Mercado de Valores	134
1 - Mercado de Dinero	135
a. Principales Instrumentos de Inversión Gubernamentales	137
b. Principales Instrumentos de Inversión de Instituciones Bancarias	141
c. Principales Instrumentos de Inversión de Instituciones Privadas no Bancarias	143
2.- Mercado de Capitales	147
a. Principales Instrumentos de Inversión de Empresas Privadas	147
V NORMATIVIDAD DEL FINANCIAMIENTO LOCAL POR EMISION DE BONOS	
A), Normatividad Federal Aplicable	152
1.- Constitución Política	153
2.- Ley de Coordinación Fiscal	154
a) Esquema Tradicional de Financiamiento Local.	155
b) Características del Nuevo Esquema de Financiamiento Local (1995)	158
c) Operación del Nuevo Esquema de Financiamiento (2000).	159
3.- Reglamento del Artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de obligaciones y empréstitos de Entidades Federativas y Municipios	160
4.- Ley de Planeación	162
5 - Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.	163

6 - Normatividad Federal Aplicable a la Emisión de Bonos por parte de los Gobiernos Locales	163
B) Normatividad Estatal Aplicable	164
1.- Constituciones Políticas Estatales	165
2.- Ley de Deuda Pública del Estado de Sonora	166
3 - Leyes Orgánicas de la Administración Pública Estatal	169
4 - Leyes Estatales de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Publico.	170
5 - Leyes de Hacienda Estatales	171
6.- Leyes de Ingresos Estatales	171
7.- Códigos Fiscales Estatales.	172
8.- Leyes de Presupuestos de Egresos Estatales	172
9.- Decretos que Autorizan a los Ejecutivos de los Estados a Gestionar y Contratar Empréstitos	173
VI EXPERIENCIAS DE FINANCIAMIENTO LOCAL POR EMISIÓN DE BONOS	
A) Antecedentes	175
1.- Caso Guanajuato	178
a) La Historia	178
b) Diseño del Instrumento de Deuda Publica (CPO) y su Bursatilización	181
c) Colocación de los CPO en el Mercado de Valores	184
2.- Caso Sonora	186
a) Primera Experiencia.	186
b) Obstáculos en la Colocación de los Títulos Valor.	189
c) Segunda y Tercera Experiencia.	191
3 - Caso Nuevo León	196
4 - Caso Sinaloa	201
5 - Caso Morelos	203
a) La Historia	203
b) Aspecto Financiero	206
c) Aspecto Normativo Operativo	206
d) Marco Jurídico	206
e) Beneficios Cualitativos	207
f) Beneficios Cuantitativos	207
g) Características del Fideicomiso de Administración y Pago "Morelos"	207
h) Características del Fideicomiso Base de la Emisión de CPO	208
6 - Análisis Comparativo De Las Experiencias	208
7.- Emisión Directa (caso Veracruz 1945)	212
VII. PROPUESTA DE UN MODELO DE EMISIÓN DE BONOS ESTATALES DE DEUDA PÚBLICA	215
A) Justificación	215
1.- Elementos que Ayudan a Seleccionar la Figura Bursátil Adecuada.	217

2.- Tiempo de Tramitación y Colocación de Instrumentos de Deuda.	219
3.- Bonos u Obligaciones Directas.	220
4.- Diagramas de Flujo de la Emisión de Bonos Indirecta y Directa.	222
5.- Micromodelo de Bonos Estatales	223
VIII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	231
<i>BIBLIOGRAFIA GENERAL</i>	243
INDICE DE CUADROS Y GRÁFICAS	4
Cuadro 1 Sección 1 y 2 Ingresos efectivos ordinarios de los Estados de la República Mexicana a pesos corrientes de 1991-1995, 1996-1999	23
Gráfica 1 Sección 1. Ingresos efectivos ordinarios de los Estados a pesos corrientes de 1991-1995.	24
Gráfica 1 Sección 2. Ingresos efectivos ordinarios de los Estados a pesos corrientes de 1996-1999.	25
Cuadro 2. Ingresos efectivos ordinarios de los Estados de la República Mexicana a pesos reales de 1991-1999.	26
Gráfica 2 Sección 1. Ingresos efectivos ordinarios de los Estados a pesos reales de 1991-1995.	27
Gráfica 2 Sección 2. Ingresos efectivos ordinarios de los Estados a pesos reales de 1996-1999.	28
Cuadro 3. Egresos efectivos ordinarios de los Estados de la República Mexicana a pesos corrientes de 1991-1999	29
Gráfica 3 Sección 1. Egresos efectivos ordinarios de los Estados a pesos corrientes de 1991-1995.	30
Gráfica 3 Sección 2. Egresos efectivos ordinarios de los Estados a pesos corrientes de 1996-1999.	31
Cuadro 4. Egresos efectivos ordinarios de los Estados de la República Mexicana a pesos reales de 1991-1999	32
Cuadro 5. Egresos brutos de los Estados de la República Mexicana a Pesos corrientes de 1991-1999.	33
Cuadro 6. Egresos brutos de los Estados de la República Mexicana a pesos reales de 1991-1999	34
Cuadro 7. Egresos brutos de los Estados a pesos corrientes por el Año de 1999.	42
Cuadro 8. Ingresos brutos de los Estados a pesos corrientes por el Año de 1999.	43
Grafica 8. Sección 1 Ingresos brutos de los Estados a pesos corrientes por el Año de 1999.	44
Grafica 8. Sección 2 Ingresos brutos de los Estados a pesos corrientes por el Año de 1999.	45
Cuadro 9. Situación financiera de las entidades federativas, 1999	46
Cuadro 10. Ingresos versus egresos de los Estados de la República	

Mexicana a pesos reales por el periodo 1991-1995	51
Cuadro 11. Ingresos por amortización de deuda pública a los Estados 1991-1995, 1996-1999. Egresos por deuda pública de los Estados 1991-1996, 1996-1999.	52
Cuadro 12. Análisis de los ingresos por deuda pública de los Estados de 1991-1995, 1996-1999 Análisis de los egresos por deuda pública de los Estados 1991-1995, 1996-1999	53
Cuadro 13. Inequidad en las participaciones 1999.	71
Cuadro 14. Círculo virtuoso ahorro-crecimiento	73
Cuadro 15. Intermediarios financieros	77
Cuadro 16 Participación M4 en el PIB 1987-2001	81
Cuadro 17 Sistema Financiero Mexicano	88
Cuadro 18 Recursos crediticios estatales	102
Cuadro 19. Técnicas tradicionales y no tradicionales de financiamiento de capital estatal-local a largo plazo	111
Cuadro 20. Técnicas de financiamiento de capital estatal-local a corto plazo	114
Cuadro 21. Arrendamientos financieros	116
Cuadro 22. Normas que evitan el sobre endeudamiento de las administraciones territoriales cuando la deuda es a largo plazo	122
Cuadro 23. Normas que evitan el sobre endeudamiento de las administraciones territoriales cuando la deuda es a largo plazo	123
Cuadro 24. Normas especiales para las emisiones en moneda nacional	124
Cuadro 25. Normas especiales para operaciones en divisas	124
Cuadro 26 Normas para la colocación de recursos	125
Cuadro 27. Importancia de la deuda pública en las administraciones territoriales	126
Cuadro 28. Evolución de la Bolsa Mexicana de Valores	129
Cuadro 29. Mercado de valores según el instrumento de operación	135
Cuadro 30. Mercado de dinero	137
Cuadro 31. Mercado de capitales	150
Cuadro 32. Decretos que autorizan al Gobierno del Estado de Sonora para Contratar créditos	192
Cuadro 33. Emisiones de mediano y largo plazo	200
Cuadro 34 Nuevo mecanismo de financiamiento estatal	204
Cuadro 35 Nuevo mecanismo de financiamiento estatal	205
Cuadro 36 Experiencias de los Estados en la emisión de bonos(1990-2001)	210
Cuadro 37. Ingresos esperados por el pago de cuota de peaje carretera Hermosillo – Bahía de Kino.	225
Cuadro 38. Ingresos esperados-subsidios en garantía	227
Cuadro 39. Propuestas de un modelo de emisión de bonos estatales de deuda pública	228
Cuadro 40. Esquema tradicionalmente utilizados por los Estados para la bursatilización de instrumentos de deuda	229
Cuadro 41. Modelo de emisión de bonos en obligaciones directas	230

INTRODUCCIÓN:

La emisión de bonos de deuda pública y su colocación en el mercado de valores constituyen un mecanismo para allegarse recursos monetarios adicionales, susceptible de ser utilizado por las entidades federativas y los municipios para financiar sus gastos de inversión

Hoy en día resulta mas que interesante, necesario, visualizar dentro del ámbito público las decisiones de inversión, financiamiento y dividendos de la empresa incluidas en las Finanzas en Administración, pues teniendo el ente público a su cargo la tutela de los intereses de un tercero-sociedad- que cada vez exige más y mejores obras y servicios públicos necesarios para la vida moderna en común, en ese mismo tenor enfrenta el reto de fortalecer e incrementar su hacienda pública y mantener así vigente la función primordial del gobierno

Sí bien las finanzas estatales tiene como marco jurídico a la legislación federal y estatal vigentes y los convenios suscritos como resultado de las relaciones fiscales y financieras intergubernamentales, así también, las entidades federativas obtienen su ingresos por un acto unilateral del Congreso Estatal al aprobar anualmente su Ley de Ingresos en la que se contemplan los diversos conceptos que les proporcionarán recursos

La satisfacción de necesidades colectivas locales requiere la obtención de recursos económicos y financieros por parte de los gobiernos locales y si estos no son suficientes para hacer frente a sus compromisos, pues los mismos son menores que los gastos que demandan, se hace necesario que los encargados del manejo de las finanzas públicas estatales apoyen sus ingresos no únicamente en sus fuentes ordinarias (dentro de las cuales ocupan el primer lugar en importancia las participaciones federales lo que implica que se invierta la importancia misma de los tributos y demás recursos propios como su fuente normal de ingresos, lo que refleja a su vez una mayor dependencia política y financiera hacia el gobierno federal) sino en diversas fuentes extraordinarias financieras.

En este contexto, las entidades federativas se ven en la necesidad de hacer uso de la facultad que les concede el artículo 117 constitucional para obtener poder de compra entregado voluntariamente por quienes lo poseen, que pueden

ser entidades gubernamentales nacionales. instituciones públicas o privadas, organismos y personas físicas y que reciben a cambio un instrumento o promesa de pago; en concreto, " bonos de deuda pública", fuente de ingresos que aún no ha sido aprovechada debidamente por las entidades federativas, no obstante que desde 1983 existe la posibilidad legal de su utilización en la realización de inversiones públicas productivas y el financiamiento de servicios públicos, siempre que en forma indirecta o mediata se generen recursos públicos

Existe un procedimiento de índole financiera, contable, legal y administrativa para que los gobiernos estatales puedan emitir bonos, pero también implica la elaboración de un estudio de factibilidad para conocer las ventajas sociales, económicas, financieras y de otra especie que favorezcan el proyecto que con tales recursos se pretenda realizar

Desafortunadamente, el mecanismo de la emisión de bonos de deuda pública por las entidades federativas se ha dado en forma esporádica y dispersa. Esto les ha significado limitaciones en la obtención de recursos, de modo que han debido apoyarse en las restantes fuentes de ingresos estatales en forma deficitaria para tratar de satisfacer su gasto de inversión.

Por todo lo anterior, el financiamiento de proyectos productivos mediante la obtención de ingresos por bonos de deuda pública resulta de suma importancia para que las entidades federativas y municipios logren satisfacer medianamente las necesidades en lo concerniente a las obras y servicios públicos que requiere la población y que con base en sus recursos ordinarios no alcanzarían a cubrir

Explorar y estudiar la viabilidad de la emisión de bonos de deuda pública como un mecanismo de financiamiento de obra pública (infraestructura) productiva al allegarse recursos adicionales por parte de las entidades federativas en México, al igual que su relevancia y justificación, constituye el objetivo central del presente proyecto de investigación, así, destacan como principales puntos de justificación del tema, en primer lugar, las dificultades presupuestarias a las que día tras día se enfrentan las entidades federativas y los municipios lo que mantiene vigente el interés en la problemática de las relaciones financieras intergubernamentales. y plantea la necesidad de contar con un nuevo federalismo que brinde un fuerte

apoyo a las decisiones fiscales locales, al mismo tiempo que contemple la asistencia de la federación en forma de participaciones en ingresos

Así, cabe señalar el hecho de que los ciudadanos exigen cada vez más y mejores servicios públicos, y no obstante el esfuerzo de las autoridades respectivas en cumplir con tales demandas, debido a las deficiencias presupuestarias, no se logra dar una respuesta efectiva a las mismas, lo que pone al descubierto la inequitativa distribución de funciones fiscales entre los diferentes niveles de gobierno. Por ello resulta pertinente tratar de replantear y armonizar las relaciones entre la federación y las entidades federativas y sus municipios a fin de lograr un mejor ejercicio de las actividades que les correspondan

El excesivo centralismo en la solución de problemas que afectan a nuestro país en las distintas regiones ha propiciado el paternalismo y generado una minusvalía de los estados, que, en la mayoría de los casos, desconocen la realidad que los afecta.

Debido a lo anterior, resulta necesario que en nuestro país se logre descentralizar no sólo los recursos, sino también la capacidad real de decisión, autoridad, responsabilidades y atribuciones, sin poner en riesgo el pacto federal. Como señala Gamas Torruco: "La única posibilidad de desarrollar el sistema federal, base estructural de nuestro constitucionalismo, y aprovechar la energía y la iniciativa local, adaptándola a los requerimientos de una sociedad plural, es integrar un programa de federalismo cooperativo que refuerce a las entidades federativas completando la descentralización. Un buen principio sería acelerar la descentralización de las facultades que actualmente operan en forma concurrente con la federación"¹

Ejemplos del avance alcanzado en dicha dirección los encontramos en materia de salud y educación, sectores con los que, entre otros (desarrollo social,

¹ José Gamas Torruco., *El Estado Federal Orígenes, Realidad.s y Perspectivas*. Gaceta Mexicana de Administración Pública Estatal y Municipal 1996 p 140

agricultura, ganadería y desarrollo rural, medio ambiente, recursos naturales y pesca, comunicaciones y transportes, turismo, energía y reforma agraria), se inicia en nuestro país a principios de los años ochentas la instrumentación del nuevo federalismo. El propósito principal de este programa plasmado en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) es que "un federalismo renovado es la forma de organización política más adecuada para fortalecer la democracia, consolidar la unidad nacional y propiciar un México más equilibrado y justo"². Este gran objetivo es retomado en el Programa para un Nuevo Federalismo (PNF), 1995-2000, donde se establece que "el nuevo federalismo tiene como fin último revertir la concentración de atribuciones y decisiones en el centro, a fin de impulsar las potencialidades locales mediante una descentralización basada en la autonomía política de los estados, la renovación de la unidad nacional, la eficacia de la administración pública, el combate a las disparidades regionales y la revisión de los marcos institucionales, a fin de fortalecer la república ante los retos que la nación enfrentará en el próximo siglo"³.

Aquí cabría preguntarnos qué tan factible es lograr la autonomía política sin haber alcanzado la autonomía financiera. Es cierto que en el impulso al nuevo federalismo ha habido avances en el proceso de descentralización federal, entendida ésta como "la transferencia de aquellas atribuciones y recursos actualmente bajo la responsabilidad de las dependencias, federales, susceptibles de ser ejercidas de manera más eficaz y eficiente por los gobiernos locales y que permitan una participación más directa de la población en la toma de decisiones de la gestión pública"⁴. Sin embargo, la opinión generalizada es que "al proceso que opera en la actualidad en nuestro país lo podemos clasificar como una descentralización operativa, más que una descentralización plena que contemple una delegación de la toma de decisiones. Por otra parte, las competencias de los diferentes órdenes de gobierno no se han modificado, ya que prevalece lo establecido por la Constitución General de la República. El gobierno federal continúa siendo el rector de la programación y asignación de los recursos

² SHCP, *Plan Nacional de Desarrollo 1994-2000*, México 1995, p.v

³ Secretaría de Gobernación, *Programa para un Nuevo Federalismo 1995-2000*, SHCP 1995, p.7

⁴ Gobierno Federal, Secretaría de Gobernación. "Programa para un nuevo Federalismo 1995-2000, Diario Oficial de la Federación. México 6 de agosto de 1997 p.7 y p.11" citado en "La administración pública sonoreense "El pasado

públicos, mientras que los estados no adquieran competencias adicionales a las que les otorga la ley en nuestros días”⁵

Ante dicha problemática, se tiene el antecedente del consenso que existe entre los gobiernos estatales en cuanto a la urgente revisión del federalismo fiscal en su conjunto. “Lo que hay que destacar aquí es que, en su mayoría, más que cuestionar el actual sistema de distribución de participaciones, éstos dirigen sus inquietudes a la necesidad de incrementar el monto global de la recaudación fiscal participable que se les destina”⁶

Durante los últimos años, en diversos foros de México se ha planteado la necesidad de contar con un sistema de distribución de los recursos federales participables a los estados más adecuado y justo, que al mismo tiempo que ayude a su desarrollo en forma progresiva reduzca las diferencias que se presentan entre las entidades federativas.

Como se señaló, la solución posible a este problema se puede plantear con respecto a la necesidad de reestructurar el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal⁷, conforme al cual se establecen la forma y monto de la recaudación y asignación de recursos entre federación y el conjunto de estados y la distribución entre estos, así como el campo de acción respectivo de los participantes. Y en otra dirección se puede explorar la posibilidad de buscar nuevas fuentes de financiamiento, por ejemplo, recurrir al endeudamiento público como fuente de ingresos para financiar un determinado y restringido tipo de actividad, lo que da lugar a la deuda pública, y justifica además la investigación presente.

La deuda pública la pueden adquirir no sólo los tres niveles de gobierno -federal, estatal y municipal-, sino también los sectores, paraestatal y

reciente y el desafío del futuro”. Miguel Jiménez Llamas, Roberto García Romo coordinadores Gobierno del Estado de Sonora, Secretaría de la Contraloría General del estado. 1997. pp.75-77

⁵ Jiménez Llamas et al., op. cit., pp. 113-114

⁶ José Alberto Saucedo Sánchez “Hacia el Federalismo Fiscal” INAP 1996, p.28

⁷ Su fundamento descansa en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y la Ley de Coordinación Fiscal. Esta última vigente desde 1978.

paramunicipal de la administración pública de dichos niveles de gobierno Representa un papel importante en las finanzas públicas contemporáneas, pues es "la clave que permite mantener presupuestos deficitarios, compensando los faltantes de recursos a partir de la emisión de títulos de deuda y de la contratación de créditos[...] pero existe una limitante para la deuda pública en los niveles estatales y municipales, señalada constitucionalmente, que consiste en que no puede emplearse para financiar presupuestos desequilibrados, sino que forzosamente debe ser para compensar algunos recursos que después se obtendrán, y desde luego, estos ingresos extraordinarios deben destinarse a inversión pública productiva, es decir, a proyectos que en forma directa o indirecta produzcan un incremento en los ingresos de dichas entidades, o de sus organismos descentralizados y empresas públicas"⁸

Desde 1980, en México se han logrado avances significativos en materia de coordinación fiscal. No obstante que el nuevo federalismo se propone fortalecer la capacidad institucional y los recursos públicos en los órdenes de gobierno más cercanos a la vida cotidiana de las comunidades,⁹ aún encontramos que los estados y municipios enfrentan severas limitaciones para mantener sus finanzas sanas, es decir existe la creciente tendencia deficitaria, en gran parte debido a niveles importantes de concentración en ciertas entidades de los recursos por participaciones en ingresos federales, así como a ingresos propios insuficientes,¹⁰ y en menor proporción al indebido manejo del endeudamiento público al que algunas de ellas han recurrido ¹¹

⁸ J. Candelario Uribe Gómez, Salvador Santana Loza "Normatividad en materia de Deuda Pública Estatal y Municipal", INDETEC 1994, p.12

⁹ Para lo cual se propuso impulsar la descentralización de funciones, recursos fiscales y programas públicos hacia los Estados, determinándose como medida concreta la descentralización del Ramo 26, que ejerce la Secretaría de Desarrollo Social para entregar los recursos a los municipios a través de gobiernos estatales (Ramo 33) ver José Gamás Torruco, Gaceta Mexicana de Administración Pública Estatal y Municipal "El Estado Federal: Orígenes, Realidades y Perspectivas". 1996, p 140

¹⁰ Estadísticamente el presupuesto de ingresos de las entidades federativas se conforma principalmente por las participaciones federales en orden descendente sus ingresos propios y en tercer término los ingresos por endeudamiento público

¹¹ Cabe recordar que durante los primeros meses de 1995 las entidades federativas experimentaron graves problemas financieros, por lo que el gobierno federal acudió en su auxilio al financiar el monto global de deuda pública estatal y municipal en cantidad de 35,519 millones de pesos, cifra que equivale casi al 64% de las participaciones federales enteradas en 1995 según datos publicados en "El Financiero" del 27 de mayo de 1996

Al efecto, cabe mencionar que, existen diversos trabajos empíricos¹² que también se enfocan a la determinación de la inequidad existente en la distribución de los recursos para las entidades, o específicamente centrados en el sistema de participaciones como tal, pero todos ellos sin excepción caen en la dirección de adoptar como alternativa de solución a la problemática precitada, en el sentido de que se debe reestructurar el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal

Con respecto a la alternativa de solución que consiste en explorar nuevas fuentes de financiamiento que les permitan a las autoridades locales cumplir con sus atribuciones, principalmente en lo que se refiere a la satisfacción de servicios públicos a toda la población, existen en nuestro país estudios muy completos, entre los cuales cabe destacar el realizado por el Instituto Nacional de Desarrollo Técnico para las Haciendas Públicas Municipales durante el año 1993 y que culminó con la publicación en 1994 de la obra "Normatividad en materia de deuda pública estatal y municipal"

Con el documento precitado se busca apoyar "a las entidades federativas y sus municipios en los trabajos tendientes a la obtención de ingresos extraordinarios provenientes de financiamiento público en el marco del federalismo, y proporciona un concepto general, que puede ser moldeado y adaptado por cada entidad federativa, de acuerdo a sus propias necesidades y circunstancias especiales de sus municipios; resultando de utilidad en los servidores públicos, que de alguna forma tengan relación con el manejo del crédito. »¹³

En el mismo sentido, cabe también mencionar el trabajo de César Bojórquez León titulado "El mercado de valores", que publicó INDETEC en 1994 y en el que se estudia el "conjunto de mecanismos que permiten realizar la emisión, colocación y distribución de los valores, que es precisamente lo que da origen al mercado de valores, así como a los principales elementos para un sistema de

¹² José Alberto Saucedo Sanchez, "Hacia el Federalismo Fiscal: La Reforma del Sistema de Asignación de Participaciones Federales a los Estados", INAP 1997

¹³ Uribe Gómez et al op cit p 8

bonos para el desarrollo estatal y municipal".¹⁴ Asimismo, en forma paralela a mecanismos legales, como la concesión de servicios públicos a particulares y la ejecución de obras públicas mediante el establecimiento de contribuciones de mejoras. Existen diversas experiencias obtenidas durante las décadas 1940 y 1950, y más recientemente durante la década de 1990 por algunas entidades federativas en el sentido de hacer uso de diferentes instrumentos financieros, como certificados de participación ordinarios amortizables, pagarés de mediano plazo, papel comercial avalado, etcétera, a través de los cuales se lograron financiar o refinanciar importantes carreteras de cuota, entre las que podemos mencionar "las de Guadalajara-Colima, concesionada a un fideicomiso constituido en BANOBRAS con 148 kilómetros de longitud; los diferentes tramos de la carretera Jiménez-Ciudad Juárez, de 595 kilómetros y bajo concesión del Gobierno del Estado de Chihuahua; la carretera Monterrey-Nuevo Laredo, concesionada a la empresa Viaductos de Peaje, con una longitud de 171 kilómetros; la autopista Cadereyta-Reynosa, concesionada a Impulsora de Autopistas, con una longitud de 175 kilómetros; la carretera Armería-Manzanillo, de 37 kilómetros, bajo concesión de Promotora de Autopistas del Pacífico; la autopista Atlacomulco-Maravatio de 67 kilómetros. Y bajo concesión de BANOBRAS, que forma parte de la vía corta México-Guadalajara; la super carretera Constituyentes-Reforma-La Venta-La Marquesa, de 21 kilómetros, concesionada a la empresa Promotora y Administradora de Carreteras, entre otras importantes vías"¹⁵

Sin dejar de reconocer el avance sustancial existente en nuestro país en cuanto al estudio de los diversos instrumentos crediticios a los que como fuente extraordinaria y adicional de ingresos pueden acudir las entidades federativas y sus municipios, hoy por hoy no se puede considerar que su utilización y aplicación sea abundante y generalizada en el nivel subnacional de gobierno, sino, por el contrario, su uso ha sido limitado y localizado generalmente en las entidades más desarrolladas de nuestro país. En éste trabajo, el criterio de selección de los 5 estudios de caso (Guanajuato, Morelos, Nuevo León, Sinaloa, Sonora) de las 19

¹⁴ César León Bojórquez, "El Mercado de Valores", INDETEC, 1993, p.8

¹⁵ Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas "El Sistema Financiero como Fuente de Recursos para la Infraestructura Pública Local" INDETEC 1992 pp 109-110

entidades federativas (Véase cuadro 36) que durante la última década han recurrido a la emisión de bonos, fue primeramente el acceso a la información respectiva, la presentación de los mismos, el objeto de la emisión y tipo de instrumento por ellas utilizados. Así, resultó pertinente, por una parte, investigar de qué manera se llevó a cabo su puesta en práctica y en qué etapa de amortización se encuentran; en ciertos casos, investigar los motivos y circunstancias que evitaron su aplicación, y por otra, indagar las causas y condiciones que impiden a estados y municipios hacer uso de este mecanismo de financiamiento futuro de infraestructura si, teóricamente, tales instrumentos crediticios deben coadyuvar al fortalecimiento de las finanzas estatales

Con base en lo planteado hasta aquí, se puede enumerar los objetivos de éste trabajo de la manera siguiente:

1) Explorar y estudiar la viabilidad de la emisión de bonos de deuda pública como un mecanismo de financiamiento de obra pública (infraestructura) productiva y de obtención de fondos adicionales por parte de las entidades federativas.

2) Analizar los antecedentes y las experiencias en la utilización de bonos durante el período de 1990-2001 por las entidades federativas en México.

3) Examinar otras experiencias en la utilización de la emisión de bonos por los gobiernos locales de otros países.

4) Hacer propuestas y sugerencias sobre un sistema de financiamiento por emisión de bonos estatales que pongan en práctica las entidades federativas para obtener los ingresos adicionales que les permitan, a su vez la ejecución de proyectos productivos destinados a asegurar su desarrollo

Ahora bien, en relación al tema de investigación surgen diversas interrogantes; de todas ellas, destacamos las siguientes:

1) ¿Es viable y conveniente que las entidades federativas emitan bonos de deuda pública para financiar infraestructura y obra pública productiva en el México de principios del siglo XXI?

- 2) ¿Cuáles son los factores determinantes para impulsar la emisión de bonos de deuda pública a nivel de gobierno local en México?
- 3) ¿Qué obstáculos impiden aprovechar en el ámbito de un gobierno estatal la facultad para obtener ingresos por bonos destinados a la financiación de proyectos de desarrollo productivo a que se refiere el artículo 117 constitucional?
- 4) ¿Cuál es la experiencia y qué lecciones se pueden extraer del uso de la emisión de bonos de deuda pública por el nivel de gobierno estatal en México?
- 5) ¿Cuál es la experiencia del uso de la emisión de bonos de deuda pública (BDP) a nivel local en otros países?
- 6) ¿Cuáles son las condiciones y requisitos mínimos financieros con los que deberán contar las entidades federativas para que sea factible recurrir a la emisión de bonos como fuente de ingresos?

Frente a las anteriores interrogantes y sus posibles respuestas, se ha planteado la siguiente hipótesis basada en las consideraciones anteriores:

“La emisión de bonos de deuda pública (BDP) es una alternativa viable para que las entidades federativas en México financien proyectos productivos de desarrollo en el marco de las siguientes condiciones:

1.- Los proyectos deben ser autoliquidables, es decir, deben ser capaces de generar los ingresos para el pago de la emisión, de preferencia con utilidades

2 - Las entidades federativas pueden optar por el método tradicional de emisión de bonos a largo plazo (mayor a 5 años) mediante la constitución de un fideicomiso de garantía con base en el cual se emitan los títulos valor (Certificados de Participación Ordinarios, Pagarés a Mediano Plazo, etc.) atados a un riesgo proyecto.

3 - O bien, las entidades federativas con capacidad de endeudamiento pueden emitir bonos en forma directa con base en la garantía de plena fe y crédito que le corresponde como ente público

Existe una relación lineal entre la variable dependiente (financiamiento por bonos) y otras variables independientes, a saber: sistemas de financiamiento, grado de desarrollo de las finanzas estatales, incentivos o garantías ofrecidas a los inversionistas, participación de los contribuyentes en la aprobación de proyectos financiados por bonos y servicio de la deuda, a cargo de gobiernos subsecuentes al que asumió originalmente la deuda

Para alcanzar los objetivos señalados y contestar las preguntas de investigación en el presente trabajo, se seleccionó un diseño de investigación no experimental y se puso en práctica una metodología básicamente cualitativa¹⁶ y técnicas de investigación documental. Así, el primero de los métodos antes mencionados se basa en dos premisas: la primera (epistemológica) que considera que los fenómenos financieros son fenómenos sociales históricamente determinados y cuya especificidad solo puede entenderse a la luz de su origen y desarrollo, así como en el contexto de sus múltiples limitaciones. En este entendido nuestro objeto de estudio se sitúa en el marco de un federalismo que a 22 años de la implementación de la coordinación fiscal, resulta ya insuficiente para satisfacer equitativamente las demandas de las finanzas Federales, Estatales y Municipales. Asimismo, a lo largo de la presente investigación se visualiza a la emisión de bonos de deuda pública como una fuente presupuestal adicional al mismo tiempo que como un medio para que las entidades federativas puedan participar formalmente del recurso interno y satisfacer sus necesidades de inversión al ejecutar, con tales recursos, proyectos productivos que aseguren su desarrollo. En relación a la segunda premisa (de carácter técnico) se refiere a la importancia primordial de los documentos cuantitativos en la observación de los fenómenos financieros. De ahí la necesidad de precisar la naturaleza y límite de los datos numéricos. Al efecto, en aras de conformar una base de datos estadísticos que permitieran la observación y el análisis del objeto de estudio, se hizo una revisión de carácter histórico-estadístico y se seleccionó como muestra

¹⁶ Entre ellos el método enunciado por Paul Marie Gaudemet y Joel Molinier en su libro *Fiananzas Públicas* quienes distinguen tres fases en la investigación financiera: la observación de los fenómenos financieros, su análisis y establecimientos de correlaciones y, por último la expresión de leyes financieras o conclusiones. P.M. Gaudemet, J. Molinier. *Finances Publiques*, Tomo I, 1996, P 34 y el de análisis estadístico-histórico

representativa de los 31 estados a 5 de los 19 que durante el periodo de 1990-2001 recurrieron a la emisión de bonos como fuente de financiamiento,

La recolección de datos para la constitución de la muestra se realizó con base en la información periódica proporcionada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores CNBV, Bolsa Mexicana de Valores BMV, Instituto Nacional de Geografía Estadística e Informática INEGI, Instituto Nacional para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas INDETEC en sus informes anuales, y complementándose con datos de otras fuentes gubernamentales (vbg Boletines Oficiales, etc.) así como en algunos datos encontrados en la bibliografía consultada.

Para el análisis de contenido básicamente se examinaron los componentes técnicos de cada emisión, la definición de los términos de los instrumentos empleados, actores participantes, elementos comunes y diferencias.

Con respecto a los estudios de caso, se realizaron entrevistas a observadores privilegiados o participantes en los procesos. Además se buscó información contextual sobre los gobiernos estatales, su situación financiera y sus estrategias de desarrollo regional o estatal. Asimismo, se obtuvo información de fuentes electrónicas y prensa escrita. Por otro lado, conviene señalar que las pretensiones de la presente investigación son limitadas, ya que se pretende discernir sobre nuevas fuentes de financiamiento a las que las entidades federativas puedan acudir en búsqueda de recursos para satisfacer sus gastos de inversión. Este trabajo se circunscribe a analizar la posibilidad de que las entidades federativas consideren la emisión de bonos de deuda pública como alternativa adicional de ingresos. Para ello se examina como estudios de caso las experiencias de las entidades federativas sobre emisión de bonos, realizadas durante el período 1990-2001. La investigación básicamente es documental, pues no incluye la revisión física de las obras o sus procesos. Sí bien se deja de lado, estudiar la posibilidad de que los municipios incursionen en la utilización de esta fuente de ingresos para invertir en gastos de capital, ello obedece a que se considera que los municipios que opten por recurrir a la emisión de bonos como

fuerza adicional de recursos, tendrán -como nivel subnacional de gobierno- que cumplir con la misma normatividad que en la materia les es aplicable a las entidades federativas

La estructura del trabajo de investigación comprende siete capítulos, los cuales se describen a continuación:

En el primer capítulo, denominado "Las Finanzas Públicas Estatales en México" se examina la importancia, que a partir de la coordinación fiscal (1980) y hasta nuestros días ha adquirido el rubro *participaciones federales*, frente a los *recursos propios* en los ingresos estatales. Asimismo, se pondera el hecho de que el renglón *gastos de administración* se lleva la mayor parte del presupuesto de egresos de los estados en oposición al rubro *obra pública y fomento*, lo que justifica en cierta medida, la utilización de fuentes alternativas de financiamiento

En el capítulo II, denominado "Financiamiento del desarrollo por deuda pública", se revisa precisamente la importancia que tiene ésta en el financiamiento del desarrollo de los países que hacen un uso adecuado de la misma. También se analizan las relaciones financieras entre la federación y las entidades federativas, dentro de un contexto de federalismo fiscal en el que se pretende promover el desarrollo regional, haciéndose referencia a las teorías sobre intermediación financiera y desarrollo, así como el papel de la banca comercial y de desarrollo en éste

El capítulo III, titulado "Financiamiento por bonos de deuda pública en países desarrollados", consiste en un examen del financiamiento por bonos de deuda pública en Estados Unidos y en la Unión Europea en el nivel subnacional de gobierno. Así, en cuanto al primero se destaca la importancia de la observancia del pacto federal como parte del éxito obtenido por el nivel local de gobierno en el financiamiento de gastos de capital por emisión de bonos. Y en lo que se refiere a la Unión Europea se subraya la importancia relativa que en los presupuestos de las administraciones territoriales locales tiene el endeudamiento por operaciones de crédito o por emisiones en el mercado de obligaciones.

Con el título de "Bonos federales de deuda pública en México", en el capítulo IV se analiza el financiamiento por bonos de deuda pública en el ámbito federal, comenzando con los antecedentes del mercado de valores mexicano, su

inserción en la modernidad y su clasificación. Asimismo, se describen brevemente los principales instrumentos de inversión del mercado de dinero y de capitales, tanto gubernamentales como de instituciones bancarias e instituciones privadas no bancarias.

En el capítulo V, denominado “Normatividad del financiamiento local por emisión de bonos”, se examina el aspecto normativo tanto federal como estatal aplicable en materia de deuda pública local, y se analiza el “nuevo esquema de financiamiento” que a partir del presente siglo deben observar las entidades federativas que pretendan contraer deuda pública

“Experiencias de financiamiento local por emisión de bonos” se titula el capítulo VI. En él se revisan las diferentes experiencias que durante el período 1990-2001 han acumulado 19 de los 31 estados que han acudido a la emisión de bonos de deuda pública como fuente adicional de recursos, destacándose las de los estados de Sinaloa, Sonora, Guanajuato, Morelos y Nuevo León. También se realiza un análisis comparativo de las mismas.

El capítulo VII, “Propuesta de un modelo de emisión de bonos estatales de deuda pública”, plantea la estructura, marco jurídico y demás aspectos técnicos de la emisión directa de bonos estatales, así como el diseño de un micro modelo para el financiamiento del desarrollo económico del Estado de Sonora, en base a la bursatilización de derechos por el uso de la carretera de cuota Hermosillo – Bahía de Kino.

Y, finalmente, el capítulo VIII contiene las conclusiones y recomendaciones extraídas de la presente investigación.

CAPÍTULO I

LAS FINANZAS ESTATALES EN MÉXICO

El concepto finanzas estatales se refiere a las distintas actividades y políticas a través de las cuales los gobiernos de los estados se allegan los recursos materiales necesarios para sufragar sus necesidades de gastos, en los términos establecidos en las leyes federales y estatales respectivas. Para efectos del tema de investigación, resulta conveniente analizar los diferentes rubros a través de los cuales los estados adquieren recursos (ingresos) como el destino o utilización de éstos (gasto público).

En este capítulo se presenta primeramente la estructura de los ingresos estatales, su composición efectiva ordinaria y su análisis cuantitativo, por el periodo 1991-1999. Seguidamente se hace referencia a la estructura de los egresos estatales y su composición efectiva ordinaria por el periodo mencionado, y después de su análisis financiero, se les contrasta con los ingresos a fin de identificar el resultado neto fiscal (superávit o déficit) lo que conduce al renglón del endeudamiento público estatal y su estructura, lo que a su vez permite visualizar cuales son los estados que con mayor viabilidad pueden hacer uso de la emisión de bonos de deuda pública.

A) Estructura de los ingresos estatales

En los términos del artículo 31 fracción IV de la Constitución Federal así como en las Leyes de Ingresos de las entidades federativas, se faculta a éstas para recaudar los ingresos necesarios para cubrir sus presupuestos de egresos en concordancia con el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal, previsto en la Ley de Coordinación Fiscal, de acuerdo a la configuración del federalismo mexicano.

En el Sistema Nacional de Coordinación fiscal se contempla la recaudación más importante o cuantiosa a favor de la federación por concepto de Impuesto al Valor Agregado, el Impuesto sobre la Renta y los Derechos sobre la extracción de petróleo y minería principalmente. La federación concentra los recursos y

distribuye el 20% del total recaudado hacia los estados que conforman la República Federal Mexicana.¹⁷ De éste porcentaje, a su vez se entrega una pequeña parte a los municipios, que en términos relativos se traduce en promedio en el 4% del total de recursos recaudados a nivel nacional.¹⁸ Es decir, del total de los ingresos captados a nivel estatal los más cuantiosos (Impuesto al Valor Agregado, Impuesto sobre la Renta y otros) se destinan a la federación y ésta regresa una mínima parte a los Estados y sus Municipios bajo el rubro de Participaciones Federales y Convenios entre los diferentes niveles de gobierno. Esto es, no hay una relación entre los ingresos que se generan y se perciben en las localidades o regiones, pero que se destinan a la federación y los ingresos que reciben mediante las participaciones federales. La proporción en que se distribuyen los ingresos es superior a favor de la federación. Por otra parte, los estados tienen diferentes renglones de ingresos y se pueden clasificar en ingresos ordinarios e ingresos extraordinarios según su percepción sea regular o extraordinaria. Otra forma de clasificarlos es en ingresos tributarios y no tributarios o financieros. Para efectos del tema de investigación se atenderá a la primera clasificación:

1) Ingresos efectivos ordinarios de los estados

Los ingresos efectivos ordinarios estatales son los que proceden de sus propias fuentes normales u ordinarias y se componen de los impuestos, contribuciones especiales, derechos, productos y aprovechamientos, así como de las participaciones federales que son una fuente ordinaria de ingresos por convenio con el nivel federal del gobierno. En términos generales, los anteriores conceptos se definen considerando que los *impuestos* son contribuciones establecidas en ley a cargo de las personas físicas y morales que se colocan en las situaciones jurídicas o de hecho previstas en las leyes impositivas correspondientes (sobre propiedad ejidal, sobre ingresos personales específicos, sobre capitales y otros indirectos); las *contribuciones especiales* son las prestaciones que los particulares pagan obligatoriamente al Estado, como

¹⁷ Véase artículo 2 de la Ley de Coordinación Fiscal

¹⁸ Véase en el artículo 2A de la Ley de Coordinación Fiscal la fórmula del Coeficiente de Participaciones de la Recaudación Federal de los Estados y Municipios.

aportación a los gastos que ocasionó la realización de una obra o la prestación de un servicio público de interés general que los benefició o beneficia en forma específica; los *derechos* son los ingresos por los servicios públicos que presta el estado en sus funciones de derecho público, o por la explotación de bienes sobre los cuales el estado ejerce un poder de monopolio; los *productos* son los que provienen de la explotación de los bienes del dominio privado del estado o por la prestación de servicios del Estado en funciones de derecho privado; los *aprovechamientos* son los ingresos estatales no clasificados en las categorías anteriores pero que provienen de sus fuentes normales u ordinarias de ingresos ¹⁹ Las *participaciones federales* son los recursos que obtienen las entidades federativas como resultado de compartir la recaudación de ingresos federales convenidos entre ellos o de acuerdo con lo dispuesto en la ley correspondiente. Entre estos convenios, se encuentran el Fondo General de Participaciones, el Fondo de Fomento Municipal, el de Tenencia o Uso de Vehículos, sobre Automóviles Nuevos, el Fondo de Impuestos Especiales sobre Producción y Servicios a las Bebidas Alcohólicas, Cerveza y Tabaco, el de Aportaciones para el Fortalecimiento de los Municipios y otros más ²⁰

2) Análisis de los ingresos efectivos ordinarios estatales durante el período 1991-1999

De los cuadros 1 y 2 correspondientes a los ingresos efectivos ordinarios de los 31 estados de la República en el periodo 1991-1999, nos interesa destacar el rubro de *participaciones federales* toda vez que a partir de la creación del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal (1980), ciertamente los ingresos de los estados han experimentado un crecimiento constante, pero también es verdad que el monto de ingresos propios estatales es menor al monto de los ingresos que por

¹⁹ Sección de "definición de términos", INEGI "Finanzas públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999", 1997, 2001 p. 295 p 399

²⁰ Ibidem p. 296

CUADRO 1. Seccion 1

**INGRESOS EFECTIVOS ORDINARIOS DE LOS ESTADOS DE LA REPUBLICA MEXICANA
A PESOS CORRIENTES DE 1991-1995 (MILONES DE PESOS)**

	1991	1992	1993	1994	1995
Impuestos	1 150 208	1 584,250	1 811 518	2,028 854	2 385 840
Contribuciones Especiales	-	-	-	-	72 480
Derechos	1,036 547	1 704,399	1 936 138	2,268 242	2 331 667
Productos	807 110	1,896 245	1 149 719	1 004 298	2 511 359
Aprovechamientos	1 612 613	3 783 029	10 642 099	21 555,978	3 010 186
Participaciones Federales	20,536 494	25 262 520	29 866 000	34,510 778	41 665 875

Fuente: INEGI "Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995"

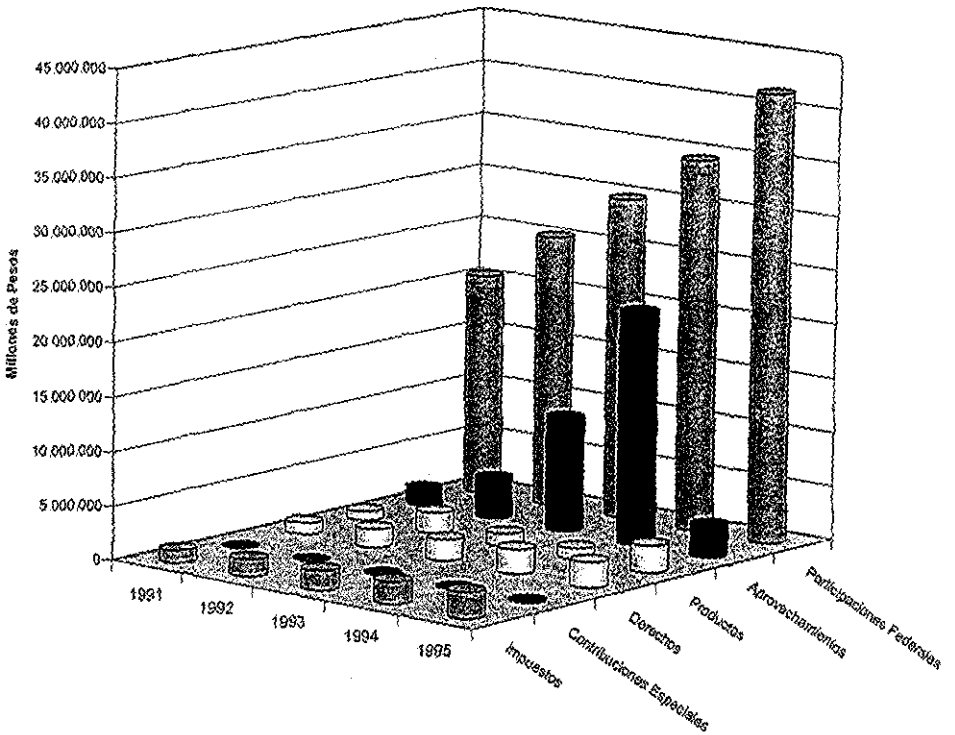
CUADRO 1 seccion 2

**INGRESOS EFECTIVOS ORDINARIOS DE LOS ESTADOS DE LA REPUBLICA MEXICANA
A PESOS CORRIENTES DE 1996-1999 (MILONES DE PESOS)**

	1996	1997	1998	1999
Impuestos	3 239,804 409	4 316,514 500	5 470 148 958	7 037 315 962
Contribuciones Especiales	104 882 758	113 591 601	118 885 164	182 736 520
Derechos	2 908 930,415	3,647 577 516	4 847 749 569	6 054 914 371
Producto	2 519 782 350	5 067 008 283	5 125 756 763	6 319 869 180
Aprovechamientos	2 076,802 315	2 939,837 576	3 777 603 967	4 656 174 395
Participaciones Federales	61 786 407 124	78 987 518 764	96 074 972 420	119 240 991 322

Fuente: INEGI "Finanzas Públicas estatales y municipales 1996-1999"

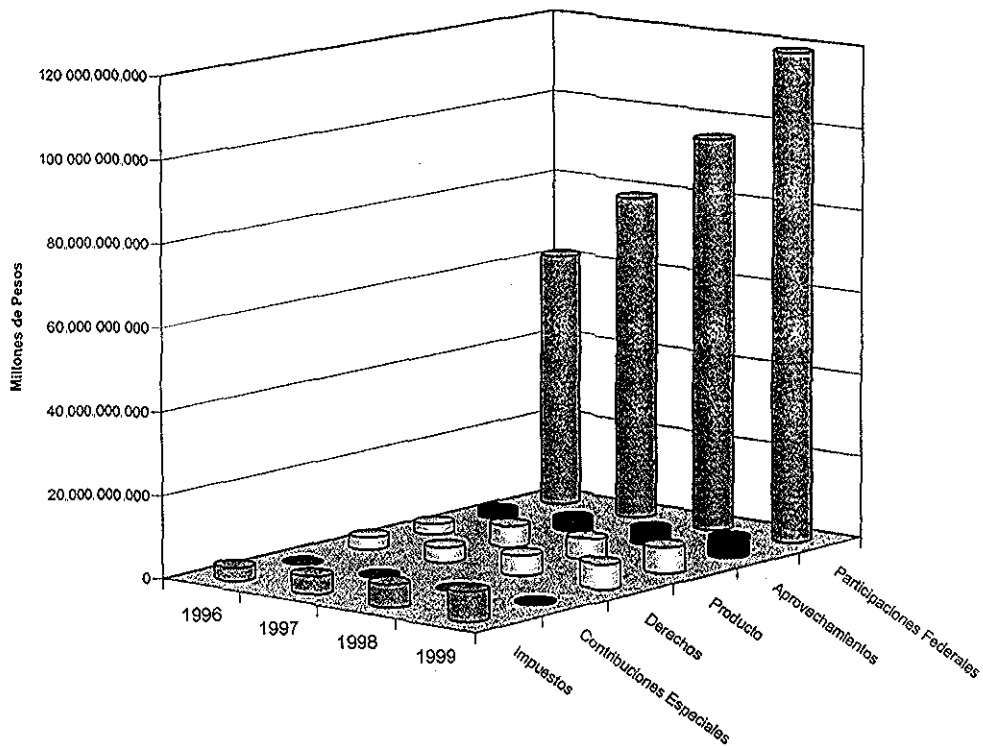
GRÁFICA 1 SECCION 1
 Ingresos Efectivos Ordinarios de los Estados a Pesos Corrientes
 por los Años 1991 - 1995



Fuente: INEGI "Finanzas Públicas estatales y municipales de México 1991-1995."

TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

GRAFICA 1 SECCION 2
Ingresos Efectivos Ordinarios de los Estados a Pesos Corrientes
 por los Años 1996 - 1999



Fuente: INEGI "Finanzas Públicas Estatales y Municipales de México 1996-1999."

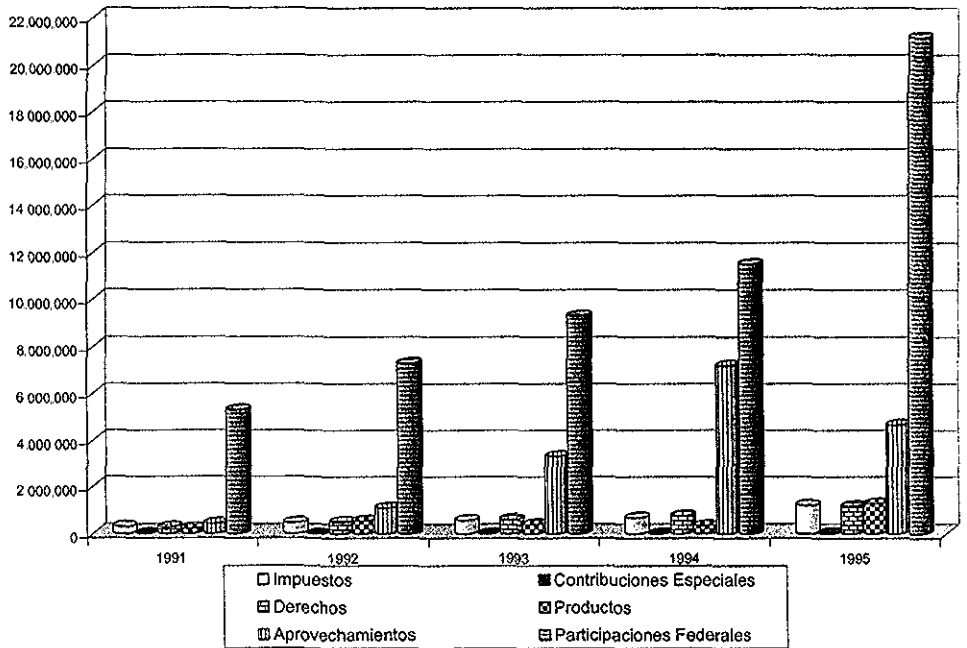
TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

CUADRO 2
INGRESOS EFECTIVOS ORDINARIOS DE LOS ESTADOS DE LA REPÚBLICA MEXICANA
A PESOS REALES 1991-1999
(1999=100) (MILLONES DE PESOS)

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Total	6,491,916	9,892,599	14,175,589	20,509,237	26,399,327	49,100,245	72,980,218	105,943,910	146,430,570
Impuestos	296,984	457,848	565,556	678,043	1,211,788	2,101,336	3,239,975	4,870,073	7,037,315
(% del total)	4.50%	4.60%	3.90%	3.30%	5%	4.20%	4.40%	4.50%	4.80%
Contribuciones Especiales					36,813	68,026	85,261	105,843	182,736
Derechos	267,636	492,571	604,462	758,046	1,184,254	1,886,731	2,737,871	4,315,951	6,054,914
Producto	208,396	548,015	398,942	335,636	1,275,519	1,634,330	3,803,296	4,563,461	6,318,869
Aprovechamientos	416,377	1,093,295	3,322,463	7,204,008	1,528,873	1,347,014	2,206,641	3,363,200	4,656,174
Participaciones Federales	5,302,523	7,300,868	9,324,165	11,533,502	21,162,097	40,074,663	59,288,031	85,535,547	119,240,991
(% del total)	81.60%	73.80%	65.70%	56.20%	80%	81.60%	81.20%	80.70%	81.40%
Deuda Pública	1,114,553	1,675,332	2,261,434	3,041,558	6,115,645	7,481,501	10,050,589	14,096,386	18,450,739
(% del total)	17.30%	16.90%	15.90%	14.80%	23%	15.20%	13.70%	13.30%	12.50%

Fuente: INEGI, Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1998.
 Índices de deflación proporcionados por el Banco de México en su Informe Anual 2001

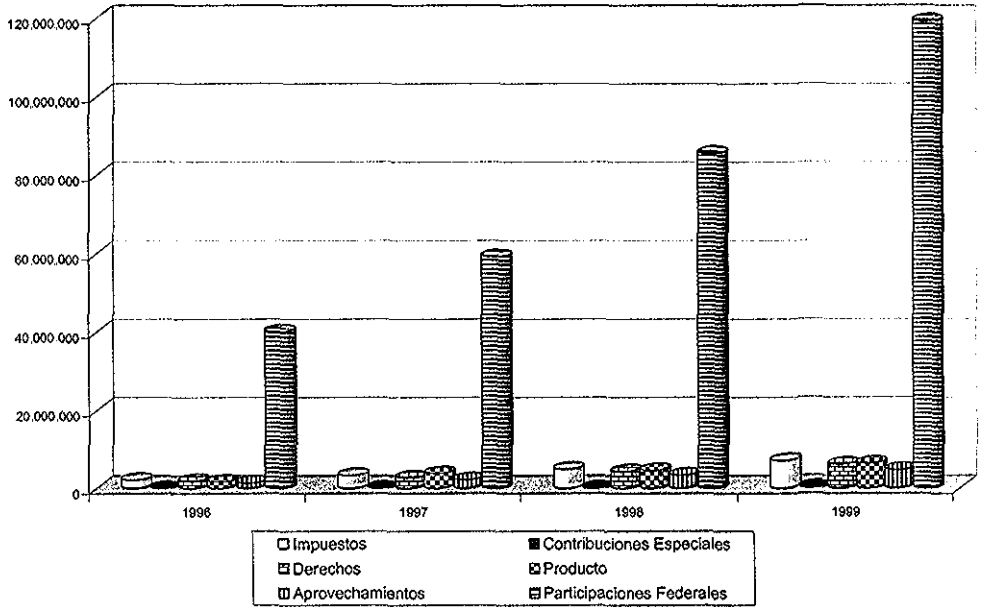
GRAFICA 2 SECCION 1
Ingresos Efectivos Ordinarios de los Estados a Pesos Reales
 por los Años 1991 - 1999



Fuente: INEGI, "Finanzas Públicas Estatales y Municipales, 1991-1995"
 Índices de deflación proporcionados por el Banco de México en su Informe anual 2001

**TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN**

GRAFICA 2. SECCION 2
 Ingresos Efectivos Ordinarios de los Estados a Pesos Reales
 por los Años 1996 - 1999



Fuente: INEGI, "Finanzas Públicas Estatales y Municipales. 1996-1999"
 Índices de deflación proporcionados por el Banco de México en su Informe anual 2001

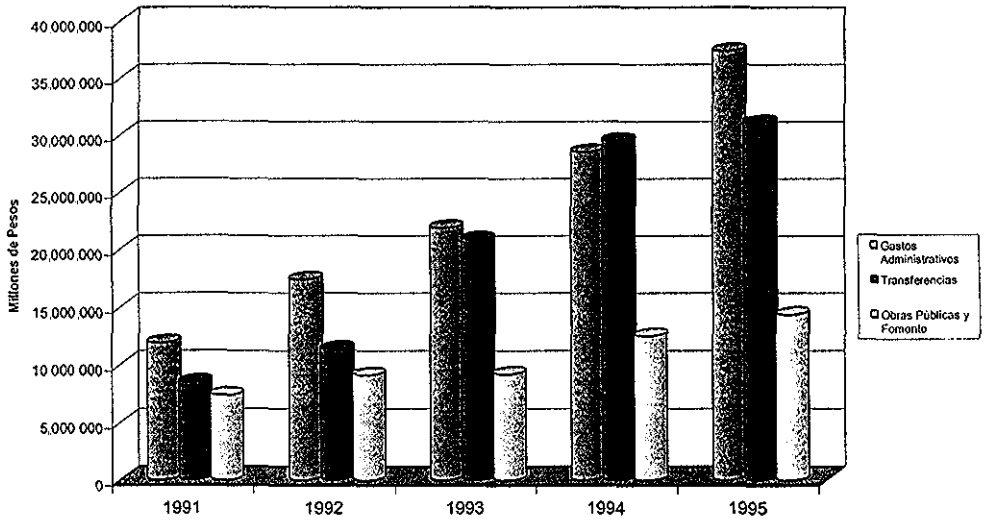
TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

CUADRO 3
EGRESOS EFECTIVOS ORDINARIOS DE LOS ESTADOS DE LA REPÚBLICA MEXICANA
A PESOS CORRIENTES DE 1991-1999
(MILLONES DE PESOS)

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Total	27,794,289	37,908,905	52,013,855	70,608,791	82,881,240	113,224,238,623	163,785,330,556	227,809,723,970	292,369,599,145
Gastos Administrativos	11,918,148	17,405,985	21,904,472	28,546,189	37,387,223	58,552,272,538	73,080,057,335	86,055,938,152	101,385,575,772
(% del total)	42.00%	45.90%	42.10%	40.40%	45%	51.70%	44.60%	37.70%	34.60%
Obras Públicas y Fomento	7,375,075	9,121,515	9,193,374	12,508,603	14,350,550	13,431,741,522	18,143,644,240	23,333,526,751	30,642,785,095
(% del total)	26.50%	24%	17.60%	17.70%	15%	11.80%	11%	10.20%	10.40%
Transferencias	8,501,064	11,381,393	20,916,108	29,554,017	31,143,465	41,240,234,563	72,561,628,981	118,420,259,067	160,341,238,278
(% del total)	30.50%	30%	40.20%	41.60%	37.50%	36.40%	44.30%	51.90%	54.80%

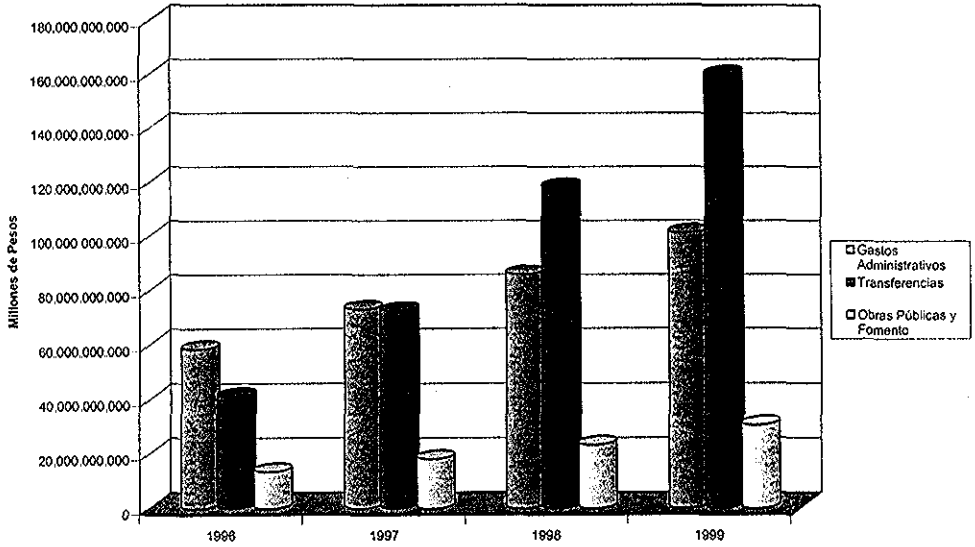
Fuente: INEGI, "Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999."

GRAFICA 3. SECCION 1
Egresos Efectivos Ordinarios de los Estados a Pesos Corrientes
Por los Años 1991 - 1995



Fuente: INEGI "Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995"

GRAFICA 3. SECCION 2
Egresos Efectivos Ordinarios de los Estados a Pesos Corrientes
Por los Años 1996 - 1999



Fuente: INEGI "Finanzas Públicas Estatales y Municipales de México 1996-1999."

CUADRO 4
EGRESOS EFECTIVOS ORDINARIOS DE LOS ESTADOS DE LA REPUBLICA MEXICANA
A PESOS REALES DE 1991-1999
(1998=100) (MILLONES DE PESOS)

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Total	7,176,485	10,955,673	16,238,756	23,597,457	42,095,381	73,437,086	122,937,260	202,818,350	292,369,599
Gastos Administrativos	3,077,266	5,030,333	6,838,576	9,540,130	18,988,970	37,977,003	54,853,880	76,615,601	101,386,575
(% del total)	42.80%	45.90%	42.10%	40.40%	45.10%	51.70%	44.60%	37.70%	34.60%
Obras Públicas v Fomento	1,904,244	2,636,118	2,870,171	4,180,375	7,288,644	8,711,827	13,616,619	20,773,838	30,642,785
(% del total)	2.60%	24.00%	17.60%	17.70%	17.30%	11.80%	11.00%	10.20%	10.40%
Transferencias	2,194,975	3,289,223	6,530,009	9,876,952	15,817,765	26,748,408	54,464,757	105,429,320	160,341,238
(% del total)	30.50%	30.00%	40.20%	41.80%	37.50%	36.40%	44.30%	51.90%	54.80%

Fuente: INEGI, Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999.
Índices de deflatación proporcionados por el Banco de México en su informe anual 2001

CUADRO 5
EGRESOS BRUTOS DE LOS ESTADOS DE LA REPÚBLICA MEXICANA
A PESOS CORRIENTES DE 1991-1999
(MILLONES DE PESOS)

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Total	34,719,398	51,865,273	68,140,995	90,271,575	111,039,766	143,670,808,558	199,273,731,771	273,850,446,885	339,960,574,371
Gastos Administrativos	11,918,148	17,405,995	21,904,472	28,546,169	37,387,223	58,552,272,538	73,080,057,335	86,055,938,152	101,385,575,772
(% del total)	34.33%	33.55%	32.15%	31.62%	33.67%	40.75%	36.67%	31.42%	29.82%
Obras Públicas y Fomento	7,375,075	9,121,515	9,193,374	12,508,603	14,360,550	13,431,741,522	18,143,644,240	23,333,528,751	30,642,785,095
(% del total)	21.24%	17.59%	13.49%	13.86%	12.92%	9.35%	9.10%	8.52%	9.01%
Transferencias	8,501,064	11,381,393	20,916,108	29,554,017	31,143,465	41,240,224,563	72,561,628,981	118,420,259,067	160,341,238,278
(% del total)	24.49%	21.94%	30.70%	32.74%	28.05%	28.70%	36.41%	43.24%	47.16%
Deuda Pública	1,345,994	4,073,116	4,349,566	5,202,128	13,210,841	14,238,447,602	16,889,798,853	19,757,064,062	21,439,674,512
(% del total)	3.88%	7.85%	6.38%	5.76%	11.90%	9.91%	8.48%	7.21%	6.31%
Otros	5,579,117	9,903,254	11,777,475	14,460,658	14,947,687	16,208,122,333	18,598,602,362	26,283,668,853	26,151,300,714
(% del total)	16.07%	19.09%	17.28%	16.02%	13.46%	11.28%	9.33%	9.60%	7.69%

Fuente: INEGI, "Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999."

CUADRO 6
EGRESOS BRUTOS DE LOS ESTADOS DE LA REPÚBLICA MEXICANA
A PESOS REALES DE 1991-1999
(1999=100) (MILLONES DE PESOS)

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Total	8,964,549	14,994,845	21,273,618	30,168,760	56,397,095	19,871,082,499	27,470,299,242	41,192,874,370	47,883,344,824
Gastos Administrativos	3,077,266	5,030,333	6,838,576	9,540,130	18,988,970	37,977,003	54,353,890	76,615,601	101,385,575
(% del total)	34.33%	33.55%	32.15%	31.62%	33.67%	0.19%	0.20%	0.19%	0.21%
Obras Públicas y Fomento	1,904,244	2,636,118	2,870,171	4,180,375	7,288,644	8,711,827	13,618,619	20,773,838	30,642,785
(% del total)	21.24%	17.58%	13.49%	13.86%	12.92%	0.04%	0.05%	0.05%	0.06%
Transferencias	2,104,975	3,289,223	6,530,009	9,876,952	15,817,765	26,748,409	54,464,757	105,429,320	160,341,238
(% del total)	24.49%	21.94%	30.70%	32.74%	28.05%	0.13%	0.20%	0.26%	0.33%
Deuda Pública	347,536	1,177,131	1,357,935	1,738,551	6,709,786	9,235,057,115	13,015,278,996	17,589,714,134	21,439,874,512
(% del total)	3.88%	7.85%	6.38%	5.76%	11.90%	46.59%	47.38%	42.70%	44.77%
Otros	1,440,528	2,862,040	3,676,928	4,832,752	7,591,930	10,512,588,145	14,332,082,980	23,400,341,477	26,151,300,714
(% del total)	16.07%	19.09%	17.28%	16.02%	13.46%	53.04%	52.17%	56.81%	54.61%

Fuente: INEGI. Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999.
 Índices de deflacción proporcionados por el Banco de México en su Informe Anual 2001

participaciones federales perciben los estados. Como ya se mencionó, las *participaciones federales* son los recursos que obtienen las entidades federativas como resultado de compartir la recaudación de ingresos federales convenidos entre ellos o de acuerdo con lo dispuesto en la ley correspondiente. Los cuadros 1 y 2 muestran los ingresos efectivos ordinarios en los periodos bajo análisis en pesos nominales y reales respectivamente. El análisis real proporciona importante información con respecto a las tendencias financieras estatales. Así, tres hechos se distinguen: 1) el crecimiento de los ingresos estatales en el periodo que se examina; 2) el renglón más importante de ingresos estatales desde 1991 hasta 1999 es el de las participaciones federales; se ha consolidado como tal, seguido del renglón de impuestos estatales; 3) el problema de los déficits financieros que aparecen en todos los años de la década que se analiza, debido al limitado crecimiento de los principales renglones de ingresos estatales.

La tendencia de crecimiento de los diferentes renglones de ingresos estatales se observa claramente en las gráficas 1 sección 1 y sección 2. De 1991 a 1995 el principal renglón de ingresos de los estados lo constituyeron las participaciones federales. Posteriormente, de 1996 a 1999, se repite la tendencia: *es decir, los ingresos estatales por participaciones federales es el renglón más importante*. Los *impuestos*, por su parte, observan en todo el periodo un crecimiento lento comparado con el de las participaciones federales. Aun más, como se puede ver, en 1994 los impuestos tuvieron la participación más baja (3.3%) en el total de los ingresos, en todo el periodo. En 1991 el renglón de impuestos fue el más alto (4.8%) y se mantuvo un promedio alrededor del 4.3% del total de ingresos estatales en los años intermedios; pero esta proporción quedó aun muy lejos de superar el 81.6% de participaciones federales de los años de 1991 y 1996, respectivamente. Por su parte, las participaciones federales se consolidan como el principal renglón de ingresos estatales, pues de un máximo de 82% de proporción en el total en 1991, tendieron a decrecer durante los años 1992, 1993 y 1994, alcanzando en éste último un mínimo de 56.2%, y volver a promediar un 80% en los años restantes.

En resumen existe una alta dependencia de las finanzas estatales con respecto de los ingresos provenientes de las participaciones federales. En consecuencia, se puede aseverar que aquellas se han debilitado en la medida en que sus propias fuentes de ingreso han disminuido. Las gráficas 1 sección 1 y 1 sección 2, corroboran el análisis anterior, pues si bien los ingresos estatales han seguido una tendencia creciente en el periodo analizado, dicho incremento de los recursos estatales no es suficiente para satisfacer las demandas sociales a su cargo. Las condiciones en la estructura de las finanzas estatales requieren necesariamente de un equilibrio, en los recursos y captación de ingresos con respecto a los gastos a realizar. En este sentido y aún cuando el renglón de participaciones federales a los estados durante el periodo 1991-1999 año tras año se incrementó en mayor medida que el rubro de los ingresos propios, existe una demanda importante de las autoridades financieras estatales²¹ respecto a una reasignación de las participaciones en ingresos federales en forma más justa, pues la suma de éstos y sus ingresos propios resultan insuficientes para atender las necesidades de la población. Por ello resulta necesario que los estados recurran a fuentes alternativas de captación de recursos.

Por lo anterior, el análisis de los ingresos estatales, debe complementarse con el análisis de los rubros y tendencias de los egresos de los estados, mismos que se observan a continuación.

B) Estructura de egresos y gasto público estatales

Conforme a la doctrina, el presupuesto comprende tanto los ingresos como los egresos del estado; es decir, en un solo documento se contemplan los dos

²¹ En la síntesis de los comentarios hechos por 20 gobernadores respecto al Sistema Nacional de Coordinación Fiscal publicada en la Revista Época No.223 11 Sept. 1995, pp. 13-17, destacan dos preguntas y sus respuestas condensadas que confirman tal demanda: 1. *¿Cómo considera el actual sistema de participaciones fiscales de la federación a los estados?* La distribución es inequitativa, entorpece la capacidad de planeación y atrofia las habilidades administrativas de las entidades federativas, falta transparencia en el Sistema de Coordinación fiscal, "las cifras parecen secreto de Estado, mientras los recursos estatales se vayan al DF., habrá una capital monstruosa y estados marginados". Es un sistema centralista, obsoleto, injusto, debe reformarse para atender los requerimientos y necesidades de desarrollo en cada estado. 2. *Expresamente cuál es la propuesta de su estado para mejorar esa participación?* La federación debe asignar fondos disponibles a partir de la expresión general de un propósito, se debe transitar de un convenio de coordinación fiscal a una coordinación hacendaria. Es decir, es necesario modificar la Ley de Coordinación y el Régimen Fiscal, para que el estado sea recaudador o incremente sus ingresos. "La redistribución de la recaudación federal debe ser: 60% para la federación 30% para los estados y 10% para los municipios"

rubros No obstante, en México la Ley de Ingresos y el Presupuesto de Egresos son documentos jurídicos distintos.

El Presupuesto de Egresos de los estados se puede definir como la autorización que el Poder Legislativo local otorga al Ejecutivo para que durante el periodo de un año realice, a través de su administración activa, las erogaciones necesarias destinadas a satisfacer las obras y servicios públicos a su cargo, en los términos previstos en el propio presupuesto

Una vez que el presupuesto de egresos se ejerce, estamos en presencia del gasto público, al que el maestro Emilio Margain Manautou define como “las erogaciones hechas por los estados a través de su administración activa o directa, destinadas a satisfacer las funciones de sus entidades en los términos previstos en sus presupuestos respectivos” ²²

El presupuesto de egresos de las entidades federativas se clasifica por ramos con referencia a los Poderes Ejecutivo, Legislativo y Judicial, las diferentes dependencias del gobierno y los organismos descentralizados mediante los cuales se ejerce dicho presupuesto También se clasifica por concepto del gasto en servicios personales, materiales y suministros, servicios generales, transferencias, bienes muebles e inmuebles, obras públicas, inversiones y cancelaciones de pasivo Tratándose de la clasificación económica del gasto, se puede identificar cada renglón según su naturaleza económica: corriente o de capital; los primeros no aumentan los activos de gobierno, mientras que los segundos, es decir, los de capital, son aquellos que alimentan la capacidad de producción, ya sea a través de la inversión física directa o de las inversiones financieras Para efectos del tema de investigación, se atiende a la clasificación por concepto del gasto que comprende los rubros de los egresos estatales, y, seguidamente se analizan en forma complementaria las tendencias de sus principales renglones

²² Emilio Margain Manautou. *Introducción al Estudio del Derecho Tributario Mexicano* 2000 p 123

1) Egresos efectivos ordinarios de los estados

Los egresos ordinarios o normales estatales se componen de los renglones de *gastos de administración, obra pública y fomento, y transferencias*. Los *gastos de administración* se refieren a las erogaciones por pagos a los empleados públicos de los estados (principalmente por concepto de sueldos, aguinaldos, etc.), y demás gastos propios de la administración (servicios generales, mantenimiento, etc.); los *gastos de obra pública y fomento* son las erogaciones para la construcción de obra pública, la adquisición de muebles e inmuebles, valores financieros, y otras inversiones públicas; los gastos por *transferencias* incluyen otros gastos financieros, tales como el pago de intereses de la deuda pública y los efectuados por terceras personas.²³

2) Análisis de los egresos efectivos ordinarios de los estados durante el periodo 1991-1999

Del análisis de los datos de los cuadros 3 y 4 de los egresos ordinarios efectivos de los estados de la República Mexicana a pesos corrientes y constantes respectivamente, durante el periodo 1991-1999 y sus gráficas 2 sección 1 y 2 sección 2, se desprende que, los gastos administrativos son el renglón más importante. Los gastos administrativos se han mantenido por arriba del 35% del total de los egresos y en algunos años alrededor del 45% (1992 y 1995), alcanzando su máximo de 52% en 1996 y su mínimo de 34.6% en 1999.

Las gráficas 2 sección 1 y 2 sección 2 muestran dos tendencias negativas y peligrosas: 1) desde 1991, los gastos administrativos se han consolidado como el rubro que absorbe la mayor cantidad de los egresos estatales, y 2) el renglón de

²³ Instituto Nacional de Estadística. Geografía e Informática. op cit 1997 2001 p.27 p.25

gastos administrativos se aleja cada vez más de las cantidades destinadas a cubrir el gasto por obra pública y fomento. Así, por ejemplo, en 1991 y 1996 los gastos administrativos absorbieron el 43% y 52% respectivamente, de los ingresos totales de los estados, mientras que para los mismos años, a obras públicas y fomento únicamente se les asignaron el 2.6% y 12%, respectivamente, de los ingresos estatales. La distancia entre ambos rubros se observa en las gráficas 2 sección 1 y 2 sección 2 y en los cuadros 3 y 4.

Los gastos administrativos han significado aproximadamente el 47% de los egresos *versus* el 14% del renglón de obra pública y fomento. Otra peligrosa tendencia que se observa en las gráficas 2 sección 1 y 2 sección 2, es la disminución en un 11% de los gastos administrativos hacia 1998 y 1999, ya que el renglón de obra pública y fomento no crece en términos absolutos en una proporción equivalente, sino que, por el contrario, decrece en un 4% en esos mismos años.

A partir del establecimiento de la Coordinación Fiscal (1980), el total de egresos brutos de los estados se ha incrementado a un ritmo promedio aproximado de 25% anual durante la primera década y de un 50% anual durante la siguiente década, en términos nominales, es decir, sin descontar la inflación (Véase cuadro 5).

Por otra parte, y respecto a la aplicación de recursos efectivos (Véase cuadro 4), tenemos que en 1991 de los 7, 176, 485 millones de pesos erogados por los estados, el 43% se destinó para gastos administrativos, el 2.6% para obras públicas y fomento; el 30.5% a transferencias²⁴. Al fin del periodo 1991-1999 los egresos erogados por los estados sumaron 292, 369, 599 millones de pesos. De ellos, el 34.6% se aplicó a gastos administrativos, el 10.4% a obras públicas y fomento; el 55% a transferencias y el 7.3% a amortizar la deuda pública. Cabe subrayar que el renglón transferencias al final y al principio del periodo bajo

²⁴ Transferencias (egresos) son las erogaciones corrientes y de capital en dinero o en especie, que el estado o municipio destina a terceros (personas físicas o morales, instituciones públicas o privadas), a través de subsidios, subvenciones, participaciones, compensaciones, pagos de seguridad social etc. para realizar actividades de tipo social que mejoren el nivel de vida y para fomentar actividades de índole cultural o económica tales como subsidios, ayudas u otros beneficiarios. INEGI, op. cit., p.401

análisis supera en extremo al renglón obra pública y fomento, lo cual nos indica que la capacidad de producción de los estados es bastante limitada, ya sea en inversión física directa o en inversión financiera

Siguiendo con el análisis de los cuadros 3 y 4 tenemos lo siguiente: durante el periodo 1991-1999 los gobiernos de los estados han visto crecer su administración pública de manera tal que una parte significativa de su presupuesto de egresos se destina a cubrir este renglón. Así, tenemos que en 1991 del presupuesto total de egresos efectivos ordinarios de las entidades federativas, 27,794,289 millones de pesos se destinaron al renglón de "gastos de administración", el 42% del total, es decir, 11,918,148 millones de pesos; en tanto que al renglón de "obra pública y fomento" se asignaron 7,375,075 millones de pesos, equivalentes al 26.5% del total

En 1999, de los 292,369,599,145 millones de pesos (mdp) de presupuesto total de egresos de las entidades federativas se destinaron al renglón de "gastos de administración" 101,385,575,772 millones de pesos, es decir, el 34.6% del total; en tanto que, al renglón de "obras públicas y fomento" sólo se destinaron 30,642,785,095 millones de pesos equivalentes al 10.4% del total

De lo anterior se desprende que el gasto corriente de los estados es mucho mayor que su gasto de inversión, lo que nos indica que su capacidad de producción se ve limitada en cuanto a los ingresos ordinarios que para tal efecto se contemplan.

C) Estructura de la deuda pública

El renglón deuda pública se conforma con todas aquellas erogaciones realizadas por el estado o municipio en cumplimiento de las obligaciones contraídas, dentro del ejercicio fiscal de su actividad pública, e incluye los pagos por amortización, intereses, comisiones, gastos de la deuda y adeudos de ejercicios fiscales anteriores (ADEFAS).²⁵

²⁵ INEGI op.cit p 399

Del análisis del cuadro 6 de egresos brutos de los estados a pesos reales de 1991-1999, se observa que, el concepto de deuda pública de los estados evolucionó en su conjunto, de la siguiente manera: En 1991, los estados erogaron 347,536 millones de pesos(mdp), en 1992: 1,177,131 mdp, en 1993: 1,357,935 mdp, en 1994: 1,738,551 mdp, en 1995: 6,709,786 mdp, en 1996: 9,235,057 mdp, en 1997: 12,677,482 mdp, en 1998: 17,589,714 mdp y en 1999: 21,439, 674 mdp, de modo que existió una variación de los egresos por deuda pública con respecto al año anterior de 238%, 15 3%, 28%, 286%, 37.63%, 37.2%, 38 9%, y 21.8% respectivamente²⁶ Es decir, se observan ascensos y descensos bruscos en las erogaciones por deuda pública de un año a otro durante los cuatro primeros años del periodo analizado, hasta alcanzar entre periodos de 1995 a 1996, de 1996 a 1997 y de 1997 a 1998, un promedio de 37.9%, para finalmente descender de 1998 a 1999 un 17%. No obstante lo anterior, el renglón de egresos por deuda pública representa, en el periodo bajo estudio, tan solo un 12.8% en promedio del total de egresos realizados por los estados, encontrándose su índice mínimo (4.8%) en 1991 y el índice máximo (15.9%) en 1995.

Las fuentes ordinarias de ingresos de los estados tienen su fundamento en la ley y el propósito de tales ingresos es financiar el gasto público. Sin embargo, normalmente las necesidades de la población rebasan la capacidad de obtención de recursos de los estados. Por ello, a fin de atender las demandas que propicien el desarrollo económico y de infraestructura urbana de sus comunidades, sobre todo de aquellas obras públicas cuyos rendimientos y beneficios se dan durante períodos largos, deberán recurrir a otras opciones de financiamiento (deuda pública), tales como la obtención de recursos de quienes los poseen vía la contratación de empréstitos públicos, a través de la emisión y colocación de bonos de deuda pública o mediante financiamientos.²⁷

El adquirir deuda pública debe tener como propósito principal cubrir los gastos que no se puedan satisfacer con los ingresos ordinarios de las haciendas públicas estatales y que propicien su desarrollo.

²⁶ Ibid, p25

²⁷ Véase en el capítulo II el tema E) Bonos Públicos y Financiamiento Público en pp 99-105

CUADRO 7
EGRESOS BRUTOS DE LOS ESTADOS A PESOS
CORRIENTES POR EL AÑO DE 1999
(MILLONES DE PESOS)

Estado	Cuentas Administrativas	Obra Pública	Transferencias	Deuda Pública	Otros	Total
	Miles de Pesos	Miles de Pesos	Miles de Pesos	Miles de Pesos	Miles de Pesos	Miles de Pesos
Aguascalientes	485,037,804	433,094,934	2,688,215,892	15,494,551	77,610,914	3,679,454,095
Baja California	2,911,966,000	606,080,000	5,733,311,000	29,076,000	8,039,108,000	17,319,541,000
Baja California S.	404,712,000	65,497,000	1,838,685,000	79,551,000	0	2,384,445,000
Campeche	1,685,371,929	798,351,242	1,392,716,781	45,317,233	1,240,784,938	5,192,522,183
Coahuila	5,498,504,943	986,984,106	2,191,389,548	164,509,152	0	8,841,387,749
Colima	502,183,349	76,395,481	1,868,293,118	61,606,970	0	2,508,476,916
Chiapas	7,638,887,853	2,489,654,595	4,455,286,371	226,442,749	264,080,838	15,075,332,406
Chihuahua	1,319,989,074	1,359,457,765	8,466,928,744	135,012,637	195,678,877	11,453,265,087
Durango	1,194,239,494	484,536,742	4,076,305,357	81,963,568	19,407,187	5,856,452,348
Guajuato	6,491,948,730	1,095,567,357	4,744,677,605	35,535,834	0	12,367,729,528
Guerrero	1,551,200,000	1,271,200,900	8,352,307,300	256,600,000	617,185,100	12,048,693,300
Hidalgo	770,368,446	879,729,121	5,983,528,064	0	0	7,633,625,631
Jalisco	9,174,452,182	1,842,014,534	7,474,662,011	481,352,859	748,524,479	19,521,006,065
Edo. de México	11,444,131,400	2,015,373,700	17,828,979,300	2,388,754,600	0	33,677,239,000
Michoacán	7,496,212,047	980,343,293	3,387,898,042	11,317,585	13,560,653	11,889,351,610
Morelos	807,311,000	825,234,000	3,697,690,000	205,123,000	0	5,535,358,000
Nayarit	636,882,515	484,377,904	3,068,675,935	15,000,718	219,126,677	4,414,263,749
Nuevo León	6,966,746,823	610,570,488	6,432,014,421	638,570,857	9,237,988,366	23,885,890,955
Oaxaca	1,666,670,558	209,538,867	8,822,137,408	14,625,216,853	2,827,954,764	27,651,516,450
Puebla	7,157,890,400	709,511,300	6,092,538,400	371,667,200	731,265,200	15,062,870,500
Querétaro	750,436,447	650,309,461	4,052,283,825	237,927,190	248,777,304	4,996,625,707
Quintana Roo	718,647,403	282,768,395	3,006,926,573	138,516,032	0	5,690,956,923
San Luis Potosí	1,423,146,000	596,779,000	5,406,933,000	164,366,000	0	7,593,224,000
Sinaloa	1,604,715,184	801,244,719	5,786,601,261	152,839,036	0	8,545,400,200
Sonora	2,550,229,000	741,930,000	5,528,656,000	356,595	419,786,406	9,240,958,000
Tabasco	2,270,650,093	3,101,118,255	5,517,813,433	120,672,646	482,117,429	11,492,971,866
Tamaulipas	1,200,467,000	2,309,604,000	7,234,999,000	263,686,000	809,000	11,109,754,000
Tlaxcala	713,618,644	140,518,066	2,589,510,250	20,918,527	224,737,866	3,689,303,293
Veracruz	11,679,654,000	3,256,411,000	7,752,487,000	92,300	1,900,543,000	23,988,995,000
Yucatán	1,287,756,339	359,853,342	1,064,602,676	91,313,807	339,432	2,803,865,596
Zacatecas	1,081,659,115	400,747,548	3,823,006,983	28,326,908	97,565,690	5,431,096,224

* Incluye: Disponibilidades y Por Cuenta de Terceros

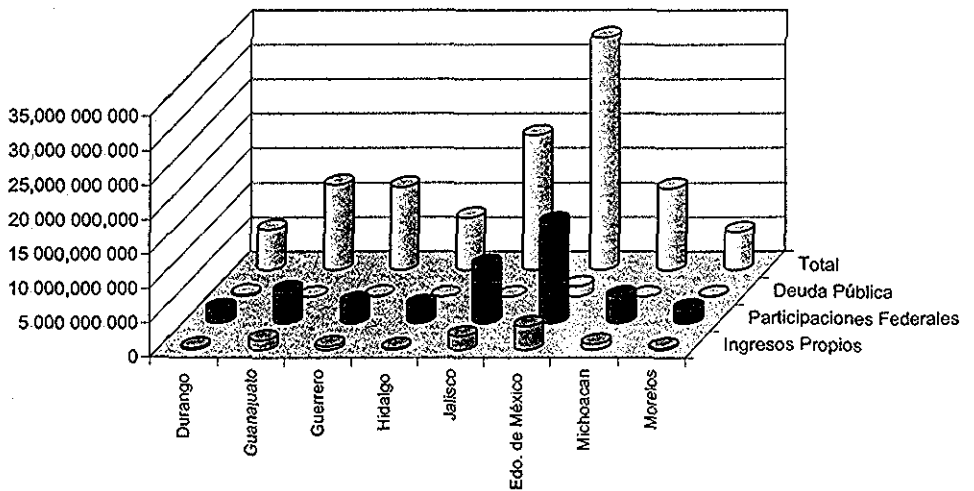
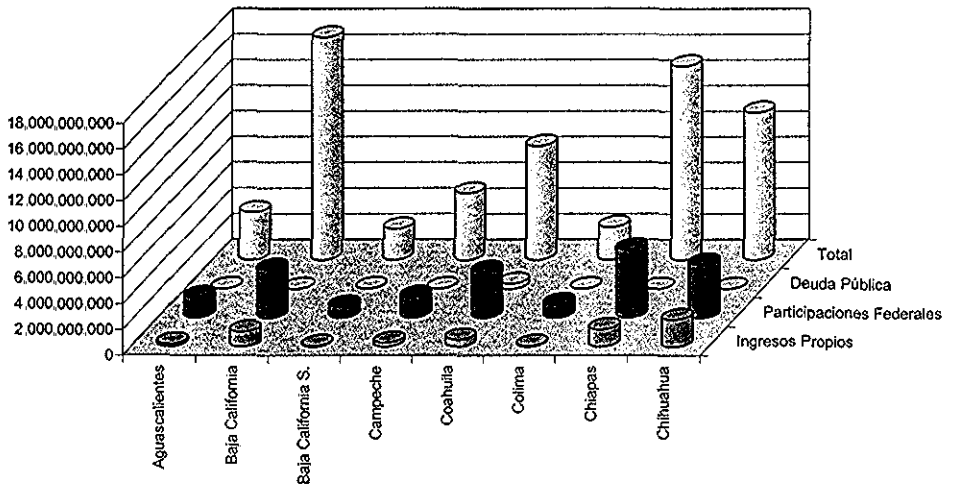
Fuente: INEGI, "Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999."

CUADRO 8
INGRESOS BRUTOS DE LOS ESTADOS A PESOS
CORRIENTES POR EL AÑO DE 1999
(MILLONES DE PESOS)

	Ingresos Propios	Participaciones Federales	Ingresos D. Pública	Otros	Total	
	Millones de Pesos	Millones de Pesos	Millones de Pesos	Millones de Pesos	Millones de Pesos	
	%	%	%	%	%	
Aguascalientes	217,703,343	6%	1,589,626,849	43%	1,872,123,903	51%
Baja California	1,166,549,000	7%	3,751,214,000	22%	12,401,778,000	72%
Baja California S.	77,943,000	3%	871,586,000	37%	1,400,100,000	59%
Campeche	313,094,909	6%	1,617,222,853	31%	3,232,204,421	63%
Coahuila	564,330,874	6%	3,574,163,646	40%	4,314,291,669	49%
Colima	90,309,257	4%	1,042,495,446	42%	1,372,645,019	55%
Chiapas	1,350,436,668	9%	5,278,640,452	35%	8,446,255,286	56%
Chihuahua	2,117,885,858	18%	4,151,490,392	36%	5,178,924,905	45%
Durango	293,461,409	5%	1,976,188,165	34%	3,318,251,097	57%
Guajuato	1,420,255,211	11%	4,713,877,459	38%	6,232,463,158	50%
Guerrero	556,430,200	5%	3,041,718,200	25%	8,364,719,900	69%
Hidalgo	217,946,783	3%	2,598,007,116	34%	8,417,671,732	63%
Jalisco	2,001,344,978	10%	8,528,212,105	44%	8,991,448,982	46%
Edo. de México	3,457,819,000	10%	14,675,355,200	44%	14,078,484,000	42%
Michoacán	849,462,665	7%	3,871,198,288	33%	7,168,690,707	60%
Morelos	278,980,000	5%	2,081,609,000	39%	3,063,850,000	55%
Nayarit	182,807,874	4%	1,242,224,051	28%	60,000,000	1%
Nuevo León	2,197,531,747	9%	6,503,167,220	27%	2,929,231,624	66%
Oaxaca	321,944,255	1%	3,472,810,484	13%	15,185,191,988	84%
Puebla	898,370,500	6%	5,404,774,200	36%	8,974,686,802	32%
Queretaro	343,574,527	6%	2,196,689,118	39%	87,032,949	2%
Quintana Roo	558,794,651	13%	1,366,293,434	31%	50,000,000	0%
San Luis Potosí	308,512,000	4%	2,667,581,000	35%	3,063,660,329	54%
Sinaloa	657,240,288	8%	3,508,639,694	41%	2,297,133,586	52%
Sonora	712,956,000	8%	4,332,839,000	47%	4,557,944,000	60%
Tabasco	330,825,348	3%	7,107,516,349	62%	100,000,000	1%
Tamaulipas	820,720,000	7%	3,943,630,000	35%	4,095,163,000	44%
Tlaxcala	177,040,006	5%	1,382,058,952	37%	4,054,630,159	35%
Veracruz	1,113,864,000	5%	8,518,142,000	36%	5,795,404,000	52%
Yucatán	379,355,874	14%	2,369,721,141	85%	2,119,404,433	57%
Zacatecas	273,523,203	5%	1,862,319,556	34%	14,356,989,000	60%
					54,788,581	2%
					3,295,253,465	61%
					5,431,096,224	

* Incluye: Por cuenta de terceros, Transferencias, Otros Ingresos y Disponibilidades.
Fuente: INEGI, "Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999.

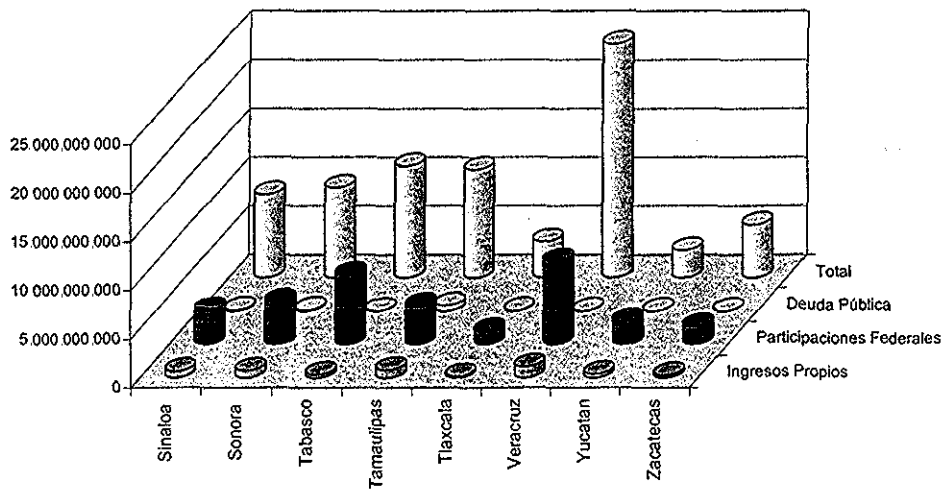
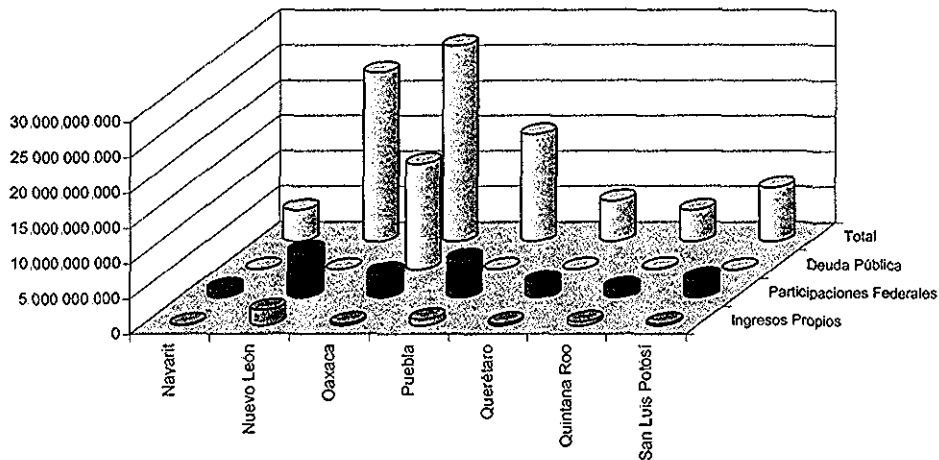
GRAFICA 8. SECCION 1
Ingresos Brutos de los Estados a Pesos Corrientes por el Año de 1999



Fuente: INEGI "Finanzas públicas estatales y municipales 1996-1999"

TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

GRAFICA 8. SECCION 2
Ingresos Brutos de los Estados a Pesos Corrientes por el Año de 1999



Fuente: INEGI "Finanzas públicas estatales y municipales 1996-1999"

TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

CUADRO 9
SITUACION FINANCIERA DE LAS ENTIDADES FEDERATIVAS, 1999
(MILLONES DE PESOS)

	Participaciones Federales (1)	Deuda Pública (2)	Gastos Administrativos (3)	(2)/(1)	(3)/(1)
Aguascalientes	1,589,626,849	15,494,551	485,037,804	0.01	0.31
Baja California	3,751,214,000	29,076,000	2,911,966,000	0.01	0.78
Baja California S.	871,566,000	75,551,000	404,712,000	0.09	0.46
Campeche	1,617,222,853	45,317,233	1,685,371,929	0.03	1.04
Coahuila	3,574,163,648	164,509,152	5,498,504,943	0.05	1.54
Colima	1,042,495,446	81,606,970	502,183,349	0.06	0.48
Chiapas	5,278,640,452	226,442,749	7,638,887,853	0.04	1.45
Chihuahua	4,151,490,392	135,012,637	1,319,989,074	0.03	0.32
Durango	1,976,188,185	81,963,568	1,194,239,494	0.04	0.60
Guanajuato	4,713,877,459	35,535,834	6,491,948,730	0.01	1.38
Guerrero	3,041,718,200	256,800,000	1,551,200,000	0.08	0.51
Hidalgo	2,598,007,116	0	770,368,446	0.00	0.30
Jalisco	8,528,212,105	481,352,859	9,174,452,182	0.06	1.08
Edo. de México	14,675,355,200	2,388,754,600	11,444,131,400	0.16	0.78
Michoacan	3,871,198,238	11,317,585	7,496,212,047	0.00	1.94
Morelos	2,081,609,000	205,123,000	807,311,000	0.10	0.39
Nayarit	1,242,224,051	15,000,718	636,882,515	0.01	0.51
Nuevo León	6,503,167,220	638,570,857	6,966,746,823	0.10	1.07
Oaxaca	3,472,810,484	14,625,216,853	1,686,670,558	4.21	0.48
Puebla	5,404,774,200	371,667,200	7,157,890,400	0.07	1.32
Querétaro	2,196,689,118	237,927,190	750,438,447	0.11	0.34
Quintana Roo	1,366,293,434	138,516,032	718,647,403	0.10	0.53
San Luis Potosí	2,667,581,000	164,366,000	1,423,146,000	0.06	0.53
Sinaloa	3,508,639,694	152,839,036	1,804,715,184	0.04	0.51
Sonora	4,332,839,000	356,595	2,550,229,000	0.00	0.59
Tabasco	7,107,516,349	120,672,646	2,270,650,093	0.02	0.32
Tamaulipas	3,943,630,000	263,886,000	1,300,457,000	0.07	0.33
Tlaxcala	1,382,058,952	20,918,527	713,618,644	0.02	0.52
Veracruz	8,518,142,000	0	11,679,554,000	0.00	1.37
Yucatan	2,369,721,141	91,313,807	1,287,756,339	0.04	0.54
Zacatecas	1,862,319,556	28,326,908	1,081,659,115	0.02	0.58

Fuente:Elaboración propia con datos de INEGI "Finanzas Públicas estatales y municipales 1991-1995, 1996-1999

Del examen del renglón *deuda pública* de los cuadros 7 y 8 de los ingresos y egresos brutos de los 31 estados de la República Mexicana a pesos corrientes en 1999, y de las gráficas 8 sección 1 y 8 sección 2; se observa que el estado de Oaxaca obtiene mayor cantidad de ingresos por éste concepto (53.8%) del total de las entidades federativas. Éste elevado porcentaje desciende bruscamente en más de 45 puntos, correspondiendo en orden descendente ocupar los lugares secundarios en la obtención de recursos por deuda pública del total de los estados a Tamaulipas con 4.9%, Durango 4.6%, Estado de México y Coahuila 4.3%, y Quintana Roo 3.9%.

El uso del apalancamiento es una práctica común tanto para el sector privado como para el sector gubernamental. Cuando se destina a financiar infraestructura y gastos de inversión, resulta un complemento eficaz de financiamiento, lo que favorece el desarrollo económico y social. En el caso específico del estado de Oaxaca, desafortunadamente las cifras nos indican otra situación. Es decir, no se puede establecer una relación directa entre el mayor monto de deuda y mayores recursos para atender el renglón de *obra pública y fomento* del desarrollo de dicha entidad federativa en 1999, pues a éste renglón solo se destinó el (0.7%) del total estatal de 27,651,516,450 millones de pesos (mdp); es decir tan sólo 209,536,867 mdp; en tanto que, al renglón *gastos administrativos* se destinaron 1,666,670,558 mdp, es decir, el (6%) del total, y el porcentaje mayor (31%) se le asignó al rubro *transferencias* con un monto de 8,822,137,408 mdp.

En otras palabras, la deuda contraída por el estado de Oaxaca durante 1999, afecta negativamente su desarrollo, pues en primer lugar se destinó a cubrir gasto corriente y al pago de los intereses de la deuda, y no al renglón de obras públicas y fomento, lo que implica desviar durante muchos años los recursos que podrían dedicarse al desarrollo. A éste tipo de deuda se le conoce como *deuda lastre*, puesto que es un tipo de obligación en la que incurre el estado y cuyo gasto no aumenta la capacidad productiva de la comunidad ni se traduce en la prestación de servicios útiles y de recreación a la población, ni produce ingresos por sí misma. Por lo anterior, puede aseverarse que la deuda pública contraída por Oaxaca en 1999, no contribuye al desarrollo estatal y con ello pierde la

oportunidad de contribuir al desarrollo nacional. No es difícil que esta situación se repita en la mayoría de las entidades federativas si no se corrigen, errores pasados. Para no cometerlos de nuevo, es preciso buscar políticas económicas y opciones de financiamiento del desarrollo que propicien un desarrollo regional más equilibrado, donde los estados sean el punto de apoyo del *nuevo federalismo* conforme al cual ejerzan una verdadera autonomía en la dirección de sus finanzas, concepto que incluye la obtención, administración y utilización de recursos. Ahora bien, considerando que las participaciones federales constituyen la principal fuente de ingresos de las entidades federativas(en promedio éstas representan el 80% de los ingresos totales de cada entidad) y que además, la razón de gasto corriente a participaciones federales, es elevada(que es el caso de la mayor parte de los estados (véase cuadro 9),significa que los estados tienen incentivos para endeudarse, por lo que la emisión de bonos se ofrece como alternativa de financiamiento, que aun cuando resulta accesible(dentro del nuevo esquema de financiamiento que deben observar a partir del año 2000),cada entidad federativa deberá determinar la estructura óptima del financiamiento del gasto, congruente con su capacidad de endeudamiento y además tomar en cuenta la evaluación de dos calificadoras del riesgo-proyecto a financiar. La ventaja que ofrece el acudir al financiamiento por bonos es evitar que los estados, recurran a fuentes impositivas de financiamiento y al mismo tiempo permitir que emprendan políticas de gasto sostenibles en el mediano y largo plazo.

En base a lo anterior, se considera, que todos los estados pueden en un momento dado, hacer uso de la emisión de bonos de deuda pública para financiar su gasto de inversión. Por ello, es importante el diseño de un mecanismo viable para el manejo de posibles riesgos financieros de los estados, con el que, como agentes económicos les es menester contar a fin de protegerse en la medida de lo posible de situaciones adversas. En el caso de la emisión directa de bonos planteada en el capítulo VII el mecanismo lo constituye la plena fe y crédito del estado emisor, así como sus bienes patrimoniales de carácter privado que en un momento dado pueden otorgarse en garantía del cumplimiento de sus obligaciones económicas (capital e intereses)

Otro propósito de la deuda es mantener estabilidad tributaria cuando por diversas razones los estados se ven obligados a incrementar sus gastos públicos en exceso de sus ingresos ordinarios, y prefieren adquirir deuda, en vez de crear nuevos impuestos o aumentar las tasas de los que ya existen.

También son objetivos importantes de la deuda pública: compensar la no coincidencia en el tiempo de los procesos económicos de consumo e ingreso; o bien la canalización de recursos hacia usos productivos; dar mayor movilidad a la utilización de recursos de producción y de consumo; ampliar el financiamiento a todos los niveles de la economía. En términos generales, cada entidad federativa deberá evaluar sus características propias y sobre todo sus fuerzas económicas para cumplir con las obligaciones de pago de capital e intereses. Es necesario recordar que por mandato constitucional el importe de la deuda pública contraída por los estados, se debe aplicar siempre a inversiones públicas productivas. De allí que, si se cumple con lo anterior, difícilmente se presentaran desventajas en el manejo de la deuda pública y, en todo caso, tal posibilidad se evita sí, al adquirirla, la programación financiera que se realice, previene un flujo adecuado de ingresos acorde con la normatividad que regula la contratación de financiamientos para darle servicio a la deuda y obtener así, un uso racional de la misma y conforme a la ley

Finalmente cabe agregar qué el crecimiento de los estados "hacia altos niveles de producción y de consumo va montado en la deuda pública",²⁸ siempre y cuando se logre mantener un presupuesto equilibrado y evitar así la presión inflacionaria que pueda ejercer aquélla

1) Ventajas y desventajas de la deuda pública

Ciertamente, la deuda pública ocupa hoy en día un lugar importante en las finanzas públicas, desde el momento en que permite sostener presupuestos

²⁸ Benjamín Retchkiman K. *Introducción al Estudio de la Economía Pública* 1977 p 254

deficitarios, al compensar la no coincidencia en el tiempo entre los procesos económicos consumo-ingreso, a partir de la adquisición del poder de compra de quienes lo poseen, vía contratación de empréstitos, financiamientos o emisión de bonos. Tratándose de la deuda pública contraída por los niveles locales de gobierno, opera lo establecido en la Constitución federal en el sentido de que no puede destinarse al financiamiento de presupuestos desequilibrados, sino a inversiones públicas productivas, es decir, aquellas que en forma directa o indirecta les produzcan ingresos (futuros) que vendrán necesariamente a compensar los recursos faltantes al momento de proyectar los ingresos en menor proporción que los egresos proyectados, a su vez, en mayor proporción que aquellos. En otras palabras, una primera ventaja de la deuda pública es ser compensatoria de los faltantes de recursos en presupuestos deficitarios, esto es:

$$\text{deuda pública} + \text{ingresos} = \text{egresos}$$

La fórmula anterior encuadra dentro de la teoría moderna del equilibrio presupuestario, la cual, "considerando que éste (equilibrio) debe ser la norma general, la estiman sin embargo como susceptible de excepciones y flexible según las circunstancias",²⁹ por lo que en ocasiones y en forma transitoria se puede tener déficit o superávit, ya que "el equilibrio puramente financiero –de cifras o contables- ha sido reemplazado por un equilibrio económico, manifestándose de tal modo una evolución de lo estático hacia lo dinámico".³⁰ En otras palabras el principio clásico del equilibrio presupuestal se sustituye cada vez más en nuestro país por la teoría del equilibrio de la economía nacional y la de los estados, "pues es la que se considera mejor adaptada a la funciones del Estado moderno".³¹ No obstante lo anterior, debe tomarse en cuenta que un desequilibrio constante del presupuesto en un mismo sentido, resulta un factor perjudicial para la situación financiera de cualquier gobierno. En el caso de los gobiernos estatales, los datos que nos ofrece el Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática para el periodo 1991-1999 traducidos a pesos reales, respecto a los ingresos y egresos efectivos ordinarios de aquéllos, se observan en el cuadro 10

²⁹ Sergio Francisco de la Garza "Derecho Financiero Mexicano", 1997 p 140

³⁰ Carlos Manuel Giuliani Fonrouge "Derecho financiero", 1969 p 79

³¹ Rafael Mancera Ortiz "El Presupuesto Fiscal y la Economía Nacional", SHCP 1956 citado por Sergio Francisco de la Garza en su libro "Derecho Financiero", 1997 p 141

CUADRO 10

INGRESOS *VERSUS* EGRESOS DE LOS ESTADOS DE LA REPUBLICA MEXICANA A PESOS REALES POR EL PERIODO 1991-1999 (1999=100)

Año	Ingresos (millones de pesos)	Egresos (millones de pesos)	Superávit o Déficit
1991	6,491,916	7,176,485	- 684,569
1992	9,892,599	10,955,673	- 1,063,074
1993	14,175,589	16,238,756	-2,063,167
1994	20,508,568	23,597,457	- 3,088,220
1995	26,399,327	42,095,381	- 15,696,054
1996	49,100,245	73,437,086	- 24,336,995
1997	72,980,218	122,937,020	- 49,956,933
1998	105,943,910	202,818,350	- 128,148,890
1999	148,430,570	292,369,599	- 143,939,029

El cuadro anterior nos muestra que durante 9 años consecutivos el resultado de las operaciones fiscales de los estados, esto es, ingresos efectivos ordinarios *menos* egresos efectivos ordinarios, presentan carácter de déficit que se manifiesta en las variaciones netas de su deuda y disponibilidad. Ahora bien, tal vez el grupo más importante de estadísticas respecto a los efectos económicos de la deuda pública es el que se refiere a los tenedores de la misma "Estos son los que reciben los pagos de intereses y en consecuencia están en una posición estratégica para causar algún efecto sobre la actividad de los negocios, puesto que la deuda pública y los pagos de intereses son de una magnitud considerable" ³²

2) El gobierno federal como tenedor de la deuda pública de los estados

Los cuadros 11 y 12 siguientes presentan la distribución de la deuda pública de las entidades federativas, al gobierno federal y a los particulares durante el periodo 1991-1999 a pesos corrientes. Un aspecto interesante es que gran parte

³² Harold M. Somers "Finanzas Públicas e Ingreso Nacional", 1981. p. 374

de la deuda la posee el propio gobierno federal La cantidad implicada representa en promedio el 87.5% del total de la deuda en el periodo bajo análisis.

CUADRO 11

INGRESOS POR AMORTIZACION DE DEUDA PUBLICA A LOS ESTADOS 1991 - 1995.

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995
DEUDA PUBLICA	4 367 177	5 796 997	7 243 542	9 101 012	12 041 042
PRESTAMOS Y ANTIPOPOS	3 822 532	5 299 286	6 807 457	8 178 472	10 901 539
DEL GOBIERNO FEDERAL	3 475 313	4 774 158	6 264 266	7 338 567	10 042 255
EMPRESITOS	3 475 313	4 774 158	6 264 266	7 338 567	10 042 255
DE INSTIT. BANCARIAS OFICIALES	25 041	46 887	-	-	130 256
DE INSTIT. BANCARIAS PRIVADAS	60 920	97 216	158 317	437 187	54 592
DE INSTITUCIONES OFICIALES	-	-	-	8 267	-
DE PARTICULARES	261 256	381 025	384 873	394 540	674 435
DEFICIT	544 645	497 711	436 085	922 540	1 139 503

INGRESOS POR AMORTIZACION DE DEUDA PUBLICA A LOS ESTADOS 1996 - 1999

CONCEPTO	1996	1997	1998	1999
DEUDA PUBLICA	11 535 676 337	13 390 074 380	15 833 300 327	18 450 739 657
PRESTAMOS Y ANTIPOPOS	10 910 106 427	13 087 834 406	14 809 419 428	16 614 941 656
DEL GOBIERNO FEDERAL	10 352 031 484	12 126 704 800	11 230 893 308	13 080 536 044
EMPRESITOS	10 352 031 484	12 126 704 800	11 230 893 308	13 080 536 044
DE INSTIT. BANCARIAS OFICIALES	1 827 000	-	22 850 000	7 052 000
DE INSTIT. BANCARIAS PRIVADAS	7 515 000	11 648 000	231 865 832	56 300 718
DE INSTITUCIONES OFICIALES	-	-	123 500 000	5 825 000
DE PARTICULARES	548 732 943	949 481 606	3 200 310 288	33 465 227 894
DEFICIT	6,254,569,910	302 239,974	1,023 880,899	1,836,798,001

EGRESOS POR DEUDA PUBLICA DE LOS ESTADOS 1991 - 1995.

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995
DEUDA PUBLICA	1,345,993	4,073,116	4,349,566	5,202,128	13 210 840
TITULADA	1 221 640	3 877 870	3,822 751	4,913 979	12 627 834
FLOTANTE	124.353	195 246	526,815	288 149	583 006

EGRESOS POR DEUDA PUBLICA DE LOS ESTADOS 1996 - 1999.

CONCEPTO	1996	1997	1998	1999
DEUDA PUBLICA	14,238,447,602	16,889,798,853	19,757,064,062	21,439,674,512
TITULADA	12,789,674,423	15,393,918,287	15,370,686,390	17,257,910,326
FLOTANTE	611,045,298	693,121,192	1,331,126,524	562,642,999
INTERESES COM Y GASTOS DE LA DEUDA	837,727,881	802,759,374	3,055,251,148	3,619,121,187

CUADRO 12

ANALISIS DE LOS INGRESOS POR DEUDA PUBLICA DE LOS ESTADOS DE 1991 - 1995

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995
INGRESOS POR DEUDA PUBLICA	4,367,177	5,796,997	7,243,542	9,101,012	12,041,042
VARIACION DE LA DEUDA PUBLICA CON RESPECTO AL AÑO ANTERIOR		1,429,820	1 446,545	1,857,470	2,940,030
EN PORCIENTO		33%	25%	26%	32%

ANALISIS DE LOS INGRESOS POR DEUDA PUBLICA DE LOS ESTADOS DE 1996 - 1999

CONCEPTO	1996	1997	1998	1999
INGRESOS POR DEUDA PUBLICA	11,535,676,337	13,390,074,380	15,823,300,327	18,450,739,657
VARIACION DE LA DEUDA PUBLICA CON RESPECTO AL AÑO ANTERIOR	11 523 635 295	1,854,398,043	2,443,225,947	2,617,439,330
EN PORCIENTO	957%	16%	18%	16%

ANALISIS DE LOS EGRESOS POR DEUDA PUBLICA DE LOS ESTADOS DE 1991 - 1995

CONCEPTO	1991	1992	1993	1994	1995
SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA	1,345,993	4,073,116	4,349,566	5,202,128	13,210,840
VARIACION DE LOS EGRESOS POR DEUDA PUBLICA CON RESPECTO AL AÑO ANTERIOR		2,727,123	276,450	852,562	8,008,712
EN PORCIENTO		203%	7%	20%	154%

ANALISIS DE LOS EGRESOS POR DEUDA PUBLICA DE LOS ESTADOS DE 1996 - 1999

CONCEPTO	1996	1997	1998	1999
SERVICIO DE LA DEUDA PUBLICA	14,238,447,602	16,889,798,853	19,757,064,062	21,439,674,512
VARIACION DE LOS EGRESOS POR DEUDA PUBLICA CON RESPECTO AL AÑO ANTERIOR	14 225,236 762	2,651,351,251	2,867 265,209	1,682,610,450
EN PORCIENTO	1076 70%	19%	17%	9%

La deuda de los gobiernos estatales por el periodo de 1991 al 1999 ha sido y será amortizada lentamente y en el transcurso de los años por venir. Los intereses serán altos durante muchos años. En el supuesto de utilización de métodos ortodoxos financieros, el pago de intereses se hará con cargo a las recaudaciones fiscales de los ingresos por impuestos y la deuda quedará

amortizada con superávit presupuestales. Esto significa que el público pagará el interés y el capital a los tenedores de la deuda. Según la estructura de los ingresos federales, estatales y municipales, la mayor parte de los impuestos la pagan los particulares. Como señalamos antes, el gobierno federal posee aproximadamente el 90% de la deuda de los gobiernos estatales, y esto nos muestra un índice general de la tenencia de la deuda pública. Esto significa que en su conjunto los contribuyentes que pagan impuestos están transfiriendo ingresos y capital a los tenedores institucionales de la deuda tales como el sector gobierno federal y en mínima proporción al sector privado. Este es un aspecto importante que es necesario tener presente al considerar los efectos de la deuda en los mercados de dinero y capital, así como en la actividad económica en general.

Un ejemplo de lo anterior es el hecho de que el dinero que los gobiernos estatales obtienen en préstamo del gobierno federal o del sector privado podría también canalizarse hacia la emisión de valores del gobierno federal o de las empresas privadas, estimulando así la inversión pública y privada. Aun los préstamos que obtienen los gobiernos locales de los bancos comerciales pueden producir el efecto de elevar la tasa de interés si los bancos juzgan que es necesario restringir el crédito privado para hacer préstamos al gobierno local. Todo esto ejerce efectos sobre la actividad económica.

Ahora bien, otras ventajas que en materia de deuda pública señalan los expertos y que puede aprovechar el nivel del gobierno local son:

- Aumenta la capacidad de construcción y dotación de servicios públicos.
- Permite que el equilibrio ingreso-gasto sea analizado en función de los objetivos económicos y sociales y aumenta la capacidad de respuesta de la administración gubernamental para atender las demandas de la población.
- Incrementa la demanda global, ya que mediante la adquisición de deuda se obtiene una gran parte de los recursos públicos y al no hacerse necesario establecer más impuestos para obtener recursos, aumenta el poder de compra de las masas populares y a la vez se hace circular los capitales ociosos.

- Constituye un método más suave que el establecer impuestos, ya que no priva definitivamente al suscriptor de su dinero, siendo mejor aceptada la deuda, que obtener recursos con los propios impuestos
- Sirve para obtener dinero y el dinero cancela deudas ³³

Desventajas de la Deuda Pública

Cuando se aprende a vivir con un sistema de deuda pública y ésta se maneja en forma cautelosa y adecuada, no deben presentarse inconvenientes que posteriormente se transformen en desventajas para las finanzas estatales. Los expertos en la materia señalan como posibles desventajas en la contratación de deuda pública, las siguientes:

- Limita la libertad de intervención de los gobiernos locales en la redistribución de los salarios, rentas, intereses y ganancias, restringiéndose el ejercicio de gobierno en la economía de la comunidad en cuestión.
- Afecta los negocios desfavorablemente si el gobierno atrae capital que de otro modo se hubiera gastado o invertido en la empresa privada. Lo que en un momento dado, si la empresa privada no dispone libremente de crédito, la transferencia de ahorros voluntarios al gobierno, elevará el costo del financiamiento privado, que desde luego es un efecto perjudicial ³⁴

En otras palabras, si bien es cierto que el uso de recursos crediticios (que automáticamente se convierte en deuda pública) fortalece a las haciendas públicas estatales, también es cierto que un uso inapropiado de los mismos puede ocasionarle graves dificultades económicas, pues de no contarse con una política interna de deuda pública acorde con la capacidad real del estado, puede incurrirse en una política fiscal de captación de ingresos fáciles que a la larga lo llevará a contraer nuevos y mayores créditos aumentando la deuda pública en forma extrema, y aun cuando en tales circunstancias el estado pudiera transferir su deuda al gobierno federal, este procedimiento, si bien resuelve momentáneamente su situación, al mismo tiempo propiciaría su dependencia

³³ INDETEC, *Normatividad en Materia de Deuda Pública Estatal y Municipal*, 1994 p. 26

³⁴ *Ibid* p. 27

política y económica, lo que implicará limitarse en el manejo autónomo de su hacienda pública. En el mejor de los casos, un uso inapropiado de los créditos puede llevar al estado a comprometer excesivamente los ingresos futuros, limitándose así el poder asignarlos con libertad dentro del presupuesto de egresos, ya que obligadamente deberá destinarse un cierto monto al servicio de la deuda que voluntariamente adquirió, por lo que, se hace necesario que los encargados de las finanzas estatales año tras año redefinan las políticas de ingreso y de gasto público en un estrategia alternativa de desarrollo económico.

En este contexto, vale recordar que las acciones de gobierno estatales están fuertemente condicionadas a los recursos de que disponen, y asimismo, que la demanda de obras y servicios públicos de la sociedad rebasan las posibilidades de atención por parte del estado y lo limitan, como agente promotor de su desarrollo. Ante ésta situación: *escasez de recursos-abundantes vs demandas de obras y servicios*, la búsqueda y obtención de fuentes de financiamiento y la eficiencia en la recaudación y manejo de sus propios ingresos son elementos fundamentales de la *política de desarrollo y financiamiento* que todo gobierno estatal debe instrumentar para cumplir con sus responsabilidades. Así, a la administración estatal hacendaria le corresponde definir los lineamientos que guíen la gestión estatal en materia hacendaria enmarcada en los objetivos y *políticas generales de desarrollo* de los gobiernos estatales. En éste sentido, las decisiones sobre el rol que habrán de cumplir los ingresos, patrimonio y gastos estatales tiene que ver con la política *hacendaria estatal* que a su vez comprende a las *políticas tributaria, de gasto y de financiamiento* de cuya unidad y articulación entre ellas dependerá el éxito de las *demás políticas de gobierno estatal*. En otras palabras, el conocer el monto y las cifras autorizados a captar por las Leyes de ingresos, les permite a los estados determinar el presupuesto de egresos en función de los objetivos de su Plan de Desarrollo y de las *políticas de gasto* en él establecidas lo que a su vez, les da pauta para definir sus *políticas y programas de financiamiento*. El tema de ésta investigación *-la emisión de bonos-* se perfila como alternativa viable y conveniente para ser utilizada por los gobiernos locales para *financiar* sus gastos de inversión con el objeto de enfrentar las crecientes necesidades de infraestructura urbana en proyectos que aseguren su desarrollo

CAPÍTULO II

FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO POR DEUDA PÚBLICA

El objetivo de este capítulo es resaltar la importancia que la deuda pública tiene en el financiamiento del desarrollo de los países que hacen un uso adecuado de la misma, pues si bien es cierto que el problema del desarrollo ha sido abordado de muchas maneras y en distintos foros locales, regionales, nacionales y mundiales, en diferentes épocas, entendiéndose al mismo desde diferentes puntos de vista, lo cierto es que hasta la fecha no existen criterios unificados respecto a cómo alcanzarlo. De ahí que, por lo mismo y en teoría, el contraer deuda pública se visualice como alternativa de financiamiento que impulse el desarrollo económico y social, tanto de las economías nacionales como de las locales.

A FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

Financiamiento, según el Dictionary of Modern Economics, "es en sentido estricto capital en forma monetaria, es decir, en forma de fondos dados o tomados en préstamo, normalmente destinados a la capitalización, por medio de los mercados o instituciones financieras. En el habla común, se refiere a fondos provenientes de cualquier fuente, que se destinan a emprender cualquier gasto"³⁵

El financiamiento debe distinguirse del dinero, al cual se le considera un "tipo" particular de activo financiero que se acepta en general como medio de cambio. Otros activos financieros no pueden usarse generalmente con ese fin, aun cuando muchos pueden comercializarse y, por ende cambiarse por dinero. La definición básica de dinero (M_1) incluye los billetes y monedas en circulación más los depósitos bancarios en cuenta corriente"³⁶

³⁵ The Penguin "Dictionary of Modern Economics", 1978 p.179

³⁶ Richard L. Kitchen. *El financiamiento de los países en desarrollo* 1987 p. vi

El vocablo "financiamiento" se refiere más bien a instrumentos de activos y pasivos a largo plazo, en tanto que los instrumentos monetarios son de corto plazo. En el presente trabajo se hace referencia al financiamiento de proyectos a largo plazo a través de diferentes instrumentos financieros, pero también nos referimos a las instituciones y mercados que los movilizan. En este sentido, resulta de suma importancia tanto el manejo de la teoría del financiamiento como el conocer los mecanismos de financiamiento de mercados e instituciones financieras.

1) Diferentes concepciones sobre el desarrollo

Por otra parte, desde un punto de vista económico, el *desarrollo* se ha entendido por el o los niveles de capacidad mostrados por las economías de los países. En ese sentido, durante la década de los sesentas y a principios de los setentas se consideró al *desarrollo* como un fenómeno económico, donde al obtener altos índices de crecimiento en el PNB o PIB *per cápita* daría como resultado que en forma paulatina en toda la población se generarían mejores oportunidades de empleo y, en general, una mejoría de las condiciones económicas que permitieran una mayor distribución de los beneficios económicos y sociales del crecimiento.

Sin embargo, según las experiencias observadas en algunos países en vías de desarrollo, entre ellos México, durante el periodo (1960-1970), "no obstante haber alcanzado ciertos niveles de crecimiento económico, en general los niveles de vida de la población no cambian sustancialmente, lo que evidencia que habría fallas en las definiciones y/o conceptualizaciones, dadas sus limitaciones en torno al desarrollo, ya que la tendencia no condujo a la eliminación de la pobreza, ni a una distribución objetiva de la riqueza material producida, sino que por el contrario, aumentaron las desigualdades y el desempleo".³⁷

De acuerdo con Todaro (1988), al *desarrollo* se le debe concebir como un proceso multidimensional compuesto por grandes transformaciones de las

³⁷ Martín Rodríguez Peñaloza "Desarrollo económico en México y el Estado de México" 1997 p 97

estructuras sociales, de las actitudes de la gente y de las instituciones... así como por la aceleración del crecimiento económico, la reducción de la desigualdad y la erradicación de la pobreza absoluta.

En esencia, el desarrollo debe entenderse "como el conjunto de transformaciones que hacen que el sistema social ajustado a las necesidades básicas, y a los deseos de los individuos y los grupos sociales que lo componen, evolucione desde unas condiciones de vida que todos perciben como insatisfactorias hacia otras situaciones en que las condiciones materiales y espirituales de vida sean mejores"³⁸ para todos y cada uno de los integrantes de la sociedad, pues de otra manera se seguirá justificando el no alcanzar el desarrollo global a través de la modificación -a conveniencia- de su propio significado

Al paso de los años y en la medida en que se agudizaron los problemas demográficos y ambientales (1985-1990), surgieron formas diferentes de abordar la cuestión del desarrollo, como es el caso del nuevo enfoque del desarrollo sustentable, "es decir... el desarrollo económico... (principalmente)... que no degrada la calidad del ambiente ni la base de recursos naturales del mundo y que sostiene el progreso humano no solamente en unos pocos lugares y durante unos pocos años"³⁹

Posteriormente (1995), en la Cumbre Mundial sobre Desarrollo Social, convocada por la ONU y celebrada en Dinamarca, se ubicaron "los problemas de desarrollo, en un primer plano de la agenda internacional de fin de siglo identificando la pobreza, el empleo y la integración social -en ese orden- como obstáculos para el desarrollo"⁴⁰

Es indiscutible que el *desarrollo* de los países que están en vías de alcanzarlo ha sido abordado por los responsables del diseño de las políticas

³⁸ Todaro M. *El desarrollo Económico del Tercer Mundo* 1988 p. 119, 120, 121

³⁹ World Resources Institute. *Recursos Mundiales 1992-1993*, Instituto Panamericano de Geografía e Historia México 1992

⁴⁰ FLACSO Boletín de Información de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales 1995 p.123

económicas nacionales, en el caso de México, en los planes de desarrollo y presupuestos nacionales respectivos, pues uno de los objetivos principales que en ellos se maneja es el de elevar el nivel de vida de los mexicanos⁴¹

¿Pero cómo lograr estos propósitos? “como lo demuestra la experiencia histórica de nuestro país, es indispensable contar con fuentes permanentes de recursos que financien la inversión en el mediano y largo plazos. Por ello, es preciso promover el fortalecimiento del ahorro interno⁴², público y privado, así como orientar el ahorro externo, que habrá de fungir como complemento del interno, hacia una mayor inversión productiva”⁴³

En este contexto, si bien es cierto que en el caso de México, como todo país emergente,⁴⁴ se recurre más al financiamiento interno que al externo, no podemos dejar de considerar que la velocidad con la que se suceden los movimientos en los mercados financieros del mundo lo afecta y lo obliga, a su vez, a generar capacidad de respuesta, so pena de quedarse a la zaga de la realización de cambios en el presente. Sirve de ejemplo a lo anterior la apertura financiera mexicana acentuada en 1994, año en el que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público aprobara en el mes de octubre la inversión global de 18 bancos extranjeros y otras entidades financieras por la cantidad de 1,214 millones de dólares. En ese mismo año se establecieron las bases del proyecto más relevante para el fomento del ahorro interno (sistema mixto de pensiones, es decir, la combinación de fondos de pensiones privados con fondos de pensiones públicos, AFORES)

⁴¹ El Plan Nacional de Desarrollo propone entre sus principales objetivos, promover un crecimiento económico vigoroso sostenido y sustentable, que fortalezca la soberanía nacional y redunde a favor del bienestar de todos los mexicanos. Sólo un aumento sostenido en las tasas de crecimiento económico la generación de empleos bien remunerados y una reducción de la inflación, permitirán elevar el nivel de vida de las familias, abatir de manera firme los rezagos sociales y fortalecer la posición de México en el ámbito internacional

⁴² Ahorro interno u operacional público, es la medida básica para juzgar la capacidad de endeudamiento de los gobiernos, pues representa los recursos operacionales adicionales de los que dispone la entidad para inversiones y para servir su deuda (Intereses y principal). La forma común de medirlo es ingresos totales menos gasto corriente, menos transferencias menos ingresos extraordinarios. Usualmente se evalúa en base al porcentaje que representa de los ingresos fiscales ordinarios

⁴³ Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo – 1997-2000, 1997 p. 46

⁴⁴ El término emergente se remonta a 1986 cuando se lanzó el Emerging Markets Growth Fund Incorporation, patrocinado por la Corporación Financiera Internacional (IFC), subsidiaria del Banco Mundial. Técnicamente un “mercado emergente” representa “el mercado de capitales de un país en vías de desarrollo en el cual se pueden realizar inversiones financieras”. Sin embargo, este uso se ha extendido para cubrir a los mismos países, aún a los que no tienen mercados de capital. Timothy Heyman “Inversión en la Globalización”, 1998 p. 10

Por otra parte, y no obstante que los mercados e instituciones financieras varían de manera considerable de un país a otro, según su grado de desarrollo, en tanto que todos ellos concurren a los mismos mercados e instituciones internacionales, en una u otra medida tienen que dar respuesta al financiamiento externo en condiciones más o menos similares, por lo que las economías en vías de desarrollo tendrán que poner énfasis en la orientación que se otorgue al ahorro externo para lograr que funjan como complemento del interno.

2) Federación: rectora y promotora de la actividad económica

Ahora bien, por lo que se refiere a la participación de los niveles subnacionales en la planeación del financiamiento del desarrollo, cabe recordar lo asentado en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, en el sentido de que el Estado (léase federación) es el rector y promotor de la actividad económica en México, pues en su artículo 25, entre otras cosas, a la letra dice que compete al Estado la rectoría del desarrollo nacional para garantizar que éste sea integral... y que, mediante el fomento del crecimiento económico y el empleo y una más justa distribución del ingreso y la riqueza, permita el pleno ejercicio de la libertad y la dignidad de los individuos, grupos y clases sociales, cuya seguridad protege esta constitución; el Estado planeará, conducirá, coordinará y orientará la actividad económica nacional, y llevará a cabo la regulación y fomento de las actividades que demande el interés general en el marco de libertades que otorga esta constitución. Aquí cabe destacar que en los últimos años el Estado mexicano se ha inclinado a reducir su papel rector en la economía dejando cada vez mayor espacio a las fuerzas del mercado (desincorporando empresas públicas y vendiéndolas al sector privado vbg Telmex, Minera de Cananea etc) de manera tal que su política económica contradice el mandamiento constitucional alejándose más del objetivo de alcanzar el desarrollo nacional integral

De la lectura del texto anterior se desprende el hecho incuestionable de que, en materia de desarrollo económico, las entidades federativas y los municipios poco pueden hacer "poniéndose de manifiesto una vez más el centralismo que existe, pues a lo largo del precitado texto no se hace ninguna

referencia al papel de promotor que deben tener en coordinación con la federación, los estados y municipios”⁴⁵ actividad que de hecho llevan a cabo en la actualidad en sus respectivas demarcaciones territoriales

En este marco normativo podemos considerar que a pesar de que tanto las entidades federativas como los municipios poco o nada pueden hacer respecto a la política económica establecida por el gobierno federal o sobre variables de competencia federal, como lo son el tipo de cambio o tasas de interés, no se puede soslayar el hecho de que tales variables y política económica son determinantes respecto a la actividad y desarrollo económico de las entidades federativas y sus municipios y más aún cuando estos últimos entes gubernamentales se mueven en pro de sus comunidades bajo las directrices del centro que durante por mucho tiempo, ha permanecido ajeno a la realidad de la provincia. Es aquí donde debemos precisar algunos puntos sobre: federalismo y financiamiento del desarrollo, pues la tendencia actual es que las entidades federativas logren la autosuficiencia

B - FEDERALISMO Y FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

1) Federalismo fiscal

El origen del federalismo mexicano se finca claramente en la forma de gobierno “establecer señalaba Ramos Arizpe, en cada provincia una junta gubernativa o diputación de provincia a cuyo cargo está la parte gubernativa de toda ella y en cada población un cuerpo municipal o cabildo que responda de todo el gobierno de aquel territorio[.]”. El análisis del sistema federal en México “debemos asociarlo con la experiencia de Estados Unidos de Norteamérica, pues fue precisamente en esa nación donde también se estableció esta particular forma de gobierno. Los autores de la Constitución estadounidense de 1789 ante la posibilidad de que la autoridad federal pudiera invadir la jurisdicción soberana de los estados integrantes de la Unión, se preocuparon por mantener un adecuado

⁴⁵ José Antonio Cabello Gil. *“El papel de los gobiernos municipales en el desarrollo económico y social de sus comunidades”*, 1999 INDETEC p. 93

equilibrio en la distribución de competencias entre la propia Federación y los estados miembros".⁴⁶

En el entendido de que nuestro objeto de estudio se sitúa en el marco de un federalismo que, a 22 años de la creación de la coordinación fiscal, resulta ya insuficiente para satisfacer equitativamente las demandas de las finanzas federales, estatales y municipales, al efecto cabe resaltar el aspecto teórico sobre federalismo que "alude a una forma de organización del gobierno y de las relaciones intergubernamentales. Los sistemas federales existen en la mayor parte del mundo y se encuentran muy desarrollados en los países altamente industrializados. Una de las teorías más importantes es el federalismo fiscal; se trata de una parte importante de la teoría de las finanzas públicas y permite analizar los problemas fiscales que se presentan en los países cuya estructura de gobierno es federal y que involucra simultáneamente aspectos económicos, administrativos, institucionales, jurídicos y financieros, así el federalismo puede enfocarse como un arreglo especial del poder político entre gobiernos".⁴⁷

El Sistema Federal Mexicano busca una distribución del poder entre el gobierno central y los gobierno estatales aunque no se logre plenamente, "asimismo garantiza jurídicamente la protección sobre la existencia y autoridad del gobierno en sus tres niveles. Aunque estos objetivos todavía no se alcancen completamente, en los últimos años ha sido posible avanzar, gracias a que las políticas públicas son elaboradas y puestas en práctica mediante una negociación formalmente federal. El sistema federal permite normalmente que todos los niveles de gobierno participen en los procesos de decisión y superen las dificultades reales que supone relacionar las entidades federativas con diferentes intereses, tradiciones y grados de desarrollo social".^{47bis}

Desafortunadamente el federalismo en México coexiste en una estructura de gobierno centralista "que limita el cumplimiento de los principios federales. El gobierno central ha disminuido la capacidad de acción y decisión de los gobiernos estatales y municipales, aunque jurídicamente son entidades autónomas, los estados están sujetos a una regulación por parte de la federación para la toma de

⁴⁶ Raúl Martínez Almazán. "Las Finanzas del Sistema Federal Mexicano", 1996 p.22

⁴⁷ José Ayala Espino. "Economía del Sector Público Mexicano". UNAM 1999 p 349-350

^{47bis} Ibid p353

decisiones locales, y por tanto, esta misma situación se reproduce entre las relaciones de los estados y municipios".^{47bis1} Asimismo el federalismo fiscal precisa que "ciertos servicios y bienes públicos estén presentes independientemente de la capacidad de pago de los gobiernos locales. El gobierno federal los proporciona por razones éticas y sociales. El federalismo a su vez garantiza una mayor equidad, como un medio privilegiado para equilibrar las deficiencias de un gobierno local atribuibles a problemas demográficos, catastróficos naturales, conflictos sociales, falta de recursos naturales. Por ejemplo, dependencia de fuentes energéticas, incapacidad administrativa para cobrar impuestos, entre los más destacados".^{47bis2} Lo anterior pone de manifiesto la magnitud del esfuerzo que se tiene que hacer para llevar a la práctica el mandato federal de la Constitución.

La teoría del federalismo fiscal busca proveernos de respuestas sobre las razones para adoptar una estructura de gobierno federal, reglas para la asignación de recursos federales entre niveles de gobierno, las transferencias intergubernamentales de ingresos y, finalmente, el establecimiento de los modelos más deseables para garantizar una estructura federal eficiente y equitativa. En el federalismo confluyen aspectos jurídicos, fiscales y financieros, económicos, políticos y administrativos.

Federalismo fiscal es "la forma de organización financiera en la que la facultad de tomar decisiones respecto, a la prestación de servicios y a la obtención de recursos para hacerlo se ejerce tanto a nivel nacional como subnacional, entendiendo que el ejercicio de dicha potestad esta encaminado primordialmente a satisfacer las preferencias de los residentes de cada una de las jurisdicciones en cuyo ámbito espacial se suministran dichos servicios"⁴⁸

Tanto los países en desarrollo, emergentes, como los desarrollados han comenzado a examinar la política fiscal desde las perspectivas de las relaciones intergubernamentales y del federalismo fiscal "Con el federalismo se buscan nuevos modelos que permitan mayor descentralización en la toma de decisiones, mayor eficiencia en la asignación de recursos y mejor distribución de

^{47bis1} Ibid p 354

^{47bis2} Ibid p 352

⁴⁸ Dolores B. Chapoy Bonisfaz "Fianzas Nacionales y Locales" 1992 p.28

responsabilidades fiscales entre niveles de gobierno para atender a la necesidad de la equidad fiscal”.⁴⁹

“El federalismo fiscal es concebido como un proceso (económico y político) que refleja los costos y los beneficios de la descentralización en los diferentes niveles de gobierno, en los modelos de la administración pública, en los mecanismos de vigilancia y control de gobierno y, en general, en la toma de decisiones. En teoría, la descentralización cerraría la brecha entre las necesidades de los gobiernos locales y las posibilidades presupuestarias del gobierno federal, para mejorar la eficiencia y la equidad en la distribución de recursos fiscales”,⁵⁰. Sin embargo, resulta claro que no se trata de una solución sencilla y práctica, y las experiencias al respecto -como señalamos anteriormente- en nuestro país han sido más de tipo operativo que de toma de decisiones, de modo que es válido considerar como una de las restricciones a la descentralización la señalada atinadamente por Musgrave en el sentido de que una profunda descentralización y federalización en la distribución de recursos afectaría sensiblemente a los gobiernos locales más pobres, incrementándose la desigualdad entre las entidades federativas que conforman a la federación.

“En consecuencia, si bien la descentralización es potencialmente benéfica en cuanto a la eficiencia en la asignación del gasto público (al acercar las decisiones de inversión a las decisiones de los ciudadanos), una mayor descentralización también puede implicar riesgos considerables: pérdidas posibles de control presupuestario y macroeconómico por parte del gobierno central, insuficiente capacidad administrativa en el nivel local, mayores costos administrativos y de cumplimientos de las obligaciones fiscales, excesivas competencias fiscales y en material de gasto entre las diferentes regiones, y concesiones a los grupos de presión política locales”.⁵¹ Los analistas y políticos que apoyan la descentralización de recursos consideran que para que esta sea

⁴⁹ José Ayala Espino Op. Cit. pág. 351

⁵⁰ Ibidem p351-352

⁵¹ OCDE Estudios Económicos. '*Temas especiales Mejorar los Ingresos Fiscales. Reforzar el Sistema Bancario*' 1999 p. 113

exitosa se tendrá que tomar varias acciones concretas en forma coordinada entre federación y gobiernos locales. En este tenor, hacen énfasis en la importancia que tiene el fortalecer la recaudación por ingresos propios de los gobiernos locales haciéndolos menos dependientes de las participaciones; lo cual considero contraviene el espíritu de la coordinación fiscal y el del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal que la regula. Ya que, mientras no se establezcan reglas claras y justas para la asignación de recursos federales entre niveles de gobierno, transferencias intergubernamentales de ingresos y todas aquellas acciones que certifiquen una estructura federal eficiente y equitativa, y especialmente que garanticen al pagador de los recursos tributarios (contribuyente) su devolución efectiva en cuanto a cobertura de las necesidades locales de infraestructura requiera, acceso a una variedad creciente de bienes y servicios que le posibiliten la generación y realización de sus propios proyectos de desarrollo; el problema impositivo en nuestro país seguirá latente. Es decir, al contribuyente, más que saber a quien paga tributos, le interesa saber en que medida éstos serán bien utilizados en su beneficio. De allí que no se debe pretender que los estados incrementen su recaudación por recursos propios creando nuevos impuestos, o aumentando las tasas- en forma indiscriminada- de los que ya existen, sino más bien, eficientando sus métodos y mecanismos de recaudación y de control.

Ciertamente queda mucho por analizar sobre las implicaciones del federalismo y su impacto en la descentralización de decisiones y la transferencia no sólo de responsabilidades sino también de recursos desde el gobierno central hacia los gobiernos locales. De lo que no cabe duda es que el proceso y la disciplina del federalismo mantendrán un lugar importante en la economía pública del siglo XXI. Mientras tanto en nuestro país, en la medida en que las autoridades estatales y locales se ven obligadas a satisfacer las crecientes demandas de servicios a toda la población, hay ocasiones en que les es imposible dar fiel cumplimiento a dichas demandas porque los ingresos ordinarios no son suficientes o porque los perciben con mayor lentitud que los requerimientos del gasto público, presentándose así déficits presupuestales año tras año. Por lo que, una forma de resolver las necesidades de presupuesto de inversión de los gobiernos locales

sería ampliar sus capacidades para acceder, por si solos y sin garantías federales implícitas a los mercados financieros. Esto es, basados exclusivamente en la garantía de "plena fe y crédito" que como entes públicos les corresponde (véase capítulo VII)

2) Relaciones fiscales y financieras intergubernamentales

Durante los últimos 20 años en nuestro país se ha venido impulsando una estrategia de descentralización de la vida nacional que tiene como fin promover el desarrollo regional equilibrado e impedir la concentración de actividades coordinadas públicas en el centro del país (México, D. F)

Para lograr lo anterior se ha impulsado "el diseño de implementación de instrumentos fundamentales de redistribución del ingreso y del gasto público que tienen como característica fundamental la coordinación entre el nivel federal y estatal".⁵² En este contexto cabe señalar que las relaciones fiscales y financieras intergubernamentales constituyen una parte medular en el estudio de las finanzas públicas.

Dentro de los estados que han adoptado como régimen de gobierno un sistema federal podemos encontrar un sinnúmero de intereses comunes entre las diferentes órdenes de gobierno que configuran el perfil del federalismo moderno: "Planeación nacional, el desarrollo nacional y regional, la autonomía financiera y política, de disponibilidad de recursos suficientes, para atender, demandas públicas, mayor participación democrática, eficiencia administrativa, ahorro de costos, intercambio de servicios y la facultad de atenuar desequilibrios regionales en materia de distribución del ingreso".⁵³ Si bien en nuestro país se ha avanzado en el establecimiento de un federalismo cooperativo, aún queda mucho por hacer para alcanzar el equilibrio regional en la percepción de recursos frente a la satisfacción de necesidades públicas

⁵² Raúl Martínez Almazán "Las Finanzas del sistema Federal mexicano", 1996 p. 31

⁵³ Ibid p. 32

Las relaciones fiscales y financieras intergubernamentales varían de país a país (dependiendo de su organización política) y "constituyen una derivación del amplio contenido del sistema federal vigente. Como señala Ursula K. Hecks, en un sistema federal ideal tanto el gobierno federal como los gobiernos estatales son política y financieramente autónomos, sin problema alguno en sus relaciones fiscales y financieras; sin embargo, el federalismo ideal no existe y los sistemas federales vigentes presentan problemas de heterogeneidad y pluralismo, constituyendo todo un proceso continuo de cambio y ofreciendo diversas y complejas situaciones que dificultan su práctica."⁵⁴

A partir de la Constitución y leyes reglamentarias de cada país se determinan y establecen las funciones y los recursos que corresponden a cada nivel de gobierno. Así, como bien señala el maestro Raúl Martínez Almazán,⁵⁵ en el caso de los gobiernos centralizados se establecen relaciones fiscales y financieras que facilitan la actuación del gobierno central a través de agentes confiables en el territorio estatal o provincial[] y en general en los países con un sistema federal y en particular algunos países con gobiernos unitarios que experimentan el fenómeno de la autonomía regional y del gobierno local, mantienen relaciones fiscales y financieras entre diversos órdenes de gobierno encaminadas a armonizar sus respectivos intereses con los de la nación.

En nuestro país, a lo largo de su historia las relaciones fiscales y financieras intergubernamentales han revestido distintas formas legales y diferentes tipos de organización político-administrativa; además han sido condicionadas por factores de índole diversa, como el desarrollo regional desequilibrado, el no ejercicio de la autonomía y el centralismo férreo entre otros.

Uno de los principales retos al que se ha enfrentado nuestro país es el de alcanzar un desarrollo regional socioeconómico equilibrado, lo que ha significado

⁵⁴ Ibid pág. 32

⁵⁵ Ibid p 32

un obstáculo importante para lograr una asignación más adecuada de recursos, por ejemplo el norte y el sur

En este punto conviene referirnos a la estructura financiera y fiscal que existe en México. Durante mucho tiempo se trató de evitar la concurrencia impositiva para evitar también la doble y a veces triple carga tributaria sobre el Contribuyente.⁵⁶ Sin embargo, estas medidas fortalecieron sólo al gobierno federal, disminuyendo la capacidad recaudatoria de las entidades federativas y los municipios, más importante de ingresos resultó ser la participación en impuestos. Así, la falta de una delimitación adecuada del origen de los ingresos para cada nivel de gobierno se resuelve hoy con la "decisión de continuar con el esquema constitucional de concurrencia de facultades impositivas entre la federación y los estados y la coordinación impositiva como la solución a las necesidades de armonización tributaria entre los diversos niveles de gobierno, a partir de la tesis de que el Constituyente no juzgó necesario separar las fuentes tributarias exclusivas de la federación, los estados y municipios. El gobierno federal y los estados han celebrado convenios para que unos y otros graven determinada materia compartiendo el producto de su recaudación, de lo cual se derivó el procedimiento de participaciones en impuestos"⁵⁷ (Sistema Nacional de Coordinación Fiscal, SNCF). Ahora bien, aunque es cierto que el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal durante los primeros años de su creación resultó de gran beneficio económico para los estados y los municipios, con el transcurso de los años ya no les es tan redituable seguir adheridos a aquél, de manera tal que "se hace conveniente reformar el sistema nacional de coordinación fiscal con el fin de otorgar a los estados y municipios nuevas fuentes tributarias de origen constitucional. Asimismo, podrían asignarse a los gobiernos local y municipal una serie de competencias concurrentes y compartidas con el gobierno federal a partir de una nueva distribución de competencias fiscales, económicas y administrativas entre los poderes federales y los

⁵⁶ En los años 1925, 1933, 1947 se celebraron convenciones racionales fiscales donde se buscaba otorgarles a los estados mayores fuentes de ingresos propios del país y a la diversidad de los estados entre otras y por el contrario dejó a los estados y municipios en condiciones de dependencia económica y política delimitándose la concurrencia impositiva a favor de la federación. Incluso se expedirá una Ley de Coordinación Fiscal que viniese a resolver los problemas no solo entre la Federación y los Estados sino también entre éstos y sus municipios, que estuvo en vigor hasta el 31 de diciembre de 1979 (Margain 1999). Ley que viene a ser sustituida por otra del mismo nombre a partir de 1980, de la cual se puede afirmar que no es propiamente de "coordinación" sino que más bien se centra en el recuento de restricciones y prohibiciones fiscales a estados y municipios

⁵⁷ Martínez Almazán Op. Cit. Pág. 211

poderes de los estados. Para lograr establecer un sistema nacional de coordinación fiscal que fortalezca a los estados y municipios será necesario revisar la legislación fiscal a fin de adecuarla a un nuevo Federalismo que propicie la equidad tributaria entre federación, estados y municipios y que incida positivamente en el desarrollo nacional.”⁵⁸

Al respecto habría que agregar que modificar el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal a fin de fortalecer a los estados y municipios es fundamentalmente un asunto político y de capacidad de negociación de las entidades federativas

3) Generación de ingresos *versus* desarrollo

Por otra parte, como se señaló anteriormente, cabe recordar que en México la asignación de recursos públicos hacia las diferentes regiones no ha propiciado un mayor equilibrio entre ellas, pues no obstante que a través de convenios de desarrollo social (CDS), inversiones públicas, subsidios y créditos se ha favorecido mayormente a las entidades federativas con menor grado de desarrollo que las que a las más desarrolladas, estas últimas han visto reducidos en proporción sus ingresos en materia de participaciones federales.

Aunque ciertamente el gobierno federal ha utilizado diversos mecanismos para disminuir los desequilibrios económicos, ecológico, político y social, con la pretensión de que las entidades federativas se conviertan en eficaces promotoras del desarrollo regional, no menos cierto resulta señalar que en tanto que estas últimas y la federación asimilan una visión clara y precisa de nuestro país en el contexto internacional en pleno siglo XXI y ponen en práctica los mecanismos necesarios para fortalecer el federalismo ya sea, a través de la revisión del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal en cuanto a participaciones y demás recursos asignables se refiere, o de la descentralización no sólo de recursos sino también de facultades de decisión, del poder público y de autoridad, el desequilibrio regional seguirá imperando y con ello el tan ansiado desarrollo a alcanzar en todos y cada uno de los rincones de nuestro país tardará en llegar. Un ejemplo que cuantitativamente ilustra lo anterior se observa en la tabla siguiente en la que se muestra la inequidad en las participaciones de los estados de la República en el año de 1999

⁵⁸ Ibid pág 329

CUADRO 13
INEQUIDAD EN LAS PARTICIPACIONES 1999

Entidades (cinco mayores)	%	Entidades (cinco menores)	%
Edo. de México	12.3	BCS	0.7
Jalisco	7.1	Colima	0.8
Veracruz	7.1	Nayarit	1.0
Tabasco	5.9	Quintana Roo	1.1
Nuevo León	5.4	Tlaxcala	1.1
Subtotal	37.8	Subtotal	4.7

En este contexto, sigue siendo válido el que los gobiernos locales acudan a fuentes alternas de ingresos que les permitan impulsar su desarrollo. En ese sentido y por lo que se refiere a la generación de recursos, con base en un financiamiento crediticio por la emisión y colocación de bonos de deuda pública entre el gran público inversionista en el siguiente apartado abordamos el tema con amplitud.

C. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA Y DESARROLLO

1) Sistema financiero eficiente (sus efectos)

En nuestro país, tradicionalmente entre los principales objetivos que el Plan Nacional de Desarrollo se propone (y el de 1995-2000 no es la excepción) figura el de promover un crecimiento económico, vigoroso, sostenido y sustentable, que fortalezca la soberanía nacional y redunde en favor del bienestar de todos los mexicanos, ya que sólo un aumento sostenido en las tasas de crecimiento económico, la generación de empleos bien remunerados y una reducción de la inflación permitirán elevar el nivel de vida de las familias, abatir de manera firme los rezagos sociales y fortalecer la posición de México en el ámbito internacional.

Para alcanzar estos propósitos, en el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo (PNFD) para 1997-2000 se considera que "como lo demuestra la experiencia histórica de nuestro país, es indispensable contar con fuentes permanentes de recursos que financien la inversión en el mediano y largo plazos"⁵⁹

⁵⁹ Poder Ejecutivo Federal. "Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1997-2000", 1997 p. v. ix

Acorde con estas consideraciones, en el mismo programa precitado (PNFD) se destacan como los aspectos más sobresalientes de la política de financiamiento del desarrollo a seguir:

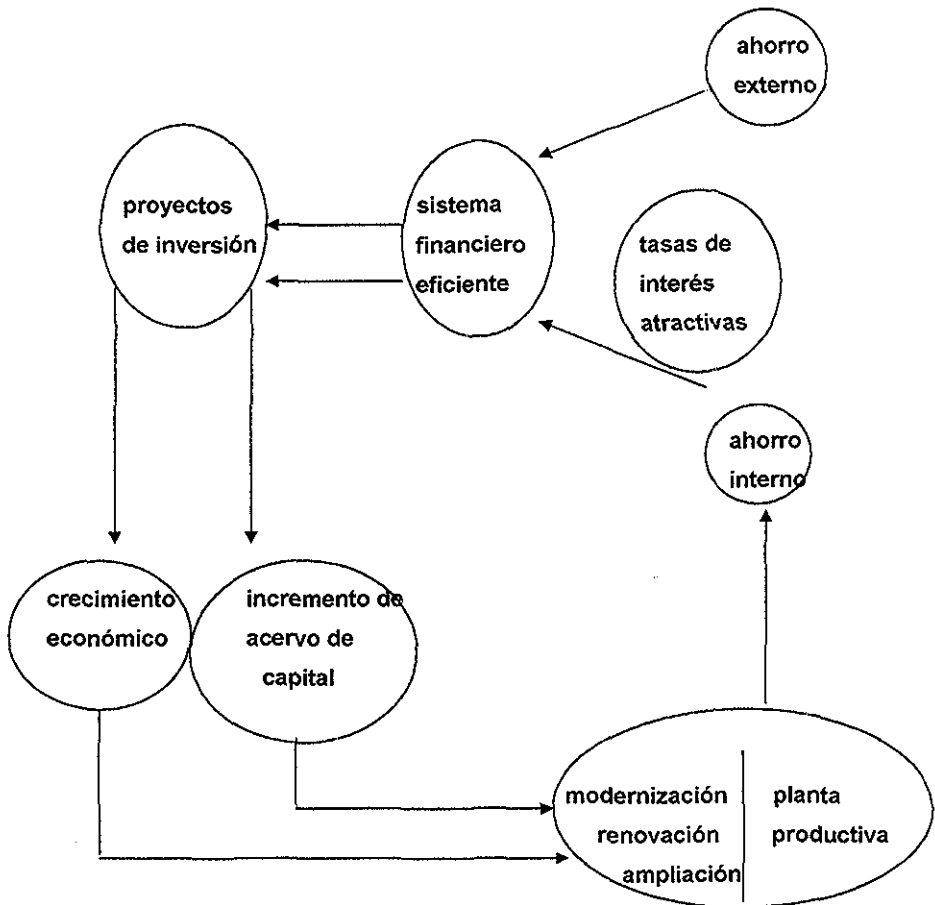
- Una estabilidad macroeconómica que permita una planeación de mayor alcance que desaliente las inversiones especulativas y favorezca las inversiones eficientes en el sector productivo
- La modernización del sistema financiero, de manera tal que se promueva el ahorro y la inversión productiva al elevar jurídicamente la seguridad de los usuarios, estimular el desarrollo de nuevos instrumentos y fomentar mecanismos que incorporen a la población de más bajos recursos al sistema financiero
- Una política fiscal que fomente el ahorro y la inversión tanto públicos como privados
- Generación de recursos de largo plazo provenientes de la seguridad social susceptibles de utilizarse en el financiamiento de proyectos de maduración prolongada
- Utilizar el ahorro externo como complemento del interno, mediante el uso prudente y eficiente de los mismos de manera tal que el primero favorezca una más capitalización acelerada, pero sin sustituir al segundo.

En el mismo programa que se señala se destaca la trascendencia que entre otras medidas tiene la de promover la modernización del sistema financiero, ya que resulta evidente la importancia que reviste tener un sistema financiero moderno y competitivo que permita captar y canalizar adecuadamente los flujos financieros de la población, pues basados en la experiencia en dicho rubro de los países desarrollados “nos indica que el crecimiento económico está estrechamente relacionado a la existencia de un mercado de capitales[. . .] pues un mercado financiero fuerte y diversificado permite captar, sin grandes costos, el ahorro potencial de los diferentes agentes económicos[. . .] quienes tienen distintas exigencias de liquidez, riesgo y plazo en sus necesidades de inversión. Ello es precisamente lo que permite que haya oferta y demanda de recursos, ya que mientras unos agentes disponen de recursos en exceso otros carecen de éstos y

así nace la complementariedad en una economía, todo ello auxiliado por el sistema financiero,⁶⁰ generándose así un círculo virtuoso entre ahorro y crecimiento (cuadro no 1)

En este contexto y en forma esquemática, podría representarse el círculo virtuoso que genera un eficiente manejo y funcionamiento del sistema financiero de la siguiente forma:

Cuadro 14
CIRCULO VIRTUOSO AHORRO-CRECIMIENTO



⁶⁰ César Bojórquez León. *El mercado de valores una opción para el financiamiento público local* 1994 p 24

Ahora bien, si al gobierno federal corresponde instrumentar políticas diversas como subsidios, tarifas públicas, etc., que conlleven al equilibrio en variables clave de la economía, como lo son los precios, tipos de cambio, tasas internas de interés, buscando para ello equilibrio en las finanzas públicas y sanos mecanismos de financiamiento del gasto público, lo cual le significa un costo en términos de crecimiento económico, es lógico que las haciendas locales a su vez se vean afectadas en forma importante por la austeridad de las finanzas públicas nacionales. A fin de ilustrar la gravedad de la problemática estatal y municipal en México en cuanto a financiamiento del desarrollo se refiere cabe señalar que durante 1999,⁶¹ el monto de los recursos propios de las autoridades locales resultó considerablemente reducido: 48% y 16% respectivamente *versus* 81% y 48% por ellas obtenido por concepto de participaciones federales. Lo anterior nos indica la falta de autonomía financiera y la poca flexibilidad presupuestal de los estados y municipios, lo que a su vez, les impide desempeñar su papel natural de inversionista en infraestructura local. Así, tenemos que, el porcentaje del total de obra pública de los estados ascendió en 1999⁶² a solo 9% mientras que el de los municipios a 28.1% (a pesar de ser más alta la cifra porcentual de los municipios, al ser un promedio significa que los niveles pueden ser mucho más bajos o altos entre un municipio y otro). En otras palabras, la centralización de los contratos del gobierno federal, tiende a favorecer a las grandes empresas, dejando a los estados y municipios sin el apalancamiento que generaría a dichos niveles una mayor diversidad de contratistas locales.

Dado lo anterior, los responsables del manejo de las finanzas locales se enfrentan a la problemática de realizar con menos recursos económicos la misma o mayor cantidad de obras y servicios públicos, por lo que, además de allegarse las fuentes tradicionales de recursos, los gobiernos locales recurren a mecanismos legales paralelos tales como la concesión de servicios públicos a particulares y la ejecución de obras públicas mediante el establecimiento de

⁶¹ Fuente INEGI, op cit. p. 25-53

⁶² *Ibidem* p. 25-53

contribuciones de mejora entre otros, los cuales quedan englobados dentro de la política de buscar nuevas y mejores alternativas para financiar las obras públicas. Y es aquí donde podemos visualizar el mercado de valores como una opción para el financiamiento público local y la intermediación financiera como un agente que facilite el flujo de fondos y el intercambio o compraventa de valores, y sea factor de desarrollo, a ella nos referiremos a continuación.

2) INTERMEDIACIÓN FINANCIERA

Para hablar del proceso de intermediación financiera conviene conocer los elementos que participan en dicho proceso. Así, tenemos que "los intermediarios financieros son entidades económicas que canalizan los flujos de los fondos monetarios hacia los sectores con déficit."⁶³

Para entender la figura del intermediario financiero y su importancia económica debemos analizar el proceso en el cual el "ahorro" es directamente canalizado a la inversión.

"La economía de la inversión directa en muchas ocasiones puede ser ineficiente, indeseable o simplemente imposible de realizar. Ante ello surge espontáneamente, conforme a la evolución de los mercados, la necesidad de que aparecieran entidades económicamente fuertes, dotadas de más capital, alta productividad y generadoras de excedentes monetarios, que les permitiera ofrecer, tanto a los ahorradores como a los inversionistas, la intermediación financiera con la posibilidad de que les redujese los riesgos."⁶⁴

Aquí cabría preguntarnos: ¿Cuáles son las ventajas de la intermediación financiera? En la respuesta coinciden los estudiosos de la materia al señalar⁶⁵ que la intermediación:

- Permite la diversificación del riesgo
- Hace posible la agrupación de grandes sumas de dinero a partir de diversos fondos monetarios de pequeños ahorradores.

⁶³ Francisco Vega Rodríguez, Efraín Caro Razú, Manuel Espinoza de los Monteros Guerra, José Javier Robles. "El mercado mexicano de Dinero, Capitales y Productos Derivados: Sus Instrumentos y sus usos." 1998 p. 45

⁶⁴ Ibid p. 47

⁶⁵ Ronald Mackimón. "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico" 1974 p. 45

- Genera economías de escala en el monitoreo de la información y la evaluación de los riesgos de inversión
- Reduce los costos de transacción y
- Posibilita la creación de formas suficientes, rápidas y sofisticadas de canalización de los recursos monetarios hacia la formación de capital

Al efecto, cabe señalar que la necesidad de intermediación financiera en el proceso económico surge gracias a la existencia de unidades en superávit y unidades en déficit.

Hay dos clases de intermediación financiera:

- 1) Intermediación financiera directa
- 2) Intermediación financiera indirecta

La primera se presenta cuando el intermediario asume el riesgo de la operación de que se trate, en tanto que en la segunda el intermediario no quiere asumir riesgo alguno y sólo funge como agente intermediario

Cuando hay intermediación directa, tanto las unidades deficitarias como las unidades superavitarias prescinden del intermediario financiero. Pero no siempre es fácil para ambas unidades pactar préstamos directamente, pues no es seguro que el ahorrador desee prestar todos sus recursos. Suele conservar algo para imprevistos, en tanto que el inversionista normalmente quiere tomar prestado a largo plazo. Es en este punto de la escena donde hace su aparición el intermediario, quien puede tener ahorros a corto plazo y prestar a largo plazo. Asimismo, el intermediario proporciona tanto a ahorradores como a inversionistas la información eficiente y rápida sobre posibles prestatarios y ahorradores, en una escala global.

Los intermediarios financieros pueden clasificarse de la siguiente manera:

CUADRO 15

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

A) Bancos	{	Comerciales De inversiones De depósito De desarrollo	- Compañías de seguros y fianzas - Sociedades de ahorro y préstamo - Uniones de crédito - Arrendadoras - Casas de cambio
B) Fondos	{	De pensiones De inversión	- Empresas de factoraje - Otras

Ahora bien, ¿cuál es el papel de la intermediación financiera en el desarrollo económico? Se dice que si no existiese intermediación habría un menor flujo de ahorro para inversión y por lo mismo una menor tasa de acumulación y de desarrollo económico. Y esto es así puesto que gracias a los intermediarios financieros los prestamistas pueden obtener con mayor facilidad liquidez y, a su vez, los prestatarios capital a largo plazo

Asimismo, tanto ahorradores como inversionistas están siempre en la mejor disposición de prestar sus ahorros y pedir prestado, respectivamente, gracias a la seguridad que para ellos representa la existencia de la banca central y el respaldo de los propios intermediarios. "Gracias" a los intermediarios financieros, los inversionistas pueden realizar sus proyectos de inversión sin necesidad de contar con ahorros previos, es decir, "la existencia per se de un sistema financiero hace posible aumentar la tasa de acumulaciones del capital, y el nivel de ingresos de una comunidad".⁶⁶

Por otra parte, se considera que lo que caracteriza a un sistema financiero avanzado es disponer de una elevada integración de sus mercados de capitales y contar con una estructura unificada de tasas de interés, todo lo cual contribuye al crecimiento sostenido de la economía. En México aún cuando se cuenta con una estructura unificada de tasas de interés, es incipiente aún la integración de sus mercados de capitales

⁶⁶ Vega Rodríguez et al op cit p 49

Así, según investigaciones financieras, los países de economía desarrollada tienen una elevada integración de los mercados capitales y una estructura homogénea de tasas de interés, en tanto que los países en vías de desarrollo con una estructura financiera fragmentada no pueden aprovechar el potencial productivo sin experimentar tasas de crecimiento por debajo del nivel óptimo

Ahora bien, ¿cómo contribuye un sistema financiero a la acumulación del capital y al crecimiento de la riqueza total de un país?

Por lo general, se consideran cuatro formas principales⁶⁷:

- 1) A través de la asignación más productiva de las nuevas tasas de ahorro, pues no existe un mecanismo espontáneo donde la distribución del ahorro sea igual a la distribución más eficiente de la inversión
- 2) Por la incorporación de incentivos al ahorro y la inversión, al hacer factible ofrecer rendimientos superiores al uso del dinero cuando se desarrollan y se instrumentan un conjunto de nuevos activos financieros
- 3) Reducción de los costos de capital del sistema. Por las economías de escala que se logran durante el proceso de intermediación.
- 4) Liberación y ahorro de recursos con el aumento de la profundización financiera

Al efecto, cabe señalar que en la medida en que se desarrolla el sistema financiero se genera ahorro de recursos y que a mayor profundización financiera, mayor uso de las formas crediticias; además el sistema económico adquiere una mayor capacidad para sostener el crecimiento económico.

Como se sabe las políticas tradicionales de desarrollo económico para los países del Tercer Mundo dictadas por los organismos multilaterales internacionales de crédito han mantenido, mediante de un conjunto de medidas económicas, la prioridad de lograr la maximización de la inversión bruta en el corto plazo a cualquier costo.

Con el transcurso del tiempo muy pronto resultó evidente la necesidad de reformar el sistema financiero de los países en desarrollo como un requisito esencial para otorgar viabilidad a las políticas económicas, pues de no hacerlo así

⁶⁷ Ibidem p 50

(profundizándolo y reduciendo la dispersión de las tasas de interés), las políticas clásicas, aun admitiendo variables heterodoxas, tenían naturalmente que fracasar en su afán de obtener tasas sostenidas de crecimiento

3) Participación del agregado monetario en el Producto Interno Bruto

En el nuevo mundo de la globalización de la economía la necesidad de reformar el sistema financiero de los países "emergentes" se hizo más patente.

Las últimas investigaciones económicas demuestran la complementariedad que existe entre los saldos monetarios reales y la inversión. Ejemplos de esta complementariedad y sus efectos en la acumulación de capital lo son históricamente Japón y Alemania, países que al término de la Segunda Guerra Mundial con una economía devastada, inmediatamente después de iniciada su recuperación emprendieron reformas financieras en el sentido de incrementar los saldos monetarios y la profundización financiera.

El crecimiento de la intermediación financiera en ambos países fue de más de 100% con coeficientes de profundización financiera, y su crecimiento monetario como proporción del PIB siguió en aumento, aun después de haber logrado la consolidación de su economía.

Mención aparte lo es el caso de los países llamados "tigres asiáticos" (Corea del Sur, Taiwán, Singapore, Hong Kong), los que con escasos recursos naturales han experimentado un desarrollo económico sorprendente con tasas sostenidas de crecimiento desde mediados de los años sesentas hasta nuestros días.

¿Cómo se operó el milagro? La respuesta tiene que ver, en efecto con la profunda reforma financiera emprendida a mediados de los sesentas en un contexto de apertura comercial. Así, Corea pasó de un coeficiente de profundización financiera M/PNB de 11.3% en 1960 a poco más del 40% en los años noventas. Y, por su parte, Taiwán, de un coeficiente de profundización financiera del 8.7% en 1951 pasó a una relación M/PNB de casi 50% en los años noventas.

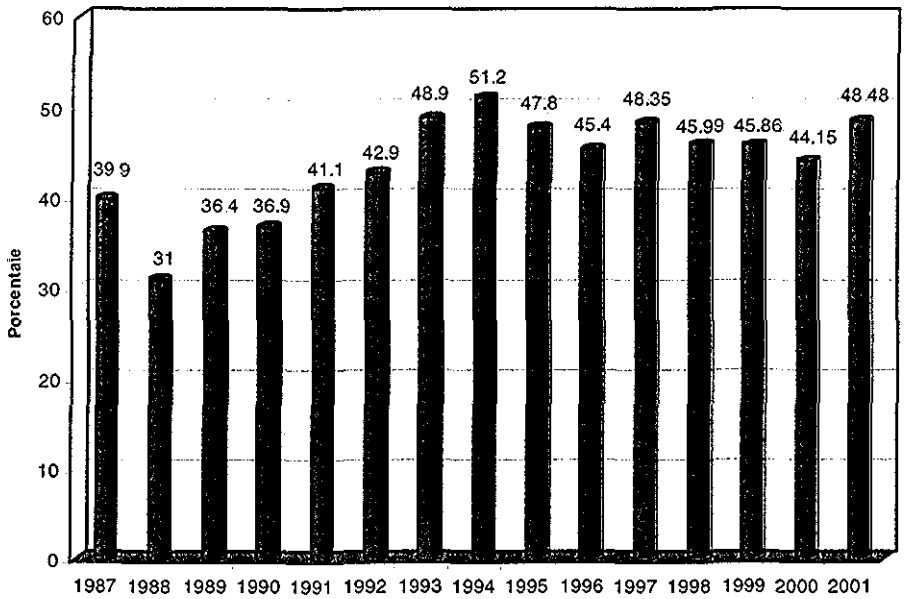
No obstante lo anterior, a partir de 1997 la estructura de profundización financiera cambió radicalmente debido a la fuerte descapitalización sufrida en el sector financiero de estas economías.

Ahora bien, en lo concerniente a nuestro sistema financiero mexicano, es importante analizar su grado de profundización financiera con el objeto de determinar el potencial productivo existente en nuestra economía.

Así, según los datos estadísticos proporcionados por el Banco de México sobre la proporción del agregado monetario M4 respecto al PIB durante el periodo de (1987-2001) (véase Cuadro 16), de 1988 a 1993, nuestro país registró un crecimiento importante en el desarrollo del sistema financiero, al aumentar en 9 puntos porcentuales la proporción del agregado monetario M4 respecto al PIB, dándose un retroceso a un 45.38% debido a la crisis entre 1995 y 1996. Es a partir de 1989 cuando comienza a realizarse la recuperación de la intermediación financiera. A partir de este año el avance es discontinuo, intensificándose la profundización financiera a partir de la nacionalización de la banca y los cambios importantes en la incentivación del crédito. Asimismo son determinantes el desmantelamiento del sistema de cajones crediticios y la eliminación del coeficiente de liquidez interno durante los primeros años de la década de los años noventas, así como la implementación en 1997 y reformas en el 2001 de las nuevas Reglas de Capitalización y Administración de Pasivos que pretenden, entre otras cuestiones, controlar los flujos de capitales a corto plazo.⁶⁸ A partir de 1998, el avance vuelve a ser discontinuo, hasta alcanzar el mismo nivel que al principio de la década de los noventas hasta llegar en el año 2001 a alcanzar un punto máximo de 48.48%.

⁶⁸ El coeficiente de liquidez para la captación de dólares fue del 15% y tope a la captación en dólares igual al 10% del saldo promedio trimestral de la captación en pesos

CUADRO 16
PARTICIPACION M4 EN EL PIB
(1987 - 2001)



Fuente: BANXICO Informes Anuales 1987-2002

4) Modernización del sistema financiero mexicano

Cabe señalar también la importancia de la entrada en vigor del Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos y Canadá en la modernización del sistema financiero mexicano (1994). Además, no hay que olvidar que con motivo del "error de Diciembre de 1994" -producto de un manejo equivocado de la política económica de sobrevaluación-, nuestro país experimentó una de sus peores crisis económicas y de inestabilidad financiera, lo que trajo aparejado una reducción de los márgenes financieros del sistema

Por otra parte, la política financiera adoptada en estos cruciales años, en el sentido de reconocer las nuevas tendencias observadas en los mercados financieros internacionales fue decisiva para que México pudiera tener recursos para financiar su desarrollo de largo plazo incursionando con éxito en los mercados internacionales de capitales, ya que "en el nuevo mundo globalizado los activos financieros tradicionales se estaban convirtiendo muy rápidamente en activos bursatilizados; a esta tendencia no podía sustraerse nadie que no quisiese mantenerse a la vanguardia financiera mundial"⁶⁹

"El proceso de conversión de valores propició inicialmente un gran incremento en la eficiencia en la asignación de capitales a escala global. Muy pronto se hizo evidente que una economía no podía ser considerada competitiva si no incrementaba su grado de profundización financiera, ni emprendiese un profundo proceso que estimulase la conversión de valores de los activos del sistema financiero (el proceso hacia la bursatilización de los activos es tan importante que, las agencias de calificación, al valorar la fortaleza financiera de un país, y dimensionar el llamado riesgo-país (la posibilidad de que un rendimiento esperado en un país determinado no se realice) consideran fundamental examinar el grado de desarrollo del sistema financiero y la magnitud de la bursatilización de sus activos financieros)"⁷⁰

⁶⁹ Vega Rodríguez et al op cit P 55

⁷⁰ Ibid p 56

Lamentablemente el gobierno mexicano no supo responder de manera adecuada a este llamado a la modernidad, pues los distintos agentes económicos “en vez de actuar con una auténtica muestra de capacidad empresarial y ante los rigores implacables de la competitividad mundial[...] pensar globalmente y actuar localmente, en vez de ello “las medidas de modernización”, cuidaron al capital financiero y éste no aprovecha la oportunidad, cede a la tentación especulativa por la voracidad existencialista del corto plazo “querer todo y ahora” Por ellos las radicales medidas⁷¹ destinadas a convertir internacionalmente competitiva a la economía mexicana no fueron capaces de evitar la crisis”⁷² Es importante señalar que el ingreso de nuestro país a la nueva economía globalizada se dio en medio de un intenso debate mundial⁷³ respecto a la naturaleza de la actividad económica estatal

En este contexto, en el caso específico del reciente desarrollo del sistema financiero mexicano “es posible observar una gran iniciativa del Estado, dejando las formas tradicionales de intervención económica, y retirándose del manejo de empresas publicas para colocarlas en la iniciativa privada; sin embargo no fue capaz de incursionar en las formas más refinadas de intervención económica estatal conforma las nuevas directrices de la economía globalizada”⁷⁴

Queda como testimonio de lo anterior la actuación del Estado mexicano en los años recientes, en los siguientes rubros

- Creación de un mercado de valores gubernamentales más profundo (aunque concentrado esencialmente en el corto plazo), a través del cual se regula la liquidez de la economía mediante las subastas

⁷¹ Reprivatización de empresas publicas financieras y no financieras. Apertura económica del sector real de la economía , Desregulación de los procesos económicos , Reforma de la función económica del Estado : los tecnócratas en su excesivo Smith ianismo olvidaron considerar que una actividad decisiva del Estado sería el de crear ambientes para el desarrollo de mecanismos de mercado Fomentar la inclusión de productos financieros mexicanos en los mercados externos.

⁷² Ibid p. 56

⁷³ Pensadores lidereados por Hayek afirmaron que dejar en manos del estado la actividad económica conduciría en el plano político a una tiranía , y en el plano económico al reconocimiento de una total ineficiencia lo cual conllevaba un enorme costo social. Otros mas radicales recordaron que Smith había afirmado que el Estado no solo funciona mal si no que ni siquiera puede funcionar. Los mas pragmáticos habían entrevisto una función muy sutil resultante de la actividad económica del Estado. Estos últimos , aducían que a lo largo de la historia del capitalismo , era un hecho que el Estado, podía actuar y actuaba en practica como un generador de mercado , precisamente como un ambientador de mecanismos de mercado . Hay muchos ejemplos históricos de esta sutil actividad estatal , como lo son las Aperturas Europeas Industrialización del Japón el gigantesco mercado financiero hipotecario Americano entre otros

⁷⁴ Vega Rodríguez et al op cit p 57

semanales de mercado primario de CETES o de operaciones de dicho instrumento en el mercado secundario

- Reducción del déficit financiero y creación de un mercado de valores gubernamentales, acompañada de controles monetarios vía operaciones del mercado de dinero en sustitución del encaje legal.
- Liberalización de los recursos captados vía aceptaciones bancarias (lo que posteriormente gestó la crisis bancaria)

Y respecto a la bondad de la actuación futura del Estado, existe un consenso entre los operadores financieros en el sentido de que en el desarrollo de la bursatilización en México será decisiva la participación del Estado, a saber: a) en el rubro hipotecario, b) al continuar dotando de liquidez al mercado, garantizando mediante los instrumentos que se emiten y c) en la negociación del papel gubernamental mediante de operaciones de mercado abierto, entre otras posibles líneas de acción

5) Talla del sector financiero frente al desarrollo y las tasas de crecimiento económico

Por último se puede agregar que durante las últimas décadas investigadores y científicos⁷⁵ han coincidido en confirmar la conjetura Marx-Tobin, según la cual el tamaño del sector financiero es determinante para garantizar niveles altos de desarrollo y tasas sostenidas de crecimiento económico. Sin embargo, de acuerdo con la experiencia reciente, los innumerables colapsos financieros de las dos últimas décadas demuestran que la conjetura Marx-Tobin es sólo una condición necesaria pero no suficiente. Si la instauración del sector financiero no es acompañada por un vigoroso ambiente competitivo, de reglas claras y de una profunda reforma financiera puede resultar trágica⁷⁶. Resulta propicio citar la conclusión que tres relevantes investigadores nacionales -José Antonio Farías Hernández, José Antonio Ibañez Aguirre y Raymundo Martínez Fernández- obtienen en su trabajo denominado "Subdesarrollo, mercado y deuda externa"⁷⁷:

⁷⁵ Véase Anexo 1 Investigaciones cuantitativas sobre los distintos impactos del desempeño del sector financiero en el desarrollo económico

⁷⁶ Vega Rodríguez, et al. op cit p 60

⁷⁷ J. Antonio Farías Hernández, J. A. Ibañez Aguirre, Martín Fernández. "Subdesarrollo Mercado y Deuda Externa". 2000 p 611-612

- América Latina ha sido en lo esencial receptora de ideas y teorías económicas elaboradas en los países desarrollados, con una trayectoria que evidencia una paulatina pérdida de posiciones críticas, hasta prácticamente aceptar en nuestros días como únicas las ideas elaboradas por los economistas, escuelas y organismos que de alguna manera representan a la minoría selecta que domina la economía y las finanzas internacionales- el llamado pensamiento único-

Así, por ejemplo, cuando hubo grandes excedentes de fondos prestables en los bancos internacionales que académicamente justificó la ampliación de lo que se entiende por nivel sostenible de los déficit comercial y en cuenta corriente; más recientemente, ante las necesidades de expansión del capital financiero a escala mundial, se transmite la idea de que la apertura al libre paso de los flujos financieros directos es la forma más efectiva de captar recursos para financiar el desarrollo. En lo interno se utilizó la teoría de la represión financiera para llevar a cabo la privatización de los bancos y la liberalización de los mercados financieros, así como la justificación del déficit en cuenta corriente en aras de la expansión de la planta productiva y su potencial exportador vía inversión extranjera directa con el natural alejamiento en la solución de las restricciones estructurales que impiden alcanzar el desarrollo.

En este mismo tenor y respecto a la realidad de las haciendas públicas locales desde la perspectiva de la política macroeconómica observada por la administración pública federal durante los dos últimos sexenios y sus repercusiones en el gasto público, generación de ingresos y posibilidades de inversión en el ámbito local, lamentablemente se repite el esquema del “no rompimiento de las estructuras que bloquean la salida del subdesarrollo” a la mayoría de los niveles subnacionales de gobierno. Pues si bien es cierto que algunas entidades federativas han incursionado en el medio bursátil de México buscando apoyo financiero a programas cortos de inversión, también es cierto que el tratamiento otorgado a ellos ha sido desigual al aplicárseles la misma normatividad que se aplica para la emisión de valores por parte de las empresas privadas. Esto se observa en las emisiones de certificados de participación

ordinarios y de pagarés a mediano plazo que han llevado a cabo algunas entidades federativas, lo que deja entrever el vacío que existe en lo concerniente a reglamentación en el mercado de valores para la emisión de bonos para el desarrollo de los niveles subnacionales de gobierno, limitándoles así la posibilidad de aprovechar en forma menos compleja el mercado de valores para financiar sus gastos de inversión (Véase capítulo VI)

Por último se puede agregar que en nuestro país las políticas públicas financieras se debieron rediseñar de acuerdo con los nuevos patrones internacionales de apertura económica, pero sólo en los renglones en los que somos competitivos y complementarios, sobre todo con nuestros socios del TLC, pues mientras mantengamos cerrados los ojos a la realidad y sigamos creando leyes, procedimientos y mecanismos insertos en lo global pero alejados de lo cotidiano, lo local y lo regional, retrasaremos aún más nuestro arribo a un verdadero estadio de bienestar.

D - LA BANCA Y EL FINANCIAMIENTO PÚBLICO

A continuación se analiza a la banca y la importancia de su función dentro del esquema de intermediación financiera, así como su participación en el financiamiento público.

Si bien es válido afirmar que “el proceso de intermediación financiera desempeña un papel muy importante en la sociedad, pues es el elemento básico en el proceso de desarrollo económico[. . .] pues al canalizar los flujos de ahorro de los sectores superávitaros a las necesidades de inversión de los sectores deficitarios se hace posible el crecimiento de la producción y del empleo”,⁷⁸ igualmente válido resulta señalar la especial importancia que los bancos revisten dentro del sistema financiero debido a su relación con los mercados monetarios y crediticios.

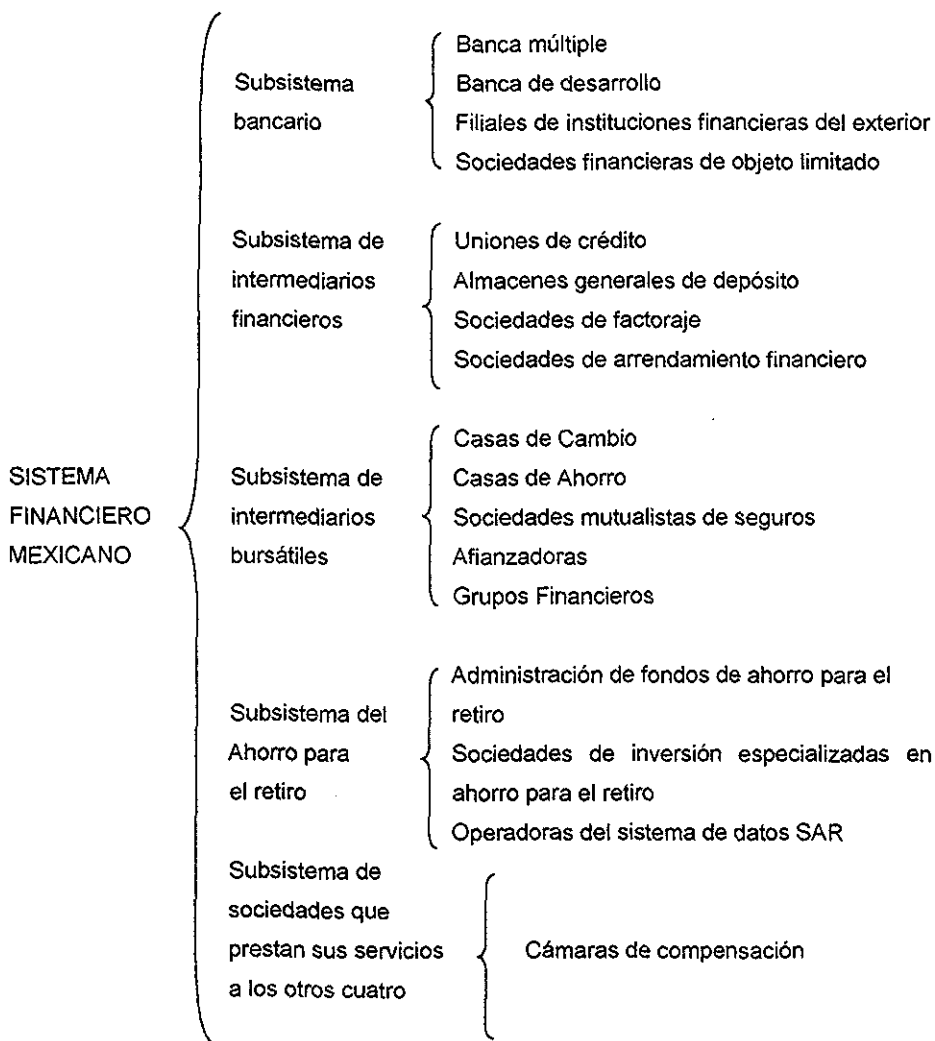
⁷⁸ Leopoldo Solís “Evolución del Sistema Financiero Mexicano Hacia los Umbrales del Siglo XXI”. 1997 p 13

1) Sistema financiero mexicano: subsistema bancario

Por otra parte y de acuerdo con las formas de enlace entre el ahorro e inversión, el sistema financiero comprende cuatro subsistemas, estructurados según lo disponen las leyes específicas de cada país. Estos subsistemas son: 1) el bancario, 2) el de seguros e instituciones afines, 3) el del mercado de valores y 4) el de instituciones auxiliares de crédito

Ahora bien, en nuestro país el nuevo esquema del sistema financiero está contemplado en el artículo 2, fracción IV, de la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, pero no obstante que este artículo fue publicado en el *Diario Oficial de la Federación* de 28 de abril de 1995, hay que agregar a los nuevos intermediarios financieros creados y autorizados en la Ley de los Sistemas del Ahorro para el Retiro (1996) Si tomamos como género al sistema financiero mexicano, entonces tendremos que aceptar que son cinco subsistemas que de él se desprenden: bancario, intermediarios financieros, intermediarios bursátiles, ahorro para el retiro y subsistema de sociedades que prestan sus servicios a los otros tres tipos. (Véase cuadro 17)

CUADRO 17
SISTEMA FINANCIERO MEXICANO



Con motivo de la privatización de la banca y de que existiría el sistema mixto a partir de julio de 1990, el artículo tercero de la Ley de Instituciones de Crédito (LIC) define por primera vez lo que es el Sistema Bancario Mexicano

“El Sistema Bancario Mexicano estará integrado por el Banco de México, las instituciones de banca múltiple, las instituciones de banca de desarrollo, el Patronato del Ahorro Nacional y los fideicomisos públicos constituidos por el gobierno federal para el fomento económico, así como aquellos que para el desempeño de las funciones que la ley encomienda al Banco de México, con tal carácter se constituyan ” Para efectos del tema de investigación solo se abordará el punto referente a la banca múltiple e instituciones de banca de desarrollo

a) Banca Múltiple

Las principales disposiciones legales que regulan el servicio de banca y crédito, la organización y funcionamiento de las instituciones de crédito y las actividades de operaciones que puedan realizar son la Ley de Instituciones de Crédito (LIC) y la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito (LGOTC)

Las operaciones que efectúan estas instituciones, a las que se les conoce comúnmente como bancos comerciales o simplemente bancos, se regulan en el artículo 46 de la LIC y son principalmente:

- Recibir depósitos bancarios de dinero: a la vista, retirables en días preestablecidos, de ahorro, a plazo o con previo aviso
- Aceptar préstamos y créditos
- Emitir bonos bancarios y obligaciones subordinadas
- Constituir depósitos en instituciones de crédito y entidades financieras del exterior
- Efectuar descuentos y otorgar préstamos o créditos
- Operar con valores en los términos de las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores y la LIC
- Promover la organización y transformación de toda clase de empresas mercantiles y prácticas
- Practicar operaciones de fideicomiso. La banca es pieza clave en las operaciones bursátiles nacionales.

b) Banca de desarrollo o banca de fomento

Son organismos descentralizados del Estado y que, como es fácil observar, pretenden fomentar determinadas actividades económicas y están constituidas legalmente como sociedades nacionales de crédito: Nacional Financiera (NAFIN), Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (BANOBRAS), Banco Nacional de Comercio Exterior (BANCOMEXT), Banco Nacional de Ejército, la Fuerza Aérea y la Armada (BANJERCITO), Banco Nacional de Crédito Rural (BANRURAL), Financiera Nacional Azucarera (FINASA), Patronato del Ahorro Nacional (PAHNAL)

Ahora bien, ya que la nueva Ley de Instituciones de Crédito claramente diferencia a la banca múltiple (comercial) de la banca de desarrollo, a continuación resulta pertinente extraer el pensamiento que el representante de la banca comercial en turno, Antonio del Valle Ruiz ⁷⁹, tiene sobre el tema que nos ocupa y, por otro lado, en contraste también sintetizaremos el pensamiento al respecto (financiamiento del desarrollo), de quiénes, Guillermo Ortiz Martínez,⁸⁰ tuvieron a su cargo el manejo de las finanzas públicas federales (1994-2000).

¿Qué acepción tiene el término financiamiento para el desarrollo?

"En su sentido más extenso, la banca de desarrollo es la actividad encaminada a obtener y derivar recursos de alta rentabilidad social, acordes a las grandes prioridades nacionales, con un énfasis menor en la rentabilidad inmediata. Esta actividad la han desarrollado principalmente instituciones o fideicomisos formados por el sector público, tales como Banobras, Nafinsa, Fira, etc. La banca comercial ha jugado un papel muy importante, actuando como intermediario de primer piso o directamente, ya sea de manera obligatoria, como cuando existía el encaje legal y las carteras especiales" ⁸¹

⁷⁹ Presidente de la Asociación de Banqueros de México 1996 Revista Federalismo y Desarrollo Banobras Enero-Marzo 1997

⁸⁰ Guillermo Ortiz Martínez Secretario de Hacienda y Crédito Público

⁸¹ Antonio del Valle Ruiz, "Papel de la Banca Comercial en el Financiamiento del Desarrollo", Revista Federalismo y Desarrollo Banobras. 1997 p 28

“La actual política del financiamiento del desarrollo considera como condición necesaria para el crecimiento la generación de ahorro interno en montos suficientes y de largo plazo, con el objeto de contar con un fondeo estable y de bajo costo para la promoción del desarrollo económico. Dado que los recursos que administra el gobierno son de la sociedad, el gasto público debe ser ejercido responsablemente y con transparencia de acuerdo con las prioridades señaladas por los ciudadanos y sus representantes. En particular, la inversión pública debe ejecutarse con base en criterios de rentabilidad social”⁸² En ninguna de las dos respuestas se da contestación a la pregunta realizada.

¿Qué papel ha venido desempeñando la Banca en general para impulsar el desarrollo del país?

Se ha dicho siempre que nuestro país, como nación en proceso de desarrollo, tiene por principal problemática la escasez de un ahorro interno suficiente para crear el número de empleos que demanda un crecimiento demográfico acelerado y para poder mantener sueldos lo más elevado posible, sin sacrificio del volumen de empleo. Es evidente que la banca en general juega un papel de importancia primordial, ya que los recursos con los que puede contar tanto del ahorro interno como del externo, que siempre serán insuficientes para los propósitos mencionados, deberán ser aplicados eficaz y eficientemente en este proceso.⁸³ “El principal desafío de la política económica de nuestro tiempo es hacer factible la recuperación del ahorro interno para convertirlo en la fuente esencial de financiamiento del desarrollo de largo plazo. Dentro de la actual política económica se ha puesto especial cuidado en conservar el papel fundamental que juega el sistema financiero para la promoción del ahorro privado, a través de instrumentos que ofrezcan seguridad y rendimiento competitivos”⁸⁴. Ambos representantes de la banca comercial y desarrollo coinciden en la importancia del ahorro interno como fuente esencial del financiamiento del desarrollo.

⁸² Guillermo Ortiz Martínez, *Reforma al Sistema Financiero y Política de Financiamiento para el Desarrollo en México*, Revista Federalismo y Desarrollo Banobras 1997 p. 4

⁸³ Del Valle Ruiz op. cit. pp. 28-29

⁸⁴ Ortiz Martínez op. cit. p. 5

¿Qué papel le corresponde tomar a la Banca Comercial en el financiamiento para el desarrollo y en que sectores o actividades participa la Banca Comercial y cuales podría apoyar en el futuro?

“La actuación de la banca comercial ha venido evolucionando, quizá más bien con grandes cambios en procesos continuos. El proceso de estatización bancaria y su posterior devolución al sector privado, la apertura a la banca extranjera, el cambio drástico de filosofía de colocación de recursos bancarios, el pasar de un sistema de alto encaje legal e inversión obligatoria en carteras específicas a uno mucho menos regulado, ha significado en su momento cambios drásticos a la posición de la banca comercial con respecto al financiamiento del desarrollo.

Por supuesto, en cada una de estas etapas ha sido necesario sincronizar las actividades de ambos sectores. En términos generales, la complementación entre ambos siempre ha existido, si bien lo drástico de los cambios mencionados ha requerido periodos de ajuste”⁸⁵

“La noción tradicional de la banca de desarrollo como simple instrumento para la distribución de subsidios, a través de la tasa de interés, ha evolucionado para adaptarse al nuevo entorno económico y convertirse en una banca de inversión dedicada a identificar aquellos proyectos susceptibles de ser apoyados con recursos de fomento, para su posterior transferencia a la banca comercial”⁸⁶

En ambas respuestas se observa coincidencia en cuanto a la necesidad de mantener sincronizadas las actividades del sector privado y del sector público en materia de inversión en proyectos productivos que generen desarrollo.

¿Qué opinión le merece la actuación de la banca de fomento en el financiamiento para el desarrollo?

“La actuación histórica de la Banca de Fomento ha sido en términos generales muy positiva, sobre todo cuando ha actuado coordinada con el resto del sistema”⁸⁷

⁸⁵ Del Valle Ruiz op cit p 29

⁸⁶ Ortiz Martínez op cit p. 7

⁸⁷ Del Valle Ruiz op cit. p 29

“Actualmente se realizan trabajos encaminados a definir con mayor precisión los sectores y regiones que deben ser atendidos por las distintas instituciones de fomento, evitando una excesiva dispersión de los proyectos a financiar, los que ha provocado duplicidad de funciones entre instituciones”⁸⁸
Ambos representantes coinciden en calificar la existencia de la banca de fomento como factor de desarrollo.

¿Considera usted que hay complementación entre la Banca de Desarrollo y la Comercial?

“No puede pensarse que por mucho tiempo la banca de desarrollo pueda ser sustituida por otras instancias de mercado. Las desigualdades de ingresos que existen en nuestra sociedad, las diferencias en niveles socioeconómicos, los requerimientos de inversiones en segmentos especializados y el permanente alto costo de los intereses en nuestra economía provocan que los recursos de origen específico no sean derivados a segmentos que probablemente no alcanzarán la rentabilidad necesaria para competir con otros solicitantes de recursos, o bien que requiriesen complicados y especializados aparatos de evaluación y control que no podrían ser costeados por la banca comercial sin impactar altamente las tasas.”⁸⁹
El representante de la banca comercial no sólo considera a la banca de desarrollo como complementaria de aquélla sino que además acepta que sin ella muchos sectores de la sociedad se quedarían sin posibilidad de financiamiento.

¿La Asociación de Banqueros de México promueve entre sus afiliados -bancos comerciales- políticas o estrategias concretas dirigidas al financiamiento para el desarrollo?

“Es difícil en el momento actual pedirle a la banca comercial una actividad de apoyo similar a la que tuvo en las décadas de los sesentas y setentas. De una banca totalmente nacional y que derivaba de una “concesión”, lo cual obligaba implícitamente a patrones de conducta determinados, se pasó a un esquema de “autorización” en un sistema en el que el número y naturaleza de los participantes impediría distracción de recursos o esfuerzos, como se daba en aquel entonces, sin el riesgo de perder la posición competitiva, pues, por ejemplo, la cultura

⁸⁸ Ortiz Martínez op cit p 8

⁸⁹ Del Valle Ruíz op. cit. p 29

bancaria de las entidades de control extranjero que operan en nuestro país impediría o limitaría esta participación”.⁹⁰

En estas respuestas se observa el impacto que ocasionó a la banca comercial la competencia del capital extranjero en la actividad bancaria, la que años después la desplazaría dejando al descubierto el daño que les ocasionó el no realizar acciones suficientes para no perder competitividad en el desempeño del sector oficial.

¿Considera que llevar a cabo un financiamiento más activo para el desarrollo afectaría el objetivo de estabilización que persigue la política económica actual?

“No parece que una mayor reactivación del financiamiento al desarrollo sea incongruente con los objetivos de estabilización de la política económica actual. La experiencia indica que el campo más adecuado para la recuperación económica posterior a una crisis se da en la industria de la construcción, principalmente en obras de infraestructura, ya que este concepto utiliza masivamente mano de obra, pocos insumos importados y en la medida en que exista capacidad no usada en las industrias más involucradas, como son las siderúrgica y la cementera, no impactará los niveles de precios, desde luego asumiendo que este proceso se haga racionalmente, de lo que no nos cabe la menor duda con la actual administración, la cual ha sido altamente responsable y consciente en los manejos presupuestales.”⁹¹

En su respuesta el representante de la banca comercial considera la importancia de activar el financiamiento de obra pública en aras de alcanzar estabilidad económica

Ya conformados dentro de grupos financieros, ¿de qué manera los intermediarios financieros no bancarios podrían apoyar el desarrollo del país?

La participación concreta de cada tipo de entidad del sector financiero, banca de desarrollo, banca comercial, intermediarios financieros no bancarios, será definida con el tiempo dentro de los entornos previsibles”⁹²

⁹⁰ Ibid p. 29

⁹¹ Ibid., pp. 29-30

⁹² Ibid., p. 30

Sin comentarios.

Desde su punto de vista, ¿cuál es la situación en la que se encuentra la infraestructura del país y qué propuesta ofrece la Asociación de Banqueros de México para impulsarla?

“Con respecto a la infraestructura del país, es conveniente concluir el proceso de regularización de los créditos carreteros que llegaron a representar serios problemas para el sistema por el incumplimiento de las expectativas que significó la crisis. Asimismo, aunados a la privatización de los ferrocarriles, deberán surgir grandes proyectos relacionados con el sistema ferroviario, aunque aún es prematuro pensar en dónde y con qué recursos deberán también tener prioridad otros proyectos, sobre todo de tipo municipal.”⁹³

“La actual política de financiamiento para el desarrollo considera como condición necesaria para el crecimiento la generación de ahorro interno en montos suficientes y de largo plazo, con el objeto de contar con un fondo estable y de bajo costo para la promoción del desarrollo económico.”(Guillermo Ortiz, secretario de SHCP)

Mientras el representante de la banca comercial acepta que uno de los principales problemas de infraestructura del país se observa en el sistema ferroviario, pero no responde en qué forma se apoyaría a éste, el secretario de Hacienda considera urgente aumentar el ahorro interno de largo plazo

¿Qué diferencias existen en los esquemas de financiamiento para el desarrollo de México respecto a otros países, concretamente nuestros principales socios comerciales?

“La tendencia estadounidense consiste en otorgar estímulos, sobre todo de tipo fiscal, y proporcionar información, asesorías y apoyos especializados. Querámoslo o no, nuestro sistema financiero, como consecuencia inevitable de la apertura, se homologará cada vez más al de nuestros socios comerciales,

⁹³ Ibid . p 30

particularmente al de Estados Unidos, donde el concepto de financiamiento al desarrollo es bastante diferente. Esto no implica, desde luego, un cambio inmediato y probablemente en muchos aspectos pasará mucho tiempo, quizás décadas, para que esto ocurra y posiblemente tendrá distinta velocidad en distintos segmentos.⁹⁴

En esta respuesta se deja ver la preocupación de la banca comercial por la forma diferente en que se entiende y atiende el financiamiento del desarrollo por parte de nuestros socios comerciales del norte.

Con la apertura financiera, ¿cómo considera usted que deberá participar la banca extranjera en el financiamiento para el desarrollo de México?

La cultura bancaria de la banca extranjera es muy diferente en este sentido. Un banquero no nacional será menos proclive que un mexicano a evaluar conceptos de rentabilidad social; esto desde luego no incluye a la banca internacional de desarrollo.

“Un objetivo importante dentro de la estrategia financiera del gobierno consiste en hacer factible que los flujos de capital que llegan al país se canalicen hacia inversiones productivas, para emplearse como un instrumento de apoyo al crecimiento económico.”⁹⁵ En la respuesta se resalta la importancia de que el gobierno tenga la habilidad suficiente para canalizar la inversión extranjera hacia inversiones productivas desalentando la inversión volátil y especulativa.

¿Piensa usted que en materia fiscal y financiera se necesita realizar cambios o modificaciones a las leyes actuales destinadas a impulsar el financiamiento para el desarrollo?

“La definición de estrategias para impulsar el financiamiento del desarrollo probablemente siga la línea que ya mencionamos para la banca. Puede ser también importante en el futuro la capacidad de ahorro interno que significan las Afores, ya que actualmente nuestro mercado no tiene capacidad de financiamiento a largo plazo y con este instrumento lo irá teniendo cada vez más. Muchos proyectos identificados actualmente como de banca de desarrollo podrán ser financiados con este tipo de recursos, No conocemos las reglas definitivas para

⁹⁴ Ibid p 29

⁹⁵ Ibid p 29

inversión de las Afores, pero es de suponerse que existirán inversiones obligatorias en valores de este tipo”⁹⁶

Aquí se resalta la falta de capacidad de la banca comercial para otorgar financiamiento a largo plazo

En síntesis, de las anteriores intervenciones del representante de la banca comercial (Antonio del Valle Ruíz, 1996) y la del responsable del manejo de las finanzas nacionales (SH y CP, Guillermo Ortiz Martínez, 1994-2000) cabe destacar, por una parte la claridad con que se observa la preocupación de ambos representantes en cuanto a su responsabilidad de promover el ahorro interno como ingrediente principal que permita a nuestro país iniciar su fase de despegue hacia un estado de crecimiento económico alto y sostenido. Por otro lado, el énfasis que ambos funcionarios hacen respecto al nuevo papel que le corresponde jugar a la banca de fomento o desarrollo al dejar de considerarla como simple instrumento para la distribución de subsidios a través de la tasa de interés para convertirse en una banca de inversión dedicada a identificar aquellos proyectos susceptibles de ser apoyados con recursos de fomento, para su posterior transferencia a la banca comercial, con la cual deberá trabajar en forma estrecha, complementaria y no sustitutiva

2) Participación de la banca en el financiamiento del desarrollo en México

Ahora bien, tratando de sintetizar la participación bancaria en el financiamiento del desarrollo de nuestro país (hasta antes de la reforma de 1990) y lo que deberá ser su prioridad en el porvenir tenemos que:

En un período de sólo nueve años (última etapa de reformas a la banca) se cerró el ciclo por el que atravesó la banca privada-nacionalizada-privada. La actuación de la misma en cada época tuvo su justificación, un resumen de ello lo es: Fue durante los meses de mayo y junio de 1990 cuando se tomó la decisión de

⁹⁶ Ibid p 29

volver al sistema mixto de operación de los bancos. Se derogó el quinto párrafo del artículo 28 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos.

Se promulgó una nueva Ley de Instituciones de Crédito; se reformaron todas las leyes que regulan el sistema financiero mexicano para cambiar el concepto de concesión por el de autorización y además se expidió la Ley para regular los grupos financieros. A partir de 1991 y hasta llegar al año 2001 se han realizado gran cantidad de reformas a las leyes bancarias “dentro de lo que he calificado selva amazónica de disposiciones parareglamentarias en materia bancaria y financiera que seguirán constituyendo un reto para quienes aplican, interpretan, analizan esas disposiciones y también para quien tiene la responsabilidad de enseñarlas.”⁹⁷

¿Qué es lo que queda por hacer?

En el futuro, a fin de reforzar el sistema bancario, su principal objetivo deberá ser aumentar su profundización en la economía nacional hasta alcanzar niveles similares a otros países de igual grado de desarrollo. Para ello será imprescindible redefinir las estrategias de profundización de la banca, conocer y evaluar mejor a la clientela, elevar la calidad de los servicios y aprovechar las experiencias bancarias mediante la asociación con el capital exterior. En el ámbito de la colocación de los recursos se deberá procurar un crédito más ágil a través de la creación de las áreas relacionadas con el análisis del crédito y la evaluación de riesgos, canalización de más recursos a las pequeñas empresas y al consumo, nuevos criterios para el otorgamiento de crédito, descentralización de funciones, operaciones y decisiones, entre otras.

El reto está a la puerta: la tendencia mundial es hacia el traslado de las llamadas operaciones de banca de inversión al ámbito de los intermediarios no bancarios.

⁹⁷ Miguel Acosta Romero “Nuevo Derecho Bancario” 2000 p 78

Por lo anterior y por lo que se refiere a nuestro tema en relación con el papel de la banca de desarrollo y el de la banca comercial en cuanto al financiamiento del gasto público de inversión de los gobiernos locales, bien harían varios bancos en desempeñarse como verdaderos agentes financieros capaces de proporcionarles adecuados sistemas de información a fin de ofrecerles la ventaja tanto de economías de escala como de compartir los costos de información, de manera tal que con ello, y como expertos en la materia, contribuyan a orientar los diversos esquemas de financiamiento a la satisfacción de las necesidades específicas de las haciendas locales y demás buscadores de recursos, si se proponen mantener su presencia como bancas de inversión.

E) Bonos públicos y el financiamiento público

Por su parte y a propósito de déficits presupuestales, el material publicado sobre su financiamiento es escaso, "la bibliografía económica se ha centrado en las consecuencias y no en las fuentes de la financiación del déficit. Además, al tener su origen principalmente en los Estados Unidos de América, y en otros países industrializados, ha destacado la distinción entre la creación de dinero frente a la emisión de deuda. Más recientemente algunos países en vías de desarrollo han prestado atención al endeudamiento externo. Sin embargo, la realidad es mucho más compleja que todo ello y nunca deja uno de asombrarse ante las distintas formas en que pueden financiarse los déficits fiscales."⁹⁸

"La idea de "financiamiento público" está inmersa en el concepto de "finanzas públicas", se refiere a los recursos monetarios e ingresos patrimoniales con que cuenta la "administración pública", así como los ingresos que tiene derecho a percibir en un ejercicio determinado, y la distribución y aplicación de dichos recursos mediante el gasto público"⁹⁹

⁹⁸ Vito Tanzi *"Hacienda Pública de los Países en Vías de Desarrollo"*. 1994 p 113

⁹⁹ J Candelario Uribe Gómez. Salvador Santana Loza *"Normatividad en Materia de Deuda Pública Estatal y Municipal"*. 1994 p 27

En este contexto, las autoridades financieras locales tratan de encontrar algunas soluciones que respondan adecuadamente a las circunstancias especiales que se les presenta y éstas pueden ser gravar nuevas fuentes de ingreso o incrementar las tasas de los ingresos ya existentes, o bien demandar más y mayores participaciones en ingresos federales y estatales, según corresponda dentro del marco del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal (SNCF)

Sin embargo, no siempre la vía de solución seleccionada será la más indicada (provocar malestar en los contribuyentes, ausencia de voluntad política de las autoridades hacendarias federales), o el momento de su aplicación quizás no sea el más propicio (épocas electorales, etc), por lo que el ente público buscará acudir a otras fuentes de financiamiento (recursos crediticios) que le puedan servir de apoyo en sus necesidades presupuestales

La forma de financiar los gastos públicos ha variado a través de los años; básicamente hasta el siglo XIX la fuente principal de financiamiento de los gastos públicos fue la de los "impuestos", pero conforme aumentaron las necesidades de recursos de los estados se buscaron nuevas formas de financiamiento entre las que destacan los empréstitos y la emisión y colocación de bonos u obligaciones

Al respecto cabe apuntar que dentro del catálogo de fuentes de los ingresos se encuentran los "recursos del crédito público" que no son otra cosa que el "financiamiento público" Dado que los estados y los municipios cuentan con personalidad jurídica y patrimonio propios, se les permite acceder en los términos que establece la Constitución Federal al financiamiento crediticio como fuente alterna para poder obtener recursos cuando juzguen conveniente.

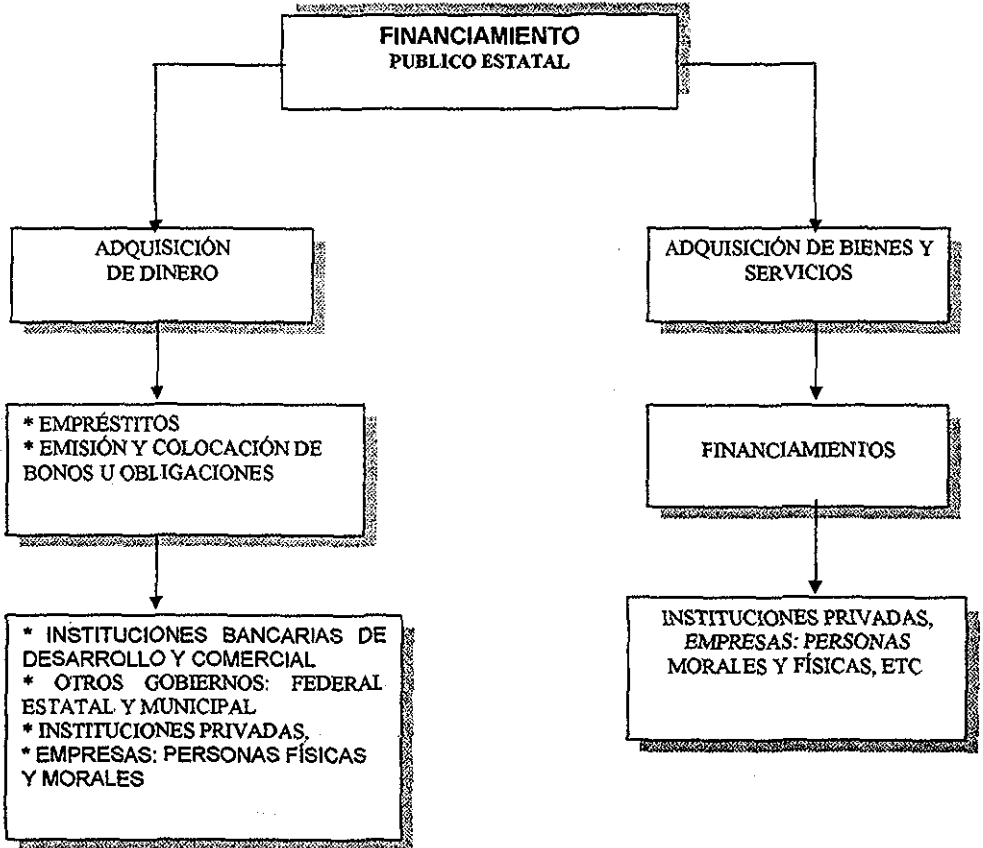
En el mismo sentido y desde el punto de vista jurídico, podemos señalar que los recursos crediticios constituyen una de las diversas fuentes de ingresos (no tributarios) con que cuentan las entidades federativas (estados) La característica que los distingue de los otros recursos no tributarios estatales es el hecho de que los créditos son obtenidos a partir de operaciones de préstamo en

las que el Estado obtiene recursos monetarios, bienes o servicios a cambio de adquirir la obligación de devolver esos recursos o el costo de los bienes o servicios, en un plazo determinado y compensado mediante el pago de intereses

En estos términos se considera que los recursos crediticios estatales pueden provenir de las siguientes operaciones:

- 1) De la contratación de empréstitos en virtud de la cual el Estado recibe recursos monetarios a cambio de contraer la obligación de devolverlos en un cierto plazo, adicionados con una sobreprima por concepto de intereses
- 2) De la emisión de bonos de deuda pública en la que el Estado coloca entre el gran público inversionista instrumentos negociables, recibiendo a cambio un cierto precio, asumiendo las obligaciones de devolver su importe adicionado con una prima por concepto de intereses en un plazo determinado y de garantizar la propia emisión, con los futuros rendimientos que le generen las obras a las que se destinen los recursos obtenidos a través de dicha emisión
- 3) De la adquisición de bienes o contratación de servicios en las que el pago se efectúa a plazos (financiamientos) (Véase cuadro No 18)

CUADRO 18
RECURSOS CREDITICIOS ESTATALES



El rasgo distintivo de los recursos crediticios estatales es su obtención mediante operaciones de préstamos que generan la obligación de devolverlos compensados con una sobreprima por concepto de intereses, lo que permite diferenciarlos de otros recursos. Así, las características principales de los recursos crediticios locales son:

- 1) El carácter voluntario de la entrega de los recursos por parte del poseedor de ahorros

- 2) Su carácter contractual, lo que significa que las condiciones en que se otorgan los recursos deben establecerse con claridad en los instrumentos respectivos según la operación de que se trate. Por lo que se refiere a la emisión de bonos, las condiciones han de señalarse en el acta de emisión, así como en los títulos que de ésta se desprenden.
- 3) La existencia de una contraprestación. A cambio de los recursos otorgados a los gobiernos locales, éstos se obligan a rembolsar el capital y el pago de los intereses convenidos.

Con respecto a la obtención de recursos vía la emisión de bonos de deuda pública, cabe hacer las siguientes consideraciones:

- Un bono es un instrumento de deuda a largo plazo
- Atendiendo al sujeto emisor de bonos existen cuatro clases de bonos:
 - Bonos de tesorería emitidos por el gobierno federal
 - Bonos privados emitidos por las empresas privadas.
 - Bonos estatales y/o municipales según se emitan por los gobiernos locales y municipales.
 - Bonos extranjeros (bonos emitidos por gobiernos o empresas extranjeras)

Sus características principales:

- Valor a la par es la cantidad de dinero recibida en préstamos y que será devuelta en la fecha de madurez o vencimiento y que aparece en la carátula del título valor.
- Cupón de pago es la cantidad específica de dinero por interés pagado cada período, generalmente pagado cada seis meses.
- Cupón de tasa de rendimiento es la tasa anual de interés asentada en el documento valor
- Fecha de madurez es el plazo específico en el cual el valor a la par del bono debe ser devuelto
- Madurez original es el número de años por valorar a partir de la fecha de emisión del bono
- Provisión de fondo de pago anticipado es el fondo que le da derecho al emisor de redimir el bono antes de que se cumpla el plazo de madurez.

- Provisión fondo de retiro es el fondo que obliga al emisor a retirar de la circulación una porción de la emisión cada año.
- Ventajas de la inversión en bonos:

Los inversionistas cuentan con una fuente segura de ingresos por pago de intereses, y si el bono se conserva hasta su fecha de vencimiento a los inversionistas se les devolverá el monto consignado en el propio instrumento financiero

No obstante lo anterior, hay diferentes tipos de bonos de entre los cuales el inversionista puede seleccionar algunos de acuerdo con las características que poseen. Pueden variar en cuanto al sujeto emisor, seguridad, tasas de interés, liquidez, amortización, rendimiento, mercantilidad, amortización y frecuencia con el que los intereses son pagados. Los inversionistas pueden aumentar su rendimiento y disminuir el riesgo de pérdida de recursos examinando y entendiendo la diversas características que ofrecen los bonos, antes de invertir en ellos

Un buen punto de inicio es comparar el plazo de amortización de los bonos con las necesidades que se tienen de financiamiento, lo cual puede limitar la pérdida del principal. El rango de amortización de los bonos es menor de uno y hasta cincuenta años. Así, si un inversionista dispone de fondos para invertir en seis meses no le conviene invertir en bonos gubernamentales a treinta años porque si las tasas de interés aumentan durante este periodo, el inversionista perderá una porción de su capital en la medida en que el precio de los bonos disminuya. Sin embargo, si las tasas de interés disminuyen durante este periodo, el inversionista será capaz de vender los bonos con una ganancia porque el precio de los bonos aumentará. Comparando los plazos de amortización de los bonos con las necesidades de financiamiento, los inversionistas pueden limitar sus pérdidas debido a las fluctuaciones en el mercado de las tasas de intereses.

Si se ajustan las opciones de inversión a las necesidades de financiamiento se puede dar estabilidad a los programas financieros. El dinero a corto plazo debe invertirse en instrumentos a corto plazo y el dinero a largo plazo en instrumentos a largo plazo

Cabe preguntarse si el invertir en bonos está exento de riesgos. Todo instrumento bursátil lleva consigo un riesgo, pero el grado de riesgo varía de acuerdo con el tipo de deuda y según el emisor. Siempre habrá un riesgo si se pretende vender un bono antes de su plazo de amortización, pues se puede perder dinero en caso de que las tasas de interés aumenten. Esto significa que para evitar el riesgo sea necesario guardar los recursos "debajo del colchón", porque inclusive esta acción también implica un riesgo de pérdida.

Por otra parte, ¿Qué atractivos ofrecen al inversionista los bonos de deuda pública, si se toma en consideración que este tipo de bonos son instrumentos de deuda emitidos por el gobierno, sus organismos descentralizados o sus empresas de participación estatal con el propósito de obtener recursos para gastos de inversión productiva? Para el inversionista el atractivo más importante para invertir en bonos de deuda pública es que los ingresos que obtenga por concepto de intereses están exentos de impuestos federales y locales. Pero, a su vez, la exención de impuestos federales y locales, en su caso, beneficia no sólo a los inversionistas que adquieren bonos gubernamentales, sino también al propio gobierno federal y/o gobierno local como emisores, desde el momento en que pueden pagar menores tasas de rendimiento que los bonos normalmente gravados con impuestos.

1) Fracción VIII del Artículo 117 constitucional y la emisión de bonos

Recurrir al financiamiento crediticio por parte de los estados no ha sido tan frecuente como aparentemente pudiera pensarse, ya que además de considerarse tradicionalmente que los recursos así obtenidos constituyen para el estado una carga e hipoteca del futuro, hasta antes de la reforma constitucional de 1983, en la

fracción VIII del artículo 117 se establecía la facultad de las entidades federativas para celebrar empréstitos únicamente para destinarlos a la ejecución de obras que directamente generen ingresos, lo cual limitaba “a los estados y municipios en sus posibilidades financieras al permitirles solamente la contratación de empréstitos que generen directamente riqueza y medios de pago suficiente: impidiéndoles que puedan dedicarlos a cubrir obligaciones de gasto corriente, o a otro tipo de operaciones”¹⁰⁰

En cambio en el precepto constitucional reformado se establece una ampliación de las posibilidades de contratación para la realización de inversiones públicas productivas al señalarse que: “los estados y los municipios no podrán contraer obligaciones o empréstitos sino cuando se destinen a inversiones públicas productivas, inclusive los que contraigan organismos descentralizados y empresas públicas, conforme a las bases que establezcan las legislaturas en una ley y por los conceptos y hasta por los montos que los mismos fijen anualmente en los respectivos presupuestos. Los ejecutivos informarán de su ejercicio al rendir la cuenta pública”. En otras palabras, a partir de 1983 se contempla la posibilidad de las entidades públicas locales de destinar el crédito para *financiamiento de inversiones productivas* que propicien su crecimiento económico

En México, entonces, la facultad de opción de contraer deuda pública como fuente de ingreso estatal y municipal queda enmarcada jurídicamente en lo establecido en la fracción VIII del artículo 117 constitucional. Tal facultad se extiende a los organismos que forman parte de la administración pública paraestatal o paramunicipal de las entidades federativas, y de los municipios. Sin embargo, dicha facultad se limita “porque se da cierto control a la federación, para evitar un endeudamiento anárquico que se contraponga a la finalidad del crédito como instrumento de desarrollo”¹⁰¹

¹⁰⁰ Roberto Dieguez Arma. Crédito SHCP. México. Octubre 1980. sin p.

¹⁰¹ Uribe Gómez Santana López. Op. cit. p. 30.

Aquí cabe recordar que el crédito público es igual a deuda pública para distinguirlo de otro tipo de endeudamiento gubernamental que no tiene su origen en un acto de crédito público y que por lo mismo carece de los elementos esenciales del crédito: existencia de recursos y la voluntad de entregarlos a cambio de un instrumento de pago futuro. Así quedan comprendidos dentro del rubro "crédito público" la emisión de bonos, la contratación de empréstitos y la adquisición de bienes y servicios a plazo (financiamientos)

Respecto al endeudamiento por emisión de bonos u obligaciones, cabe señalar que a lo largo de la presente investigación se le podrá visualizar como una fuente presupuestal adicional al mismo tiempo que como un medio para que las entidades federativas puedan participar formalmente del recurso interno, por lo que en este contexto conviene considerar "el marco teórico de la intermediación financiera con el fin de identificar las razones y los espacios a los que se ha restringido la política pública financiera con adopción del paradigma neoliberal. Esto es, además de los factores macro y micropolíticos que han determinado la liberación y desregulación financiera, un factor muy importante que debe tomarse en cuenta es el vacío que ha existido en México, al igual que en otros países en vías de desarrollo, en materia de administración del financiamiento del desarrollo. A este proceso se le ha entendido sólo como un hecho económico y su gerencia ha sido casi exclusivamente ejercida por economistas, dejando de lado a los profesionales de la administración pública"¹⁰²

"El proceso de crecimiento económico moderno generalmente se asocia con la expansión del sector financiero. La teoría convencional del financiamiento del desarrollo afirma que mientras más alta es la *profundización (diversidad)* financiera en un país, más alto es su grado de desarrollo. Por ello el sector financiero es señalado como la superestructura que apoya la infraestructura de la riqueza nacional de un país -- la producción y los activos reales de la economía. A la profundización financiera se le identifica con los niveles de activos financieros en relación con indicadores económicos clave, como por ejemplo el

¹⁰² Cabello Alejandra. Globalización y Liberación Financieras y la Bolsa Mexicana de Valores. Del auge a la Crisis. Ed. Plaza y Valdez. 1999 p. 131

producto interno bruto¹⁰³ Por otra parte, "desde un punto de vista histórico, se considera que los mercados de valores constituyen una última etapa del desarrollo financiero de un país y son el paso obligado para el "despegue al desarrollo" En esta etapa se pasa del financiamiento tradicional bancario, limitado al corto plazo y con pocas posibilidades de incrementar el capital de una empresa, a un financiamiento flexible, basado en la compraventa de títulos financieros que permiten tanto al gobierno como a las empresas endeudarse a largo plazo y también posibilitan que estas realicen realizar nuevas emisiones de capital Esta etapa también les permiten que crezcan más allá del ámbito de propiedad familiar, al punto de que la propiedad de la empresa se "diluye", dando paso al surgimiento de la corporación pública moderna en la cual la propiedad está separada de la administración Esta última es llevada a cabo por administradores profesionales, quienes disciplinados por los indicadores del mercado sobre sus empresas, es decir, la fijación del valor de sus activos en los mercados de valores, manejan a la empresa con espíritu competitivo En suma, los mercados de valores y sus instituciones permiten que un país despegue hacia el desarrollo porque ofrecen opciones de financiamiento a largo plazo, lo que es consistente con la vida útil de los proyectos de inversión, tanto gubernamentales como empresariales Se considera que para los países en vías de desarrollo los mercados de valores son una buena opción para proveer el ahorro y la inversión y financiar su desarrollo por medio de valores a largo plazo, dejando atrás vías tradicionales de financiamiento: deuda externa, subsidios y otros mercados inflacionarios".¹⁰⁴

En estos términos y toda vez que México ha decidido formar parte de la globalización económica, la cual se ejerce en las principales zonas comerciales del mundo, con los naturales cambios que ello implica, resulta también natural el que se tenga que revisar y actualizar la política financiera federal, estatal y municipal

¹⁰³ Cabello Alejandra Op Cit p 138

¹⁰⁴ Ibid p 139-140

Al efecto, cabe recordar que en el caso de las finanzas estatales y municipales hoy en día se encuentran sometidas por el Poder Legislativo federal y local a rigurosos ajustes en sus formas de financiamiento con presupuestos mas restrictivos, más ceñidos al poder real de captación ordinaria de ingresos que tratan de impedir el recurrir a fuentes inflacionarias en la satisfacción de las necesidades sociales a su cargo.

CAPÍTULO III

FINANCIAMIENTO POR BONOS DE DEUDA PÚBLICA EN PAÍSES DESARROLLADOS

A continuación se hace referencia al financiamiento que mediante bonos de deuda pública se obtienen los niveles subnacionales en las economías industrializadas, empezando por nuestro vecino país del norte, los Estados Unidos de América, y en seguida la experiencia que sobre el mismo rubro han obtenido los países de la Unión Europea

A) Estados Unidos de América

No obstante que algunos autores consideran al sistema financiero de los Estados Unidos como uno de los más avanzados y desarrollados del mundo, puesto que se aproxima más que cualquier otro al "ideal de un mercado eficiente, completo y perfecto [] y siendo que los mercados estadounidenses no tienen paralelo en lo tocante a la amplitud y alcance en los activos financieros disponibles, la liquidez y eficiencia de los mercados (tanto primarios como secundarios), y la ausencia de restricciones para los inversionistas",¹⁰⁵ resulta oportuno en el presente capítulo hacer un análisis a lo que sucede en los niveles subnacionales -de un país con acendrado federalismo como sistema de gobierno- en cuanto al manejo del financiamiento de capital

En este sentido, cabe mencionar que "la creciente dependencia de los gobiernos estatales y locales desde la mitad o hasta fines de los años setentas sobre las participaciones federales para financiar su gasto de capital, les ha creado vulnerabilidad [. . .] y como resultado los gobiernos estatales y locales son forzados a depender fuertemente de los ingresos corrientes o a financiarse mediante la adquisición de más deuda [. . .] para afrontar sus necesidades de capital. Pero muchas de las mismas circunstancias económicas que han permitido el deterioro del apoyo para gastos de capital provenientes de las transferencias federales y de los ingresos corrientes han creado también condiciones inatractivas

¹⁰⁵ Itzhak Swary y Barry Topf. *La Desregularización Financiera Global: La Banca Comercial en la Emergencia*, 1992 p 299

al mercado crediticio. Esto ha ocasionado que el endeudamiento se convierta en un caro y volátil intento de elevar los fondos para proyectos de capital. Son las condiciones adversas en el mercado financiero —en contraposición a un contexto de no satisfacer necesidades de capital tanto pública como privada, y los recursos escasos en las cuentas corrientes— las que forman las bases para el surgimiento de una actividad creativa en el campo del financiamiento estatal y local”,¹⁰⁶ además del método tradicional de emitir bonos a largo plazo (a veinte y treinta años de la fecha de expedición), por lo que en este contexto enumeraremos a continuación las formas tradicionales a las que los gobiernos estatales o locales suelen acudir para obtener financiamientos a largo y a corto plazo

CUADRO 19

1) Técnicas tradicionales y no tradicionales de financiamiento de capital estatal- local a largo plazo

Bonos de Obligación General	Bonos tradicionales respaldados por la buena fe y crédito de la unidad gubernamental emisora. Los bonos son asegurados por una garantía incondicional del gobierno emisor de incluir impuestos no limitados para el retiro de los mismos.
Bono de Ingreso	El capital e interés son pagados exclusivamente con los ingresos de una empresa pública (autopistas de cuota, servicios de agua); no se promulgan impuestos o se garantizan como respaldo. Mayor porcentaje de riesgo sobre la inversión.

¹⁰⁶ Government Finance Research Center of The Municipal Finance Officers Association (MFOA). *Técnicas de Financiamiento de la Infraestructura Pública utilizado por los Gobiernos Locales de los Estados Unidos de América*. Trimestre Fiscal #40. INDETEC. 1985. pp.183-222

Bonos para el desarrollo Industrial (BDI)	Los gobiernos venden bonos de ingreso exentos de impuestos y canalizan los fondos a esfuerzos privados y cuasipúblicos.
Bonos de Avalúo Especial	Son similares a los bonos de ingresos en cuanto a que los ingresos específicos son utilizados para pagar la deuda pero con la posibilidad de contener en forma limitada la garantía de los bonos de obligación general del emisor.
Bonos de Ingresos de Doble Contenido	Tienen dos fuentes de ingreso que aseguran su recuperación (ingresos proyectados y la posibilidad de establecer impuestos para tal efecto)
Bonos Cupón Cero	Bonos que no pagan interés previo a su fecha de vencimiento. Se venden con un descuento substancial a su valor nominal
Bonos de Interés Compuesto	Son vendidos a valor par. El interés aumenta a una tasa compuesta en forma semianual; pero el pago del mismo se efectúa hasta la fecha del vencimiento.
Bonos de Opción	Este bono provee al inversionista de la opción de redimir el bono emitido en forma anticipada al período de vencimiento.

Bonos con Garantía

Permite al inversionista el comprar futuros títulos valor al mismo precio y tasas de rendimiento de la emisión original durante un período específico. Disminuye los costos de interés para los emisores

De los bonos antes enunciados, los cuatro últimos (bonos cupón cero, de interés compuesto, con opción, con garantía) son la respuesta que, entre otras -ante las cambiantes demandas del mercado de factores económicos-, han dado los emisores de deuda local y estatal estadounidense. Si bien la mayoría de ellas han "sido utilizadas para financiar gastos de capital público[. . .] lo que es novedoso es la introducción de nuevos instrumentos de préstamo dentro del mercado de bonos exento de impuestos o de la creación de nuevas fuentes de fondos que no han existido previamente y a que sean consideradas por los gobiernos estatales y locales como alternativas para incrementar o edificar bienes de capital"¹⁰⁷ Es decir, financiamiento creativo que es un término *globalizador*, que "implica una desviación de las prácticas estándar: Las técnicas de financiamiento creativo son aquellas que difieren de los métodos tradicionales para incrementar o edificar bienes de capital a través de la venta de instrumentos estándar en el mercado de valores exentos de impuesto y asimismo tratan de reajustar las transacciones de préstamos mediante la elevación del riesgo de los cambios en las tasas de interés y, en algunos casos, en la solvencia crediticia del acreedor al deudor"¹⁰⁸

Además de los anteriores instrumentos financieros, los gobiernos locales y estatales han incrementado los tipos de retornos disponibles al inversionista, así como el diseño de transacciones en las cuales los gobiernos son capaces de transferir ciertos beneficios fiscales de su propiedad hacia entidades pagadoras de impuestos que pueden utilizar estos beneficios con propósitos de planeación o estrategia fiscal. Otro aspecto relativo al financiamiento creativo ha sido el diseñar caminos por los cuales los gobiernos por sí mismos puedan tomar una máxima

¹⁰⁷ Ibidem pp. 188-190

¹⁰⁸ Ibidem p. 190

ventaja de las posibilidades de inversión financiera a través del uso temporal de fondos prestados como una forma de disminuir costos. Tanto para inversionistas privados como para acreedores públicos, estos aspectos de financiamiento creativo están muy conectados con las particularidades del tratamiento de los valores exentos de impuesto y los activos depreciables en términos de la legislación impositiva federal.

CUADRO 20

2) Técnicas de financiamiento de capital estatal y local a corto plazo

-Pagarés de impuestos anticipados / Pagarés de ingresos anticipados	Son reembolsados vía impuestos u otros ingresos y son de esta manera primordialmente usados con propósitos de elevar los flujos de caja
-Pagarés de bonos anticipados	Son tradicionalmente emitidos como un puente entre el inicio de un proyecto y su eventual financiamiento a largo plazo
-Papel comercial exento de impuesto	Son pagarés a corto plazo con un periodo de vencimiento de 30 a 45 días. Son utilizados como refinanciamiento continuo por periodos que puedan exceder a un año. Tasas de interés las más bajas que otros instrumentos exentos de impuestos
-Pagarés de tasa variable o de interés flotante	Son obligaciones a corto plazo sin una tasa de interés fija única : Flotante: La tasa del cupón es "atada" a un índice de una o más tasas de interés
-Pagarés de tasa flexible	Flexible: la tasa de interés no está atada a otro tipo de interés en el mercado, pero es recalculada periódicamente por el emisor

Los tres primeros instrumentos a corto plazo enunciados están siendo “reemplazados por valores nuevos menos costosos y más flexibles como el papel comercial exento de impuesto y que está especialmente diseñado con propósitos de flujo de caja[...] y los pagarés de interés variable y flexible, pues proveen al emisor de medios para la explotación del mercado a un costo más bajo y al inversionista le reduce su riesgo de mercado” ¹⁰⁹ Sin embargo, su manejo requiere de gran habilidad administrativa para enfrentar la incertidumbre que se les presenta al momento de planear el servicio de la deuda

3) Fuentes de financiamiento no crediticias

Además de las fuentes tradicionales de financiamiento señaladas, recientemente los gobiernos locales y estatales estadounidenses han recurrido a métodos distintos del endeudamiento mediante bonos, para financiar instalaciones de capital, entre ellos podemos citar el arrendamiento a largo plazo (*leasing*). A través del arrendamiento financiero los gobiernos locales suelen obtener financiamientos para construir servicios públicos de capital, ya que las obligaciones de este tipo “no son consideradas en la mayoría de los estados como deuda, y generalmente no requiere de la aprobación de los votantes (la ciudadanía) para obtener financiamiento, y tampoco es un factor que limite la capacidad de endeudamiento de una comunidad” ¹¹⁰

Existen varias formas de arrendamientos financieros,¹¹¹ pero las más frecuentes utilizadas por los gobiernos locales y municipales son: (Véase cuadro 21)

¹⁰⁹ Ibidem p 200

¹¹⁰ Ibidem p 201

¹¹¹ Véase Lisa A. Cole, Dawn R Duvan, Samuel H Owen and A John Voght “*Guide to Municipal Leasing*” (Chicago: Municipal Finance Officers Association) 1983

CUADRO 21

ARRENDAMIENTO FINANCIERO

Arrendamiento operativo	Acuerdo utilizado para adquirir el uso de equipo de oficina y otro tipo de equipo de capacidad mediana sin necesidad de hacer compras directas del mismo.
Arrendamiento Financiero Exento de Impuesto	Acuerdo de compra—arrendamiento en donde el componente del interés de los pagos de arrendamiento hechos por el gobierno local son considerados ingresos exentos de impuestos por el arrendatario
Venta de Rearrendamiento de Servicios Públicos	Acuerdo de venta y rearrendamiento de propiedad pública vendida a inversionistas privados quienes a su vez la arriendan para el uso del gobierno local.

Se considera que cualquiera de las figuras de arrendamiento financiero mencionadas a las que se recurre debe ser evaluada a la luz de las restricciones legales locales y estatales en cuanto a compra o venta de bienes y servicios públicos. Si bien estos tipos de arrendamiento brindan ventajas tales como adquirir activos utilizando un financiamiento a largo plazo sin incurrir técnicamente en endeudamiento, así como un menor costo de renovación o mejoras para una obra pública y la generación de efectivo por venta de bienes, resulta trascendente que la ciudadanía reconozca al arrendamiento como un compromiso a largo plazo que para efectos de planeación debe manejarse de la misma manera que se trataría una deuda a largo plazo; aunque técnicamente el arrendamiento no sea considerado como una deuda y por lo mismo no está sujeto al límite de endeudamiento de la localidad o del estado o a la aprobación de los votantes (ciudadanía) misma que se hace necesario obtener cada vez que el gobierno local pretenda allegarse fondos por medio de endeudamiento

Otras formas de financiamiento tales como los fondos de pensión, empresas públicas, incremento a los impuestos, distritos de mejora, consorcios públicos—privados, entre otros, son, con diferente frecuencia, utilizadas por los gobiernos locales como fuente de recursos para proyectos de infraestructura pública. Todo esto se realiza dentro de un marco legal en el que sí opera la autonomía estatal dentro de un régimen de gobierno federal.

Por otro lado y en cuanto al manejo fiscal adecuado de la federación hacia los estados miembros, en el hipotético caso de que alguno de ellos pueda estar al borde de la quiebra debido a un sobreendeudamiento, ha generado controversia acerca de los instrumentos apropiados para prevenir rescates, puesto que si bien el ámbito federal tiene acceso a fuentes de ingresos más amplias, lo que le facilitaría efectuar el "rescate", lo ideal sería que los estados miembros no se endeudaran por encima de su capacidad de pago. Al respecto, es apropiado mencionar aquí el resultado de la investigación de Rafael Gamboa¹¹² en el que analiza el rescate que hacen autoridades federales de gobiernos soberanos en el ámbito estatal y desarrolla un modelo en el cual el gobierno estatal puede incurrir en el incumplimiento de su pago de deuda y el gobierno federal se muestra dinámicamente inconsistente puesto que no cumple su compromiso de no realizar el rescate. La experiencia de tres países federales (Estados Unidos, México y Brasil) validan el modelo.

Así, en la precitada investigación se señala que en los Estados Unidos, el gobierno federal (gobiernos federales) no rescata gobiernos estatales (gobiernos estatales), mientras que en Brasil y México los gobiernos federales tienen incentivos similares para rescatar a los estatales. El gobierno federal en los Estados Unidos asumió deudas de los Gobiernos Estatales, después de la Revolución de Independencia pero rehusó tomar nuevas deudas en 1840, cuando el gobierno federal tenía fuertemente explotada su base tributaria mientras que las bases tributarias de los gobiernos estatales no se habían utilizado, gran número

¹¹² Rafael Gamboa "El rescate financiero de los gobiernos estatales por el gobierno Federal. Comparación de los casos de Estados Unidos, Brasil y México". 1997 pp 30-31

de estados no tenían problema de deuda, y los acreedores eran principalmente extranjeros.

En cuanto a Brasil, la extracción de recursos federales por parte de los gobiernos estatales, es un fenómeno bien establecido y recurrente, mediante el cual el gobierno federal tiene acceso a una base tributaria flexible comparada con la de los estados. Todos estos participan, pero los que más figuran son los más ricos e importantes. Los acreedores son pequeños depositarios de bancos y la quiebra de un banco estatal importante pondría en peligro al sistema bancario.

Por lo que corresponde a México, el rescate de los gobiernos estatales por el gobierno federal es un hecho reciente que no ha recibido mucha atención pero ha establecido un precedente.

En el marco de la coordinación fiscal, los gobiernos estatales dependen de transferencias federales, todos los gobiernos estatales se beneficiaron del rescate. De no haberlo hecho, el gobierno federal habría puesto en riesgo al sistema financiero.

En resumen, el análisis precitado demuestra que si se presentan las siguientes tres condiciones: acreedores importantes, bases flexibles a nivel federal y cuantía e importancia de los estados, el gobierno federal rescatará a los estatales con la consecuente externalidad e ineficiencia. "Para prevenir que este problema se suscite de manera recurrente, el establecimiento de límites al endeudamiento estatal podría representar la solución [] Estos límites tienen que ser aplicados por una autoridad que no se beneficie del rescate y que tenga la fuerza política suficiente para hacer que se cumplan".¹¹³

También se menciona como otra posibilidad de solución el "devolver bases tributarias más abundantes y flexibles a los gobiernos estatales para que éstos pudieran por sí mismos realizar el ajuste. Sin embargo, esto atentaría contra el

¹¹³ Ibidem p 31

buen funcionamiento de la tributación nacional, ya que impediría un uso eficaz de la política fiscal por parte del gobierno federal”¹¹⁴

En este contexto, se coincide con el autor del trabajo de investigación mencionado en el sentido de que no fue casualidad que precisamente en los Estados Unidos el gobierno federal no rescatara a los gobiernos estatales, puesto que la determinación inicial por el federalismo con gobiernos locales independientes redujo el tamaño y la importancia del federal y fortaleció a los estatales. La descentralización se percibe en muchos países en desarrollo como una fuente potencial de desestabilización fiscal. En este caso se ha analizado una situación en la cual la centralización de fuentes de ingresos lleva precisamente a desequilibrios fiscales

Al efecto, cabe mencionar que en nuestro país el tema del rescate de los gobiernos estatales por el gobierno federal a partir de la crisis de 1995, además de que no ha sido suficientemente analizado, tampoco ha sido asimilado por los actores principales. Por ello a fin de evitar que en lo futuro se repita la experiencia negativa, sobre todo si coinciden las grandes necesidades de recursos de los gobiernos locales y municipales y los abundantes recursos disponibles por parte de los diversos agentes financieros, se hace necesario establecer controles más precisos que eviten el endeudamiento en exceso de su respectiva capacidad

Lo anterior viene a corroborar que durante muchos años en países en desarrollo como el nuestro hemos vivido un federalismo *sui generis* como *sui generis* fue su gestación, en el que el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal se ha distorsionado de manera tal que cada vez es mayor la dependencia de los estados y los municipios del gobierno federal en virtud de que la participaciones (véase capítulo I) obtenidas por aquellos al compartir la recaudación de impuestos federales constituyen un factor cada vez más importante dentro de los renglones de los ingresos estatales y municipales. La situación se agrava debido a la postura casi estática adoptada por la mayoría de los gobiernos estatales y municipales

¹¹⁴ Ibidem p 31

para incrementar la recaudación de sus propios ingresos y volver más eficiente su administración. Finalmente esto los llevará a recurrir a otras fuentes de financiamiento no tributario, que si no es manejado con habilidad, los puede conducir a situaciones dramáticas de endeudamiento, como ocurrió en el pasado reciente, y obligar a que el modelo de Gamboa antes citado, sea siempre perfectamente aplicable en el sentido del rescate forzoso de los gobiernos estatales y locales por la federación.

En breves palabras podemos concluir que si bien los gobiernos estatales y locales en los Estados Unidos han desarrollado un número considerable de instrumentos de financiamiento adicionales (bono cupón cero, de interés compuesto, con opción, con garantía, entre otros) a los ya tradicionalmente instrumentos de deuda pública (bonos generales y bonos de ingreso) utilizados para sus inversiones de capital, ello ha sido posible gracias a la independencia y autonomía hacendaria de la que hacen uso, además de la participación de la ciudadanía en cuanto al destino que se dará a los recursos obtenidos por financiamiento crediticio, a la infraestructura financiera con que cuentan independientemente del personal especializado encargado de la obtención de los financiamientos y manejo de la deuda y, sobre todo, a la observancia del pacto federal por la propia federación.

B - Unión Europea

En el presente apartado haremos un breve resumen de la conformación de la deuda de las administraciones territoriales de la Unión Europea, y también nos referiremos al papel que ésta ocupa dentro de los rubros presupuestales, además de señalar la diversidad de los regímenes de las operaciones de crédito realizadas por las administraciones territoriales en el seno de la Unión Europea conforme las normativas adoptadas.

1) Marco jurídico de la deuda

En todos los países de la Unión Europea las administraciones territoriales pueden recurrir al crédito, el cual estará esencialmente afectando a la inversión y en una menor medida a la reestructuración de la deuda (Alemania, Portugal), a participaciones en empresas públicas o asociaciones (Bélgica) o a la financiación del déficit de sociedades que dependan de las administraciones territoriales (Italia).

En cuanto al endeudamiento a plazo inferior a un año cabe mencionar que el mismo "está afectado en la mayoría de los casos a cubrir operaciones corrientes. Por lo general, las administraciones territoriales pueden formalizar operaciones de crédito con las administraciones financieras que elijan o mediante emisiones en el mercado de obligaciones. Salvo en casos excepcionales, la deuda local no goza de la garantía del Estado" ¹¹⁵

Ahora bien, en cuanto a los controles para recurrir al endeudamiento existente, tenemos que en algunos países como Bélgica, Finlandia, Francia, Países Bajos y Suecia, recurrir a operaciones de crédito no está sujeto a autorización. En otros, está supeditado a una aprobación que puede tener por objeto:

- 1) El importe anual global de la deuda, como en el caso de Alemania, España, Luxemburgo, Portugal y Dinamarca, respecto a sus condados
- 2) Cualquier operación de crédito, como ocurre en Italia y Dinamarca en relación con sus municipios.

En cuanto a las normas destinadas a evitar el sobreendeudamiento de las administraciones territoriales, difieren según el plazo de la deuda:

¹¹⁵ Marie Alice Hallemond Flucher "Las finanzas locales en los quince países de la Unión europea" 1998 p. 64

CUADRO 22
NORMAS QUE EVITAN EL SOBRE ENDEUDAMIENTO DE LAS
ADMINISTRACIONES TERRITORIALES CUANDO LA DEUDA ES A LARGO
PLAZO

a) A LARGO PLAZO:

Dinamarca (condados)

Límite máximo 25% de sus inversiones anuales

España

Requiere autorización: si su volumen supera el 5% de los ingresos ordinarios del municipio en el ejercicio corriente; si la anualidad total sobrepasa el 25% de los ingresos corrientes del ejercicio anterior

Italia

Importe de los intereses inferiores al 25% de presupuesto corriente del ejercicio anterior

Países Bajos

Deberá demostrar que el reembolso de la deuda se incluya en un marco presupuestario plurianual equilibrado

Portugal

Anualidad de la deuda tiene como límite máximo 25% de las transferencias del estado o 20% de las inversiones del ejercicio precedente

Reino Unido

Importe máximo de deuda determinado en función de sus ingresos

En la mayor parte de los países está autorizado contraer deuda a corto plazo en caso de problemas de liquidez bajo las siguientes condiciones:

CUADRO 23
NORMAS QUE EVITAN EL SOBRE ENDEUDAMIENTO DE LAS
ADMINISTRACIONES TERRITORIALES CUANDO LA DEUDA ES A CORTO
PLAZO

b) A CORTO PLAZO:

Alemania	España	Dinamarca
Si el crédito supera 1/7 de los ingresos corrientes del municipio	Si supera el 35% de los ingresos corrientes del municipio	Que la diferencia calculada día a día en los últimos 12 meses entre activos y deudas a corto plazo sea igual a cero
Países Bajos		
5.6% y 7.6% ayuntamientos y provincias neerlandesas respectivamente del saldo vivo total de la deuda		Portugal El saldo vivo de la deuda no debe superar el 10% de las transferencias del estado correspondientes al ejercicio en curso

2) Normas especiales para las emisiones en moneda nacional

Aunque la mayoría de las administraciones territoriales de la Unión Europea están autorizadas para emitir obligaciones en moneda nacional, cabe hacer las siguientes consideraciones:

CUADRO 24
NORMAS ESPECIALES PARA LAS EMISIONES EN MONEDA NACIONAL

Italia	Irlanda	España
Banco Central autoriza previa definición precisa del proyecto de inversión a realizar siempre que no hayan tenido déficit durante tres años	Autorización previa del ministerio del medio ambiente	Municipios y provincias requieren autorización previa del Ministerio de Hacienda y la Comisión Nacional del Mercado de Valores

En la práctica es poco frecuente el que se recurra a la emisión de obligaciones

3) Normas especiales de las operaciones en divisas

En cuanto a la existencia de normas especiales que regulan las operaciones en divisas, al respecto se presentan las siguientes posibilidades :

CUADRO 25
NORMAS ESPECIALES PARA OPERACIONES EN DIVISAS

No existe restricción: Dinamarca, Finlandia, y Suecia

Existen restricciones: Francia, Italia, Reino Unido, y España

Prohibiciones: Alemania, Austria, Irlanda, Países Bajos y Luxemburgo

4) Colocación de Recursos

En cuanto a las posibilidades de colocación de los recursos de que disponen, en la mayoría de los países de la Unión Europea dicha colocación es libre bajo determinadas condiciones:

CUADRO 26
NORMAS PARA LA COLOCACION DE RECURSOS

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • Inexistencia de finalidad especulativa
(Bélgica, Irlanda, Dinamarca) | <ul style="list-style-type: none"> • Prohibición de colocación en acciones de una sociedad privada (Dinamarca) |
| <ul style="list-style-type: none"> • Aprobación previa de la colocación
(Irlanda) | <ul style="list-style-type: none"> • Colocación en bancos aprobados por el Banco Central (Reino Unido) |
| <ul style="list-style-type: none"> • Respeto de los principios básicos de la gestión local
(Alemania: seguridad en la colocación) | <ul style="list-style-type: none"> • Obligación de colocar sus fondos en una cuenta no remunerada en el tesoro público (Francia)(Italia – fondos no fiscales) |
| <ul style="list-style-type: none"> • Obligación de colocar sus fondos en una cuenta remunerada en el tesoro público
(Italia ingresos fiscales) | |

Respecto, a la importancia de la deuda pública en las administraciones territoriales de la Unión Europea, se tiene que “el importe medio de la deuda por habitante es del orden de 150 euros”¹¹⁶ De acuerdo con el anterior indicador se dan dos tipos de comportamientos:

CUADRO 27
IMPORTANCIA DE LA DEUDA PUBLICA EN LAS ADMINISTRACIONES
TERRITORIALES

<p>A) Alemania, Austria, España, Francia y Países Bajos recurren al endeudamiento muy por encima de la media</p>	<p>a) Gasto de equipamiento por habitante más elevado</p> <p>b) Su nivel elevado de deuda obedece a que los gastos de inversión local representan más del 60% del total de las inversiones públicas</p> <p>c) El peso de su deuda con respecto a gastos de equipamiento y a los ingresos locales es muy elevado</p>
<p>B) Luxemburgo, Dinamarca, Suecia Bélgica y Reino Unido</p>	<p>a) Recurren poco a las operaciones de crédito para financiar sus elevados gastos de equipamiento (inversión)</p> <p>b) Recurren mucho al endeudamiento para financiar sus inversiones, pero tienen gastos globales de equipamiento (inversión) moderados</p>

Del análisis de la información anterior, en primer lugar se puede señalar que en las administraciones territoriales en el seno de la Unión Europea el endeudamiento por operaciones de crédito o mediante emisiones en el mercado de obligaciones ofrece una importancia relativa en los presupuestos locales. Esto nos puede indicar, por un lado, que las necesidades presupuestales de ingresos y egresos se encuentran bastante equilibradas en los niveles subnacionales de gobierno y, por otro, que todo financiamiento por ellos obtenido deberá ser destinado en su mayor parte a la inversión productiva y sólo una pequeña parte a

¹¹⁶ Ibid p 69

la reestructuración de la deuda, a participaciones en empresas públicas o asociaciones, o a la cobertura de déficit de sociedades de las administraciones territoriales

En segundo lugar, tenemos que, en la mayoría de los países de la Unión Europea no se requiere autorización para recurrir a operaciones de crédito, sin embargo, deberán observarse las normas destinadas a evitar el sobreendeudamiento a largo y a corto plazo. Por otra parte, y salvo en casos de excepción, la deuda adquirida por los gobiernos locales no goza de garantía por parte del Estado respectivo, por lo que consideramos que ello los obliga a ser muy cuidadosos y moderados en la utilización del crédito o en la emisión de obligaciones aun cuando no requieran de autorización para efectuarlo, lo que no obsta para la observancia de algunas normas especiales en las distintas operaciones en divisas, así como en la colocación de recursos tales como la inexistencia de finalidad especulativa, respeto de los principios básicos de la gestión local o la colocación en bancos aprobados por el Banco Central y en el Tesoro Público, entre otros, y sin que el importe medio de la deuda por habitante rebase los 150 euros. En nuestro siguiente capítulo revisaremos al financiamiento por bonos de deuda pública en nuestro país a nivel federal.

CAPITULO IV

Financiamiento por bonos federales de deuda pública en México

En el presente capítulo haremos una revisión breve del financiamiento por bonos de deuda pública en México en el ámbito federal a fin de darnos una idea de la magnitud del esfuerzo que significa incursionar en el medio bursátil en busca de recursos. En primer término se mencionan los antecedentes del mercado de valores y su clasificación; para enseguida referirse a las distintas clases de instrumentos que cronológicamente han sido emitidos por el gobierno federal en el mercado de dinero con propósitos definidos de financiamiento del gasto público y de regulación monetaria, y los instrumentos de inversión de instituciones bancarias y de instituciones privadas no bancarias. Asimismo se hace un resumen de los principales instrumentos utilizados en el mercado de capitales.

A Antecedentes del mercado de valores

El mercado de valores de México es considerado uno de los más jóvenes del mundo, pues su formalización real se alcanzó en 1975 con la promulgación de la Ley del Mercado de Valores, a partir de la cual se establecieron las bases para contar con un sistema más moderno y mejor desarrollado.

Sin embargo, al referirse a los antecedentes de las operaciones bursátiles uno tiene que remontarse al año de 1850, cuando la "negociación de acciones mineras era realizada por europeos y norteamericanos. Durante los siguientes 40 años fueron creadas varias agrupaciones y agencias involucradas en actividades bursátiles. Algunas de estas organizaciones operaban en las calles y eran reguladas exclusivamente por la buena fe de los participantes"¹¹⁷

En este contexto y ante la ingente "necesidad de definir un marco regulatorio para las crecientes actividades bursátiles, los inversionistas, empresarios y funcionarios públicos se vieron obligados a proponer la creación de

¹¹⁷ La bolsa en el mercado de valores de México y su ambiente empresarial, Vol. I 1895-1933, México Bolsa de Valores de México S.A. de CV. 1973 citado por Leopoldo Solís en "Evolución del sistema financiero mexicano hacia los Umbrales del siglo XX". 1997P 90

un sistema de operación organizada. Fue así como surgió la Bolsa Nacional de México el 31 de octubre de 1894. Un año después, la institución se fusionó con otro grupo de inversionistas organizados, dando lugar a la Bolsa de México, y fue bajo esta razón social que el primer piso de remates comenzó operaciones el 21 de octubre de 1895".¹¹⁸

Muchos acontecimientos históricos de orden mundial y nacional se suscitaron entre los inicios formales de la Bolsa de México antes señalados y su proceso de evolución contemporánea, del cual podemos destacar lo siguiente:

CUADRO 28 EVOLUCION DE LA BOLSA MEXICANA DE VALORES

1908	Luego de periodos de inactividad bursátil, provocados por crisis económicas y en los precios internacionales de los metales, se inaugura la Bolsa de Valores de México, SCL, en el Callejón de 5 de Mayo.
1920	La Bolsa de Valores de México, S.C.L. adquiere un predio en Uruguay 68, que operará como sede bursátil hasta 1957
1928	La Bolsa de Valores queda sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional Bancaria.
1932	Por primera vez la Ley de Instituciones Bancarias y Organismos Auxiliares de Crédito, al clasificar las actividades de las instituciones bancarias y financieras, incluyó la legislación sobre transacciones bursátiles.
1933	Comienza la vida bursátil del México moderno. Se promulga la Ley Reglamentaria de Bolsas y se constituye la Bolsa de Valores de México, S.A., supervisada por la Comisión Nacional de Valores. La Ley de instituciones Bancarias y Organismos Auxiliares de Crédito regulan la intermediación accionaria y la emisión de Valores.

¹¹⁸ Leopoldo Solís "Evolución del sistema financiero mexicano hacia los umbrales del siglo XX", 1997P 90

- 1946 La Secretaría de Hacienda y Crédito Público crea la Comisión Nacional de Valores.
- 1957 Inauguración de la sede de la Bolsa de Valores.
- 1964-1968 Incremento considerable del volumen de operación de acciones en el mercado mexicano.
- 1970 Instalación de equipo electrónico de registro de transacciones
- 1975 Entra en vigor la Ley del Mercado de Valores, sus mayores aportaciones: la definición de intermediarios, prohibición de operar con valores fuera de bolsa, las funciones y responsabilidades de la Comisión Nacional de Valores e Intermediarios
- 1976 Accionistas de la Bolsa de Guadalajara y Monterrey se fusionan con los de la Ciudad de México, dando vida a la Bolsa Mexicana de Valores S.A de C V (BMV).
- 1978 Creación y emisión de los Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES) Debido al importante volumen de transacciones que implica y su rendimiento, se convirtió en la tasa líder del mercado.
- 1990 Inauguración del Centro Bursátil con tecnología avanzada en Sistemas de Comunicación y Cómputo para la negociación automatizada de valores.
- 1993 Reformas a la Ley del Mercado de Valores autorizan la creación de una Sección Internacional dentro de la Bolsa de Valores a efecto de cotizar en la BMV listados en bolsas extranjeras.
- 1994 Se fusionan la Comisión Nacional Bancaria y la de Valores, dando vida a la Comisión Nacional Bancaria y de Valores
- 1995 Se expide la Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (Diario Oficial de la Federación. 28 de Abril de 1995).
- Reformas a la Ley para Regular las Agrupaciones Financieras. (Sociedades Controladoras y Grupos de Capital Social). Ley de Instituciones de Crédito. Ley del Mercado de Valores. Ley

- General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito. Ley de Sociedades de Inversión Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros. A fin de regular filiales de Instituciones Financieras del exterior, prever reformas al FOBAPROA y la fusión de instituciones de Banca Múltiple.
- 1996 Se incorporan como intermediarios al Sistema Financiero Mexicano a la Administradora de Fondos para el Retiro (AFORES) las Sociedades de Inversión Especializada de Fondos para el Retiro (SIEFORES)
- 1999 En la BMV dejó de realizarse la negociación de valores de la manera tradicional: en el piso de remates. Desde entonces el sistema utilizando es exclusivamente electrónico.
- 2001 Reformas a la Ley del Mercado de Valores. Para regular la operación de un nuevo título de crédito "El Certificado Bursátil"

No debía mencionarse por obvia la importancia de los mercados de valores de un país pues realizan el proceso de intermediación dinamizando la evolución de la economía de libre mercado y de participación estatal. Sin embargo, no siempre los diversos sectores de la sociedad han comprendido y aceptado tal aseveración. Prueba de ello lo fue el caso de México, cuando en los inicios contemporáneos del mercado de valores las instituciones privadas de crédito veían en los bonos gubernamentales una potencial competencia, de manera tal que además de ofrecer gran resistencia para su adquisición, aconsejaban a su clientela no adquirirlos. Por ello durante ese periodo el desarrollo de los mercados financieros mexicanos se estancó.

Por otra parte y por lo que se refiere a la interrogante con relación a qué tan atractivos resultaban los bonos gubernamentales federales respecto a otras opciones más cercanas existentes en el mercado de valores, tenemos que los bonos gubernamentales que, al igual que los hipotecarios, industriales y bancarios, ofrecían gran *liquidez*, tratándose de la *tasa de rendimiento* lo era en

menor escala a las ofrecidas por los otros instrumentos privados. Sin embargo, tal situación se compensaba con la *seguridad* que ofrecía en garantía efectiva sobre impuestos como respaldo de su emisión.

En este contexto, en 1978 y poco antes del *boom* petrolero en nuestro país, el subdirector general en turno del Banco de México se preguntaba por qué se carecía de un mercado de valores de magnitud proporcional a su dimensión económica. La posible respuesta se daba en dos direcciones: a) en virtud del encaje legal como mecanismo central de la política monetaria de México, que fue pionero en cuanto al manejo elevado del encaje a nivel mundial, b) o tal vez por seguir la línea del menor esfuerzo.

A partir de la promulgación en 1975 de la Ley de Mercado de Valores de 1975 entre cuyas aportaciones las más importantes fueron la definición de intermediarios, la prohibición de operar con valores fuera de las bolsas y el establecimiento de las funciones y responsabilidades de la Comisión Nacional Bancaria y la de Valores, se observa el despegue del mercado de valores mexicano. Y no es sino hasta 1995, con la entrada en vigor de la nueva Ley de Mercado de Valores, cuando en forma definitiva éste se inserta de lleno, con motivo de la globalización, en la "modernidad".

Los estudiosos de la materia coinciden en señalar que en 50 años de evolución del mercado de valores, aun cuando el balance es positivo en cuanto a la incorporación de nuevos mecanismos de operación de mercado abierto y con respecto a la determinación de las tasas de interés líderes del mercado, todavía queda mucho por hacer para mostrar efectividad en la conducción de las tasas de interés a niveles compatibles con el crecimiento sustentable del desarrollo económico interno.

Por lo que respecta a la participación del gobierno federal en el mercado de valores a través de diversos instrumentos, ha sido clave en la ejecución de su política monetaria gracias al desarrollo del mercado de dinero en el que se ha visto fortalecida la deuda de corto plazo gubernamental (financiamiento del gasto público).

En una economía de globalización mundial la intermediación del mercado de valores en el conjunto del sistema financiero cobra real importancia, de tal manera que las empresas acuden a éste en búsqueda de financiamiento para su expansión, con mayor frecuencia que al sistema bancario. Es decir, "las formas tradicionales de financiamiento sustentadas en el crédito bancario están perdiendo importancia. Este proceso es mucho mayor en los países desarrollados con mercados avanzados y homogéneos que en los países en vías de desarrollo, donde estos mercados todavía están fragmentados y son heterogéneos".¹¹⁹

Si a lo anterior agregamos que importantes montos de recursos poseídos por los fondos de pensiones para el retiro de los trabajadores, los fondos mutuos y del mercado monetario se están depositando fuera del sistema bancario aprovechando los diferenciales en las tasas de interés ofrecidas por su bursatilización, y si además tomamos en consideración que en el mercado de valores han surgido nuevos instrumentos crediticios que presenta un crecimiento importante, como son los productos derivados (*swaps*, opciones, *forwards*, etc.), operaciones de obligaciones contingentes y otros activos financieros que se transforman en valores líquidos a través de la bursatilización, luego entonces se justifica el surgimiento de firmas privadas especializadas (Moody's, Duff & Phelph's, IBCA, S&P, etc.), encargadas de realizar la función de calificación crediticia en detrimento de la similar realizada por la banca y que en los últimos años descuidara, justificándose tal situación en la medida en que "el resultado de esta nueva estructura de calificación crediticia es el de mejorar la percepción del riesgo[...] y hacer más eficiente la asignación de recursos estimulando a la banca para que mejore sus coeficientes de capitalización y su análisis de riesgos".¹²⁰

En otras palabras, como consecuencia de la globalización financiera, el papel tradicional de la banca de intermediación crediticia está siendo desplazado por el incremento de la participación de las estructuras financieras bursátiles

¹¹⁹ Ibidem p 106

¹²⁰ Francisco Javier Vega Rodríguez, Efraín Caro Razú, Manuel E. de los Monteros Guerra, Gerardo Gamboa Ortiz, José Javier Robles "El mercado mexicano de dinero, capitales y productos derivados. sus instrumentos y sus usos" 1998 p. 71

En este contexto, cabe señalar que el mercado de valores en México desempeña un papel importante en el proceso de ahorro e inversión de la economía nacional. Y se le puede definir como "el conjunto de normas e instituciones, cuyo funcionamiento permite el proceso de emisión, colocación y distribución de valores. Se incluye en esta definición el conjunto de intermediación de papeles del mercado de dinero y de capitales, negociados en el mercado de mostrador, también denominado mercado *over the counter* (OTC), es decir, fuera de bolsa. La finalidad última de ambos mercados es la intermediación bursátil de valores."¹²¹

B Clasificación del mercado de valores

Ahora bien, el mercado de valores se puede visualizar desde diferentes puntos de vista. Uno de ellos es en cuanto a las instituciones que lo conforman; así tenemos que se encuentra dividido en cuatro segmentos:

I) *Organismos reguladores*: Su función es regular el desempeño del mercado de valores y preservar su integridad. Son: Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), Banco de México (BANXICO), la Comisión Nacional Bancaria de Valores (CNBV), Comisión Nacional de Seguros y Fianzas (CNSF) y Comisión Nacional del Sistema del Ahorro para el Retiro (CONSAR)

II) *Organismos de intermediación*: bancos, casas de bolsa, sociedades de inversión, especialista bursátil, Afores.

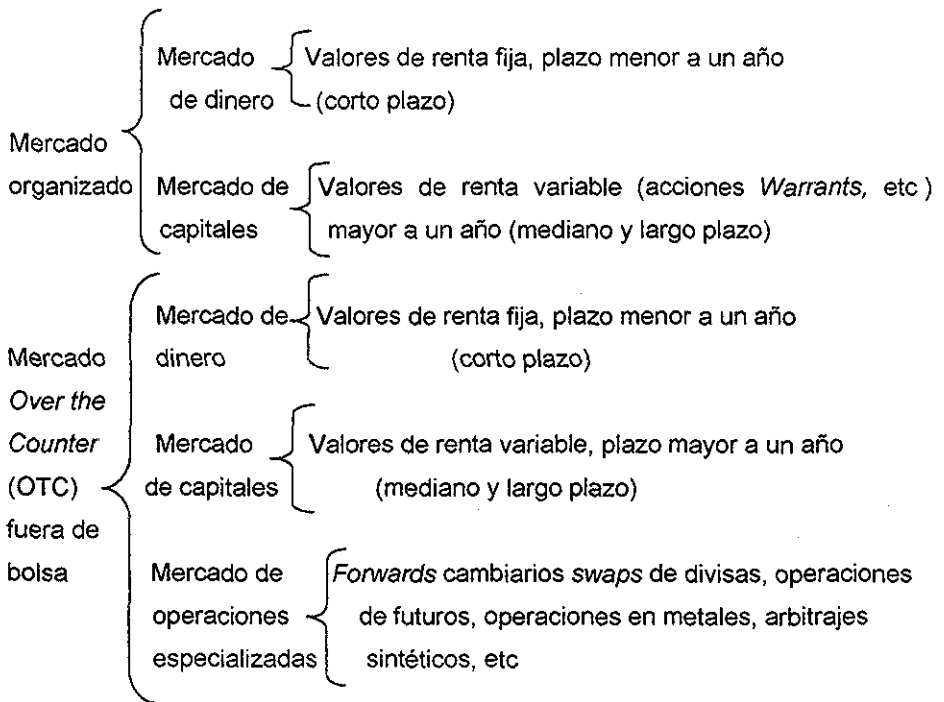
III) *Organismos de Apoyo*: Bolsa Mexicana de Valores (BMV), Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL); Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB), calificadoras del mercado de valores, MEXDER, FOBAPROA, etc.

IV) *Público demandante y oferente de valores*: empresas emisoras, inversionistas, etc.

¹²¹ Solís Leopoldo. op cit p.109

Por lo que se refiere al tipo de instrumento de operación que se realiza en el mercado de valores, la mayoría de los autores coinciden en dividirlo en:

CUADRO 29
MERCADO DE VALORES SEGUN EL TIPO DE INSTRUMENTO DE
OPERACION



1) Mercado de dinero

De las clasificaciones del mercado de valores antes señaladas, sólo nos referiremos a la segunda (por el tipo de instrumento de operación), en virtud de la relación que tiene con el tema que corresponde desarrollar en el presente capítulo

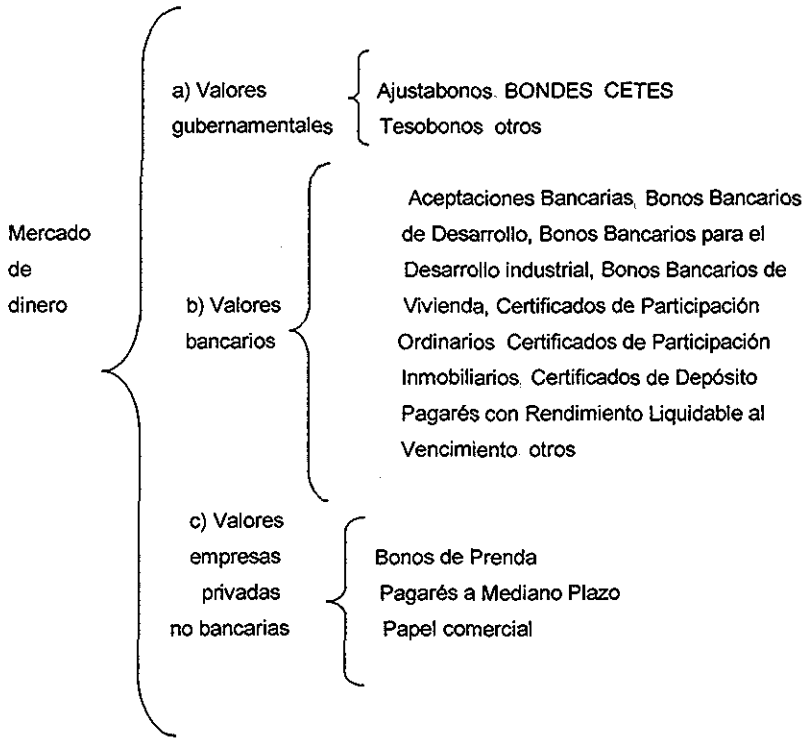
En ese sentido, se menciona primeramente dentro del mercado organizado al mercado de dinero, que además de ser considerado la parte central del sistema financiero, el mismo se integra con instrumentos, títulos financieros o valores de corto plazo (plazo de vencimiento por lo general menor de un año) Aunque algunos instrumentos pueden exceder este término, se consideran de corto plazo en virtud de su rendimiento seguro y porque su emisor no los colocó para destinar los recursos respectivos a la formación de capital fijo. Característica distintiva de este mercado es su alta bursatilidad, es decir, se trata de valores altamente comercializables tanto en el mercado primario¹²² como en el secundario¹²³

En este mercado de dinero, los adquirentes de valores invierten sus recursos con la expectativa de recuperarlos en el menor tiempo posible y los emisores los requieren para mantener el equilibrio de sus flujos de ingresos y egresos. Estos instrumentos representan “una deuda o un crédito colectivo”, según el punto de vista de quien los emite o de quienes los compran, y que típicamente se colocan o venden a descuento, o sea que el precio es menor a su valor nominal. A este mercado concurren títulos de deuda cuyos principales emisores son el gobierno federal, empresas privadas y entidades paraestatales (véase cuadro 30); en contrapartida, los inversionistas pueden ser tanto personas físicas como personas jurídicas nacionales y extranjeras y el propio gobierno federal.

¹²² Mercado primario: se conoce como la colocación o venta de mercado primario cuando el emisor otorga títulos a cambio de fondos que recibe ya sea en calidad de préstamo e de aportaciones de Capital. Si la venta o colocación primaria de títulos se hace a través de las bolsas de valores se le denomina mercado primario bursátil, si se hace fuera de la bolsa de valores se le denomina mercado primario extra bursátil. La participación de los inversionistas deberá de ser a través de una institución financiera

¹²³ Mercado secundario: compra venta de títulos en el mercado de valores y los recursos que tales operaciones representan, ya no ingresan a las unidades emisoras. En estos mercados los valores pueden ser vendidos antes de su fecha de vencimiento. La participación del inversionista deberá ser a través de una institución financiera.

CUADRO 30
MERCADO DE DINERO



a) Principales instrumentos de inversión gubernamentales

En virtud del tema que se estudia en el presente capítulo, a continuación nos referiremos a los principales instrumentos de inversión federal, de los cuales haremos una breve descripción.

Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES)

Este instrumento se emitió por primera vez en enero de 1978, y en el decreto que autoriza su emisión (publicado en el *Diario Oficial de la Federación* de 28 de noviembre de 1977) se le otorga un valor nominal de 10 pesos y plazo menor a un año.

En junio de 1993 los CETES experimentaron importantes modificaciones en sus características, según se señala en el *Diario Oficial de la Federación* del 9 de junio de ese mismo año: ampliación del plazo de emisión (a dos años) y la posibilidad de los CETES de devengar intereses. "Estos instrumentos permiten al gobierno federal en general y a BANXICO en lo particular administrar la política monetaria. Para el inversionista el atractivo de este instrumento es su gran liquidez y poco riesgo. Desde el punto de vista de la economía en general, el CETE presta invaluable servicios al ser una de las tasas de referencia por excelencia, a partir de la cual se determinan las restantes tasas de interés."¹²⁴, así como el financiamiento federal

Bonos ajustables del gobierno federal (ajustabonos)

Los ajustabonos son títulos nominativos de mediano y largo plazo, denominados en moneda nacional, con plazo de emisión a 3 y 5 años (aun cuando el plazo inicialmente contemplado era a un año), en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del gobierno federal de pagar el valor nominal del monto de dinero ajustado al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC), que es publicado quincenalmente por el Banco de México.

Este instrumento se emitió por vez primera el 20 de junio de 1989 a un plazo de 3 años. Y un año después (1990) se amplió el plazo de emisión a 5 años

Los recursos que se captaron con la colocación de este tipo de instrumento se aplicaron en proyectos del gobierno federal a mediano y largo plazo, al mismo tiempo que se ofreció al inversionista un mecanismo de cobertura contra los efectos de la inflación. El plazo del ajustabono no puede ser menor a un año y los intereses se pagan a través de cupones a una tasa fija o variable previamente estipulada. Su característica principal es que su valor nominal se ajustará a las

¹²⁴ Solís Leopoldo op. cit. p. 130.

variaciones del índice nacional de precios al consumidor (INPC). Y aun cuando la tasa que se establezca diga que es fija, en realidad se entenderá que se convertirá en variable al estar condicionada al valor nominal ajustado al INPC

Por sus características, este instrumento puede encontrarse a un precio bajo igual o sobre par en el mercado, por lo que su rendimiento se obtiene en el diferencial de precios de compraventa en el mercado, además de su valor de redención y los intereses generados (al vencimiento)

Asimismo, los ajustabonos son emitidos por el gobierno a mediano y largo plazo, mediante subasta pública, a través de su agente único: el Banco de México ¹²⁵ Este mecanismo es de suma importancia, pues a través de su instrumentación el gobierno federal controla la oferta monetaria, así como las tasas de interés. Al recibir las posturas de los interesados, observa el nivel del costo de dinero, la inflación esperada, el requerimiento del papel emitido, entre otros elementos

En forma adicional tenemos que para participar como postor se requiere previa autorización del Banco de México

Bonos de la Tesorería de la Federación (tesobonos)

Los tesobonos son títulos nominativos denominados en dólares estadounidenses en los cuales se consigna la obligación directa e incondicional del gobierno federal de pagar el equivalente en moneda nacional al vencimiento. Al ser referidos a dólares, se implica un tipo de cambio que se calcula como el promedio aritmético de las cotizaciones de los tipos de cambio de seis entidades financieras que a juicio del Banco de México sean representativas del mercado

¹²⁴ Solís Leopoldo op cit p 130

¹²⁵ La reglamentación vigente para la realización de dichas subastas se pueden encontrar en el Anexo 7 de la circular 2008/94 del Banco de México, del 17 de febrero de 1994 y en la circular 39/89bis del 17 de diciembre de 1993

El 28 de junio de 1989 fue autorizada la operación de este instrumento, según se contempla en el decreto del *Diario Oficial de la Federación* de esa misma fecha. La idea de emitir estos instrumentos fue ofrecer un instrumento de mínimo riesgo que a la vez brinde protección cambiaria (peso / dólar). Sin embargo, no cubre el llamado riesgo-país, es decir, el riesgo de inconvertibilidad del peso y el racionamiento en la disponibilidad de divisas ante turbulencias extremas, producto de las alteraciones del espectro político y económico ¹²⁶

En forma adicional podemos agregar que el tesobono permite a las autoridades la regulación de las variables monetarias, además de ser una fuente de financiamiento del gobierno federal.

Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (bondes)

Son títulos nominativos de crédito al portador en moneda nacional, lo que representa obligaciones generales directas e incondicionales de los Estados Unidos Mexicanos. Los Bondes se caracterizan por ser instrumentos a largo plazo, lo que le permite al gobierno federal acceso a financiamiento a largo plazo, comprometiéndose a pagar el valor nominal y los intereses correspondientes a la fecha de vencimiento. Este instrumento se emitió por primera vez el 15 de octubre de 1987 y uno de sus objetivos es permitir la regulación de las variables monetarias.

Además, "los bondes resultan un instrumento atractivo para las inversiones de 28 días, ya que de un periodo a otro se tiene garantizada una tasa base equivalente cuando menos a tasa primaria de CETES de 28 días más un rendimiento adicional, otorgado por la compra a descuento, a cambio de comprometer los recursos por todo el plazo de la emisión de estos títulos. A pesar del plazo, la liquidez de la inversión no queda restringida, ya que el instrumento tiene buena aceptación en el mercado secundario donde se cotiza. Las emisiones

¹²⁶ 'La racionalidad de emitir y colocar este instrumento bursátil es cuestionable en virtud de la experiencia con los mex dólares depósitos que cubrían al riesgo de variación del tipo de cambio sin exigir la prima actuarial correspondiente a la cobertura del riesgo involucrado.' *Ibidem* p. 131

de BONDES se identifican con una clave formada con la letra "L" seguida del número correspondiente a la fecha de vencimiento: ejemplo L960816 significa Bondes con vencimiento el 16 de agosto de 1996 ¹²⁷

b) Principales instrumentos de inversión de instituciones bancarias

En relación con los valores de instrumentos emitidos por instituciones bancarias en el mercado de dinero, tenemos los siguientes.

Aceptaciones bancarias

Son letras de cambio emitidas por empresas a su propia orden, aceptadas por bancos comerciales, con la base de los créditos que estas instituciones les conceden. La autorización para su operación se dió al inicio de los años ochentas. En la actualidad la emisión de aceptaciones se puede hacer a través de colocaciones privadas o públicas (BMV). Las aceptaciones bancarias normalmente tienen un costo inferior al de un crédito bancario. Sin embargo, siempre deberá realizarse un análisis del riesgo crediticio. Para el inversionista del mercado de dinero estos instrumentos son atractivos, en virtud del aval otorgado por los bancos. Por lo general, estos valores se negocian con una tasa de rendimiento superior a la otorgada por los valores gubernamentales, lo que estará en función del grado de riesgo del emisor.

Bonos bancarios

Son títulos de crédito o instrumentos de deuda a largo plazo cuyo emisor es una institución de banca múltiple, con la finalidad de captar recursos del público inversionista, para aplicarlos a proyectos de financiamiento, o para cubrir necesidades propias de sus tesorerías. El plazo del bono bancario en México no puede ser menor a 3 años y paga intereses a una tasa fija previamente pactada (aun cuando puede estipularse que la tasa variará en cada corte de cupón), "por lo

¹²⁷ Vega Rodríguez et al p 167

que forma parte de los instrumentos de renta fija que operan en el mercado de valores y su utilidad puede generarse a través del pago de intereses cuando se espera la redención del instrumento o bien por diferencias generadas por operaciones de compra – venta de dichos instrumentos o de reporto que se realizan en el mercado ¹²⁸ Existen dos clases de bonos bancarios: de Desarrollo y para el Desarrollo Industrial

Bonos Bancarios de Desarrollo. Son títulos de crédito emitidos por la banca de desarrollo para atraer recursos de largo plazo a fin de promover proyectos de infraestructura y desarrollo industrial Su creación data del año de 1985, y tienen como objetivo desarrollar un mercado financiero de largo alcance La SHCP tiene que autorizar el monto a emitir de estos títulos.

Bonos Bancarios para el Desarrollo Industrial Son títulos de crédito emitidos por Nacional Financiera para atraer recursos de largo plazo (normalmente 10 años) a fin de promover proyectos de infraestructura y desarrollo industrial Su creación data de 1989 y tienen como objetivo desarrollar un mercado financiero de largo alcance. Asimismo, el monto a emitir tiene que ser autorizado por la SHCP

Certificados de participación (CPO y CPI)

Son títulos nominativos de crédito, emitidos por una sociedad fiduciaria sobre bienes, valores o derechos irrevocables para un fin determinado . En este sentido los Certificados de Participación tienen una estructura similar a la de una bursatilización. (Por esta razón los credibures son emitidos en forma de Certificados de Participación)

Estos instrumentos tienen como garantía los bienes fideicomitidos , lo que otorga al tenedor del certificado el derecho a una parte proporcional de tales activos

¹²⁸ Ibid p 172

"La empresa que entrega los activos al fideicomiso, con el fin de avalar una emisión de certificados de participación, se denomina fideicomitente, mientras que el emisor de los certificados es el fiduciario, figura más genérica, ya que es uno de varios posibles emisores."¹²⁹

Si el certificado se respalda por bienes muebles, se le llama de participación (CPO); si los bienes base de la garantía son inmobiliarios se les llama certificados de participación inmobiliaria (CPI).

"Los certificados son amortizables, si los tenedores tienen derecho a una parte de los rendimientos y a la restitución del valor nominal ajustado, éste último de acuerdo a los criterios especificados en el acta de emisión. Los Certificados de Participación tienen el estatuto de no amortizable, si al disolverse la sociedad fiduciaria no se paga el valor nominal, sino que ésta se adjudica los bienes constituidos en garantía y el tenedor recibirá la parte proporcional del producto de la venta neta. Finalmente es importante mencionar que los certificados de participación se emitieron por primera vez en 1987, con el propósito de obtener financiamiento de largo plazo a través de la Bolsa Mexicana de Valores y dar liquidez a los activos dados en garantía. Si se considera que los petrobonos fueron emitidos en forma de certificados de participación, entonces habrá que remontar el origen de este instrumento una década antes."¹³⁰

c) Principales instrumentos de inversión de instituciones privadas no bancarias

Por lo que se refiere a los valores emitidos por instituciones privadas no bancarias, tenemos como principales instrumentos privados:

¹²⁹ Solís Leopoldo op cit p 133

¹³⁰ Vega Rodríguez Francisco Javier Caro Razú Francisco op cit p 177

Papel comercial

En octubre de 1980, se incorpora al mercado de dinero el papel comercial, título emitido por empresas autorizadas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios para obtener financiamiento a corto plazo. Este instrumento complementa el desarrollo del mercado de dinero al orientar importantes recursos hacia el sector privado de manera ágil y oportuna. Algunos de los aspectos que se consideraron para su instrumentación fueron los siguientes:

- Proporcionar a sus emisores una fuente alternativa de financiamiento a corto plazo y con costos competitivos o incluso inferiores a otras fuentes
- Evitar uso de prácticas no reguladas y riesgosas
- Proporcionar una competencia sana entre otros intermediarios
- Proporcionar al inversionista nuevas alternativas de inversión
- Fomentar el mercado de valores.
- Favorecer la intermediación bursátil
- Otorgar garantías a los inversionistas a través de la creación de institutos calificadores de valores, así como de la obligación de contar con un representante.

Pagaré a mediano plazo

Los estudiosos de la materia consideran que “la reducción en las tasas de interés y el control de variables macroeconómicas posibilitó la creación de instrumentos con plazos mayores, los cuales generarían recursos hacia proyectos que no pueden depender de financiamientos revolventes de corto plazo. Esta necesidad fue cubierta por el pagaré a mediano plazo, el cual permite establecer un mejor balance en la estructura del capital de las empresas emisoras, al obtener recursos del mercado de valores, que en muchos casos representan costos menores a otras alternativas de financiamiento”¹³¹

¹³¹ *Ibidem* p 178

En este sentido, el pagaré a mediano plazo es un título de crédito, emitido unilateralmente por la emisora para obtener recursos, con el objeto, entre otros aspectos, de financiar capital de trabajo permanente, ciclos productivos o proyectos de inversión de plazos relativamente cortos

Un pagaré a mediano plazo paga intereses en forma mensual o trimestral, contra la entrega del cupón correspondiente. El plazo al que se emite oscila entre uno y tres años. Estos pagarés pueden ser quirografarios o avalados con garantía fiduciaria. En el caso de estos últimos, deberá hacerse constar tal circunstancia en los propios títulos especificando el fideicomiso y los bienes fideicomitados que garanticen el pago de aquellos.

Adicionalmente y de acuerdo con la circular 10/143 de la Comisión Nacional de Valores, los pagarés representativos de la emisión podrán estar documentados con un solo título, y deberán ser depositadas en la S D INDEVAL.¹³² La sociedad emisora podrá determinar libremente la tasa de rendimiento y el plazo de comisión con arreglo a los siguientes puntos:

- a) Se podrá fijar una sobretasa en puntos o porcentajes sobre los rendimientos netos que ofrezcan instrumentos gubernamentales o bancarios.
- b) Los títulos generan intereses con la periodicidad que determine el emisor, para lo cual llevarán cupones adheridos y numerados.
- c) Los intereses se computarán a partir de la fecha de suscripción y los cálculos para determinar las tasas e intereses a pagar deberán comprender los días naturales de que efectivamente constan los periodos respectivos.

“Las sociedades emisoras que solicitan la inscripción y autorización para ofertar pagarés indizados al tipo de cambio libre de venta del dólar de Estados Unidos deberán generar un flujo suficiente de esta moneda o, en su defecto,

¹³² Instituto para el Depósito de Valores

mantener cuentas por cobrar en esa divisa, similares en plazo y superiores en monto al de las emisiones que realicen »¹³³

Del análisis de los instrumentos gubernamentales, bancarios y privados no bancarios arriba descritos, cabe hacer las siguientes precisiones: en primer lugar, es en el mercado de dinero donde se negocian papeles de corto plazo –sobre todo valores gubernamentales- y los inversionistas encuentran condiciones de bajo riesgo , elevada liquidez con plazos cortos

En segundo lugar, tenemos que las diversas clases de instrumentos descritos se intermedian a través del mercado organizado, es decir, a través de la Bolsa Mexicana de Valores o de operaciones interbancarias "Razón por lo que cabe afirmar que el mercado de dinero es uno de los mercados financieros más líquidos De tal manera que no resulta exagerado, como se mencionó anteriormente, sostener que es la parte fundamental del sistema financiero de cualquier país, "en el cual los intermediarios financieros, los tesoreros corporativos y otras entidades participan intercambiando diariamente cantidades multimillonarias de dinero[. . .]"¹³⁴

Se debe también señalar que al mercado monetario se le considera como uno de los más activos e innovadores; es el eje de referencia de los agentes económicos para dimensionar el estado de la economía. Así, los indicadores del mercado de dinero reflejan aspectos tan variados como el costo de capital de muchas corporaciones y empresas financieras y no financieras, las expectativas de tasas futuras a través de la curva de tasas, de los flujos de capital internacionales los cuales, en su mayoría, son colocados en instrumentos de corto plazo[. . .] Asimismo, este mercado suministra los flujos de recursos que los bancos requieren para hacer frente a sus necesidades de liquidez[] Por otra parte, el mercado de dinero juega un papel fundamental para financiar tramos importantes de la deuda del gobierno federal. Adicionalmente ofrece el lugar adecuado para la

¹³³ Solís Leopoldo Op cit p 135

¹³⁴ *Ibidem* p 125

realización de las operaciones del mercado abierto llevadas a cabo por el Banco de México en su calidad de agente del gobierno federal; operaciones que tienen por fundamento regular el mercado monetario de acuerdo a la política monetaria establecida, y de acuerdo a las necesidades financieras del momento y de la circunstancia por la que está atravesando el mismo ¹³⁵

Por último y por lo que se refiere a los instrumentos de deuda del gobierno federal arriba citados, se pueden considerar que todos ellos tienen en común la característica de que éste los utiliza en mayor o menor grado en la regulación de las variables monetarias; además son fuentes de financiamiento del gasto público federal. En tanto, para los inversionistas, como ya se afirmó en párrafos precedentes, el atractivo principal de estos instrumentos es su gran liquidez, el poco riesgo y el corto plazo. Enseguida abordará brevemente al mercado de capitales y sus principales instrumentos

2) Mercado de capitales

a) Principales instrumentos de inversión de empresas privadas

Los expertos coinciden en señalar que el mercado de capitales es el medio en el cual se hace factible la intermediación de instrumentos de largo plazo, tales como las acciones y los bonos corporativos, orientados en primera instancia a la formación y distribución de capital y al financiamiento de proyectos de expansión de la planta productiva. Se puede añadir que el desarrollo del país está sujeto a la capacidad de ampliar y modernizar la planta productiva en forma continua, lo cual podrá reflejarse en la participación de emisoras en los mercados de valores, aunque tratándose de mercados considerados emergentes como el de México puede no darse, pues si bien existen las condiciones de rendimiento atractivo para el inversionista, "esto no siempre quiere decir que el mercado refleje la misma magnitud en cuanto al desarrollo económico del país de que se trate, pues[] aunque las exigencias de la apertura de un país demandarían una mayor competitividad[...]"¹³⁶ la realidad demuestra que los países con inequitativo ingreso

¹³⁵ Vega Rodríguez et al. op cit p 131

¹³⁶ Ibid p 260

per cápita no necesariamente han alcanzado el nivel de desarrollo que a veces se muestra en sus mercados de valores

Ahora bien, entre los principales instrumentos del mercado de capitales tenemos las acciones y las obligaciones

Acciones

Son títulos valor que representan una parte alícuota del capital social de una empresa e incorpora los derechos corporativos y patrimoniales de un socio. Estos títulos se clasifican en acciones comunes u ordinarias y preferentes. Las primeras proporcionan a sus tenedores tanto los derechos corporativos como los patrimoniales. Las preferentes, en tanto son legalmente un título de capital propio, con derecho a recibir un dividendo fijo, que deberá ser pagado con antelación a la distribución de utilidades entre los tenedores de acciones comunes.

La legislación mexicana, por su parte, contempla cuatro tipos de acciones: serie "A", que son ordinarias exclusivas para mexicanos; serie "B", acciones ordinarias de libre suscripción (mexicanos y extranjeros); serie "C", acciones ordinarias que restringen los derechos corporativos (derecho a voto) a los inversionistas extranjeros, y serie "L", acciones ordinarias con voto limitado.¹³⁷

Obligaciones

Las obligaciones son el segundo instrumento más importante del mercado de capitales en lo concerniente a los valores de deuda de mediano y largo plazo. "Estos instrumentos son títulos de crédito nominativos, que representan la participación individual de sus tenedores en un crédito colectivo a cargo de una sociedad anónima[. . .] tiene como objeto para las empresas obtener financiamiento preferentemente a largo plazo para proyectos de gran duración o reestructuración de pasivos. Existen diferentes clases de obligaciones, entre las que destacan las

¹³⁷ Solís Leopoldo op cit pp 136-137

siguientes, con garantía fiduciaria, capitalizable, hipotecaria, convertible, quirografaria y subordinada.”¹³⁸

Ahora bien, el Mercado Mexicano de Valores muestra una concentración extrema en los instrumentos del mercado de dinero, los cuales son esencialmente de corto plazo, en tanto que el mercado de capitales se percibe más pequeña (Véase cuadro No. 31), lo que nos muestra la “fragilidad “ del mercado financiero en el desarrollo económico. Al respecto, cabe considerar que según el especialista hindú Ajit Singh, “el desarrollo económico en mercados avanzados debe mucho a los mercados de capitales, pues de acuerdo a estudios por él realizados muestran que en el siglo XIX el 10% del desarrollo económico fue financiado por los entonces incipientes mercados de capitales y, en contraste, 55% del desarrollo económico del mundo para el periodo 1980-1994 fue financiado por éstos”.¹³⁹

Por lo que respecta a nuestro país, según informes de la Bolsa Mexicana de Valores, el financiamiento neto bursátil en los últimos años se ha enfocado al sector público y a necesidades de financiamiento de corto plazo del sector privado (capital de trabajo), en tanto que el financiamiento de infraestructura y de proyectos rentables se ha reducido. Se observa, por otro lado, en el mercado de capitales un crecimiento sustentado en dos rubros: el mercado accionario en la parte relacionada con los títulos de renta variable del sector industrial y comercial, y las sociedades de inversión.

“La notable desregulación, la apertura financiera, la afluencia de cuantiosos recursos del extranjero, la sistematización de las operaciones y la autorización a la intermediación extranjera en el mercado financiero en México, han sido rasgos distintivos de las últimas décadas en el mercado financiero nacional, donde, el mercado de capitales se ha constituido como uno de los mercados más serios y

¹³⁸ Ibidem. p. 137

¹³⁹ Vega Rodríguez op cit p. 260

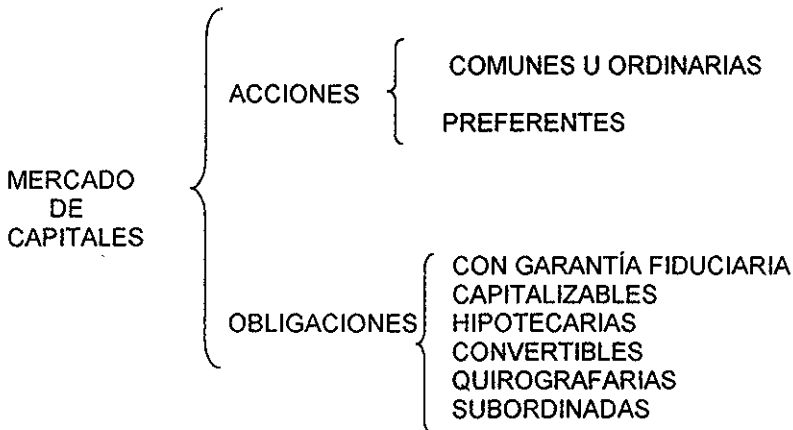
rentables a nivel internacional, llegando a ubicarse, en años recientes, en el lugar número 12 por el tamaño del volumen manejado.”¹⁴⁰

Ciertamente, la necesidad de generar grandes proporciones de ahorro y su orientación hacia actividades productivas requiere de canales eficientes de intermediación, y aquí cabe recordar que “un sistema financiero moderno y competitivo permite captar y canalizar adecuadamente los flujos financieros en forma eficiente. La experiencia de los países desarrollados indica que el crecimiento económico está estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado de capitales.”¹⁴¹

Y es en este renglón precisamente donde se hace necesario que nuestro país busque financiamiento externo a largo plazo que pueda propiciar el crecimiento del mercado de capitales. En otras palabras, se requiere que el mercado de capitales en México sea menos especulativo y se convierta en una opción importante para la canalización de recursos al sector productivo.

CUADRO 31

MERCADO DE CAPITALES



¹⁴⁰ Ibidem p. 262

¹⁴¹ Ibidem p. 262

Como corolario a este capítulo y por lo que respecta a la emisión de valores por parte de los gobiernos locales, cabe precisar que hasta la fecha todas las emisiones se han realizado a través de las figuras de los certificados de participación ordinarios, pagarés a mediano plazo y certificados bursátiles, títulos valor, que, como señalamos, se intermedian principalmente en el mercado de capitales, aunque los de corto plazo los podemos encontrar en el mercado de dinero o en operaciones interbancarias. Cabe señalar que a dichos instrumentos gubernamentales se les aplica la misma normatividad que se utiliza para los similares de las empresas privadas.

CAPÍTULO V NORMATIVIDAD DEL FINANCIAMIENTO LOCAL POR EMISIÓN DE BONOS

El propósito del presente capítulo es sistematizar el aspecto normativo, tanto federal como estatal, que deberá observarse en materia de deuda pública estatal, cuando se adquiera ésta, ya sea, a través de la contratación de créditos, financiamientos, o en virtud de la emisión de bonos, tema del presente trabajo de investigación. En primer término se revisa la legislación federal seguida de la legislación local aplicables. Se hace un paréntesis en los puntos dos, tres y seis relativos a la Ley de Coordinación Fiscal y del Reglamento del Artículo 9° de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios, donde se examinan con mayor detenimiento las normas relativas al nuevo esquema que en materia de financiamiento por deuda pública deberán observar las entidades federativas a partir del presente siglo, y en último lugar se desarrolla el tema sobre la normatividad existente para la emisión de bonos.

A - Normatividad federal aplicable

Tomando en consideración que la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos es la Ley Suprema de la Unión,¹⁴² todas las leyes, reglamentos y demás disposiciones del orden federal, así como las relativas al sistema local en sus niveles estatal y municipal, están a ella subordinados.

En este contexto, en materia de deuda pública no se hace excepción a lo anterior partiendo del ámbito federal hasta llegar al nivel estatal y municipal.

Así, tenemos que dentro del ámbito federal destacan principalmente los siguientes ordenamientos: Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, Ley General de Deuda Pública, Ley de Coordinación Fiscal, Ley de Ingresos de la Federación para el ejercicio fiscal correspondiente, Ley Orgánica de la Administración Pública Federal, Ley Federal de las Entidades Paraestatales, Ley

¹⁴² Art 133 'Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos'.

de Planeación, Ley de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público, Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Ley de Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio fiscal correspondiente, Reglamento del artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal en materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios, Reglamento Interior de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Reglamento de la Ley de Presupuesto Contabilidad y Gasto Público Federal, así como el Acuerdo que crea la Comisión Intersecretarial de Gasto Financiero

"El nivel de aplicación de las mencionadas leyes y reglamentos es versátil en cuanto se refiere a la Deuda Pública, por lo que no se puede decir que todas son de adaptación estrictamente federal, sino que algunas tienen normas que se aplican también al ámbito estatal y municipal"¹⁴³ y encuadran en este supuesto la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, Ley de Coordinación Fiscal, la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, Reglamento del Artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios y Reglamento Interior de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y en cuanto a la Ley de Planeación antes mencionada, se considera que sus normas se aplican tanto al ámbito federal como estatal.

1) Constitución política federal

En el Título Quinto de la Constitución Política Federal se contempla el artículo 115 fracción IV en el que se menciona que corresponde a la legislatura de los estados señalar los ingresos ordinarios de los municipios, pero no se menciona expresamente quién debe indicar los ingresos ordinarios de las entidades federativas, "aunque por la similitud de división de poderes que tienen la federación y los estados, se puede deducir que es una facultad del Congreso

¹⁴³ José Candelario Uribe Gómez Salvador Santana Loza "Normatividad en Materia de Deuda Pública Estatal y Municipal". 1994 p 80

Local,¹⁴⁴ toda vez que los presupuestos de egresos e ingresos caen en la categoría de iniciativa de leyes, por lo que corresponde a la función legislativa”¹⁴⁵

Por otra parte, de acuerdo con el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal,¹⁴⁶ otra fuente de ingresos, tanto municipales como estatales, la constituyen las participaciones federales

Por lo que se refiere a ingresos extraordinarios (deuda pública), el artículo 117 de la Constitución Pública Federal, en su fracción VIII, establece limitantes tanto a la federación como a los estados y municipios al indicar que dichas entidades no pueden contraer obligaciones o empréstitos, sino cuando se destinen a inversiones públicas productivas, extendiéndose estas limitaciones hasta el sector paraestatal, conforme a las bases que establezcan las legislaturas en una ley y por los conceptos y hasta por los montos que las mismas fijen anualmente

2) Ley de Coordinación Fiscal

En la Ley de Coordinación Fiscal destaca el Artículo 9º, en donde hasta antes del 1 de enero de 1996 se señalaba la excepción de inembargabilidad, afectación o retención de las participaciones en impuestos federales que les correspondían a los estados y municipios. Esta excepción se refería precisamente al pago de obligaciones contraídas por los mencionados entes gubernamentales, con la salvedad de que debían autorizarse por las legislaturas locales e inscritas ante la SHCP, en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades y Municipios, a favor de la federación, de las instituciones de crédito que operen en territorio nacional, así como de las personas físicas o morales de nacionalidad mexicana.

¹⁴⁴ Quiere decir Cámara de Diputados Local

¹⁴⁵ Uribe Gómez Santana Loza op cit p 82

¹⁴⁶ En vigor desde 1980 según la '*Ley de Coordinación Fiscal*' de ese mismo año

a) Esquema tradicional de financiamiento local

Sin embargo, a partir de que el 15 de diciembre de 1995 se publicara en el *Diario Oficial de la Federación* la Reforma al artículo 9° de la Ley de Coordinación Fiscal, con vigencia a partir del 1° de enero de 1996, se modificó de manera importante el mecanismo mediante el cual los estados contratarán financiamientos

Así, antes de la reforma, el Artículo 9° establecía que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) fungía como único ejecutor de las garantías ofrecidas por los estados y municipios a sus acreedores cuando estaban basadas en las participaciones que en ingresos federales les correspondían

Sin embargo, tal esquema, de acuerdo con la SHCP¹⁴⁷, generó una problemática tal que implicaba un “riesgo moral” en virtud de las siguientes consideraciones:

- Al ser el gobierno federal el encargado de ejecutar las garantías, los bancos consideraban que el riesgo de crédito que tomaban era del propio gobierno federal, y en esa medida no se efectuaban los análisis de crédito correspondientes (*Se hacía caso omiso de las recomendaciones que al respecto señala la doctrina en materia del otorgamiento de empréstitos públicos*) Las cursivas son de la suscrita).
- Lo anterior dificultó el desarrollo de una cultura de crédito en los estados ya que el mercado no proveía los estímulos que pudieran premiar o castigar un buen o mal manejo de las finanzas públicas estatales (*Con las consecuencias negativas que nuestro país experimentara al entrar el gobierno federal al rescate de las entidades federativas durante la crisis económica de 1995*)
- Adicionalmente, se generó la percepción por parte de los estados, de que el acceso al crédito podía ser virtualmente ilimitado, no habiendo parámetros claros

¹⁴⁷ SHCP “Nuevo esquema de financiamiento para gobiernos estatales”. noviembre 2001

que mostraran qué tanto podía endeudarse un estado con cargo a sus participaciones sin que tal endeudamiento conllevara a comprometer el cumplimiento de las funciones básicas del gobierno estatal. *(Aquí habría que revisar con detenimiento la responsabilidad de los congresos locales al autorizar indebidamente al Ejecutivo en turno a contraer deuda en exceso de la capacidad de pago de las finanzas estatales).*

- Lo anterior llevó, en varias ocasiones, a que se registraran niveles importantes de sobreendeudamiento estatal.

En segundo lugar, la SHCP considera que el esquema de financiamiento que nos ocupa daba lugar a una "falta de transparencias", en virtud de que los bancos no realizaban análisis de crédito y no existían incentivos para la difusión de la información sobre la situación financiera de los estados y municipios. *(Al respecto debe agregarse que paulatinamente las treinta y dos entidades federativas, incluido el Distrito Federal, comenzaron a partir de la década de los noventas a poner en orden sus finanzas, sometiéndolas a examen por parte de las diversas empresas calificadoras existentes en el país).* En tercer lugar, la SHCP considera que el multicitado esquema ofrecía "dificultad para acceder a diversos vehículos de crédito", y esto era debido a las limitaciones del propio esquema y a la percepción de los acreedores por lo que difícilmente las entidades federativas podían llevar a cabo la instrumentación de esquemas financieros estructurados distintos a la contratación de créditos bancarios.

Aquí cabría preguntarse de qué manera y en qué medida las entidades federativas se ven afectadas por las reformas de 1995 al artículo 9° de la Ley de Coordinación Fiscal en comento:

En principio, con dichas reformas se considera que las entidades federativas quedan en la posibilidad de seleccionar el mecanismo de financiamiento que más se acomode a sus intereses en cuanto a la afectación de participaciones se refiere. Y aun cuando las reformas datan del año 1995, en el segundo semestre de 1999 las autoridades financieras

comunicaron a los estados y municipios que el “esquema de mandato” concluiría en marzo del año 2000, y que adicionalmente se introducirían otros cambios importantes en el marco jurídico que regula la contratación de financiamientos

En este sentido pueden resaltarse las modificaciones a las Reglas de Capitalización de la Banca Múltiple y de Desarrollo para los créditos otorgados a los Estados y Municipios (1999), así como el nuevo Reglamento del Artículo 9° de la Ley de Coordinación Fiscal en materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios

En cuanto a las reglas de capitalización, se tiene que a partir del 1° de abril del 2000, el régimen de capitalización se relacionará con la calificación que otorguen a las operaciones de los estados por lo menos dos empresas calificadoras:

- a- 1 6% si la calificación obtenida es menor en dos niveles a la calificación correspondiente al gobierno federal.
- b - Hasta 9 2% dependiendo qué tanto se aleje la calificación obtenida de la correspondiente al gobierno federal.
- c - 12% si el crédito no es registrado en la SHCP o la entidad no cuenta con las dos calificaciones.

Ahora bien, respecto al criterio en relación con cuál de las calificaciones otorgadas por las empresas calificadoras deberá tomarse en cuenta: se tomará la mayor siempre que la distancia entre ellas no sea mayor a un nivel, utilizándose en caso contrario la menor de ellas

Aquí, cabe mencionar que hasta antes de la publicación de las Reglas de Capitalización ni un solo estado contaba con dos calificaciones, toda vez que con anterioridad a las mismas el requerimiento de capital para los bancos, de los créditos otorgados a los estados y municipios con garantía

de participaciones era del 1.6% del monto del crédito, independientemente de la situación financiera de los acreditados. A partir del mes de noviembre del 2001, veintisiete de las treinta y dos de las entidades federativas incluido el Distrito Federal, y veintiún municipios contaban con dos calificaciones.

b) Características del nuevo esquema de financiamiento (1995)

- La entidad federativa respectiva constituye un Fideicomiso de Administración y Fuente de Pago en el que se afectará un porcentaje determinado de las participaciones que en ingresos federales les corresponda, con la finalidad de que en adelante esta figura se encargue del servicio de los financiamientos contratados.
- Cualquier excedente que resulte después de realizar el servicio de la deuda correspondiente será liberado al estado.
- De las características del Fideicomiso de Administración y Pago en mención destaca la relativa al patrimonio, el cual se conformará por las aportaciones iniciales, afectaciones irrevocables de los derechos sobre las participaciones, aportaciones adicionales y rendimiento derivados de la inversión de los recursos disponibles.

Asimismo y por lo que se refiere a las partes que intervienen en el Fideicomiso, tenemos que la entidad federativa lo hace como fideicomitente; a una institución bancaria le corresponde ser la fiduciaria en tanto que el ser fideicomisarios les corresponde en primer lugar a los acreedores y en segundo lugar la propia entidad federativa.

- Respecto a los fines que se persiguen con la constitución del Fideicomiso de Administración y Garantía destacan:

- + Adquirir la titularidad de los flujos derivados de las participaciones presentes y futuras de los ingresos federales.

- + Realizar el pago de los financiamientos
- + Llevar el registro de los financiamientos

- Además, dentro de las cláusulas del fideicomiso en mención se establecerá la cantidad límite que será destinada al servicio mensual de cada financiamiento, así como la cantidad requerida al servicio mensual del propio fideicomiso

- Adicionalmente se incluirá la obligación de instruir a la Tesorería de la Federación (TESOFE) para que ésta deposite en la cuenta que se le indique los montos mensuales de las participaciones que se van a fideicomitir

c) Operación del nuevo esquema de financiamiento (2000)

El nuevo mecanismo de financiamiento que a partir del año 2000 deberán observar las entidades federativas opera de la siguiente manera:

- Los gobiernos de las entidades federativas instruyen a la SHCP, por conducto de la TESOFE, para que afecten al Fideicomiso de Administración y Garantía el porcentaje que se determine de sus participaciones (ramo 28).
- La SHCP entrega a las tesorerías estatales el remanente de sus participaciones, incluyendo la totalidad que por ley corresponden a los municipios.
- En relación con la deuda contraída con anterioridad a la constitución del fideicomiso de administración y garantía, se tiene la opción de darle el servicio correspondiente de pago de deuda.
- El fideicomiso deposita en la institución correspondiente las cantidades asignadas a los distintos financiamientos
- El remanente de las participaciones fluye a las tesorerías estatales

En lo particular este fideicomiso puede fungir como "titular" (en cada una de las operaciones realizadas) de los flujos derivados de los rendimientos de la explotación de las obras que se financien con recursos bursátiles y cumplan además con las obligaciones de pago correspondientes, lo que puede significarle

ahorros a la identidad federativa de que se trate en los gastos de administración respectivos

Ahora bien, ¿cuál es la participación del gobierno federal en este nuevo esquema de financiamiento?:

- En primer término es su responsabilidad depositar en el Fideicomiso de Administración y Garantía el porcentaje de las participaciones que en ingresos federales les correspondan de conformidad con la instrucción de las entidades federativas

- En segundo término y a través de la SHCP, el gobierno federal continuará manejando el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios, el cual tendrá únicamente carácter declarativo e informativo

Por otro lado y tratándose de operaciones crediticias realizadas entre la banca y las entidades federativas, las mismas se llevarán a cabo exclusivamente bajo condiciones de mercado. Asimismo, las garantías o fuentes de pago ofrecidas en la contratación de créditos estarán respaldadas en la medida en que cada operación cuente con la calificación respectiva en la que se evalúe la capacidad de servir puntualmente a las obligaciones de pago de capital e intereses

3) Reglamento del artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios.

Conforme a este ordenamiento jurídico hasta antes del día 15 del mes de octubre del 2001 se señalaba que habría de llevarse un control de las participaciones en ingresos federales que las entidades federativas y municipios hubieran decidido afectar en propuesta como garantía del cumplimiento de sus obligaciones financieras, a que se refiere la fracción VIII del artículo 117 constitucional. Para tal efecto y conforme a lo dispuesto en el Reglamento Interior de la SHCP, así como en lo dispuesto en la Ley de Coordinación Fiscal, los estados y municipios inscribirían en el "Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios" las obligaciones directas o contingentes

contraídas para inversiones públicas productivas por los estados, el Distrito Federal o los municipios cuando éstos solicitasen que sus participaciones en ingresos federales quedaren afectadas en garantía del pago de sus obligaciones financieras

A partir de la reforma del artículo 9° de la Ley de Coordinación Fiscal (*Diario Oficial de la Federación*, 15 de diciembre de 1995), se estableció que corresponde a las entidades y municipios efectuar los pagos de las obligaciones garantizadas con la afectación de sus participaciones, de acuerdo con los mecanismos y sistemas de registro establecidos en sus leyes estatales de deuda. En ese sentido y por convenir integrar un marco jurídico que complemente la citada reforma, se expidió mediante decreto publicado en el *Diario Oficial* del 15 de octubre del 2001, el Nuevo Reglamento del Artículo 9° de la Ley en mención, a efecto de establecer que si bien la inscripción de las obligaciones en el Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios que lleva a cabo la SHCP es un requisito establecido por el artículo 9° de la Ley de Coordinación Fiscal, la misma se realizará para efectos informativos, en virtud de la existencia de sistemas de registro y pagos estatales y de que la SHCP ya no tiene a su cargo la ejecución de las participaciones afectadas.

Al efecto, las principales modificaciones del nuevo reglamento antes citado, son las siguientes:

- El registro tendrá el carácter de informativo y no constitutivo de derechos.
- Los requisitos de inscripción se simplifican
- Se establece un tratamiento más claro para las obligaciones contraídas por los municipios que no cuenten con la garantía solidaria del estado
- Se faculta a la SHCP para dar a conocer información agregada de las obligaciones crediticias de las entidades federativas
- Las obligaciones registradas con anterioridad a la entrada en vigor del nuevo reglamento continuarán rigiéndose por el reglamento anterior

Por inversiones públicas productivas deben entenderse “las destinadas a la ejecución de obras públicas, adquisición o manufactura de bienes y prestación de servicios públicos, siempre que en forma directa o indirecta produzcan incrementos en los ingresos de las entidades federativas, de los municipios o de sus respectivos organismos descentralizados y empresas públicas”¹⁴⁸

Dentro de la estructura orgánica de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público existen las Direcciones Generales de Crédito Público y de Deuda Pública las que intervenían hasta antes de la entrada en vigor de las Reformas de 1995, respectivamente, en la inscripción y afectación en el registro correspondiente de las participaciones en ingresos federales de los estados y municipios (véase artículos 20, fracc XVIII, y 21, fracc X, del Reglamento Interior de la SHCP)

4) Ley de Planeación

Por lo que respecta a esta Ley, tiene aplicación en materia de deuda pública toda vez que es objeto de la misma establecer las normas y principios para llevar a cabo la Planeación Nacional del Desarrollo, las bases de integración y funcionamiento del Sistema Nacional de Planeación Democrática, así como, las bases para que el Ejecutivo Federal coordine sus actividades de planeación con las entidades federativas. También establece las bases para garantizar la participación democrática de los grupos sociales en la elaboración del Plan Nacional de Desarrollo y demás programas, y para que las acciones de los particulares contribuyan a alcanzar los objetivos del plan y de los programas

Corresponde a la SHCP verificar que las operaciones en que se hace uso del crédito público prevean el cumplimiento de los objetivos y prioridades del Plan y de los Programas respectivos (Art 15, fracc IV, de la Ley de Planeación).

¹⁴⁸ Art I del Reglamento del Art 9° de la *Ley de Coordinación Fiscal*

5) Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito

En diversas disposiciones de esta ley se define lo que es un Título de Crédito y se señalan todas sus características. y en un sólo artículo (22) se refiere a los Títulos de Deuda Pública respecto a los cuales solo se menciona que se aplicará lo prescrito en las disposiciones legales relativas y, en cuanto ellas no prevengan, se aplicará lo dispuesto por la propia Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito

6) Normatividad federal aplicable a la emisión de bonos por parte de los gobiernos locales

En este renglón cabe señalar que la normatividad que actualmente se aplica a la emisión de valores de los gobiernos locales es la misma que se aplica a los particulares. Lo anterior se desprende en parte y luego del examen de las experiencias de emisiones de valores gubernamentales locales a través de las figuras crediticias de los CPO y de pagarés a mediano plazo realizadas en el pasado reciente por algunos gobiernos estatales en que prácticamente se les dio un tratamiento igual que a un particular dejando de lado la importancia que reviste el que en la emisión de bonos el estado conserve su calidad de ente público pues a diferencia del ente privado, el estado tiene la característica de preeminencia, es decir, debido a su carácter permanente como persona pública no necesita ahorrar para imprevistos como sucede en el sector privado, pues siempre estará en la posibilidad de obtener ingresos extraordinarios derivados de su poder de imperio o de su capacidad de endeudamiento

En segundo lugar, de la revisión de la ley del Mercado de Valores se confirma que existe un vacío en cuanto la regulación para la emisión de bonos estatales y municipales de desarrollo

Por último, se debe mencionar que la problemática antes citada puede ser resuelta en la medida en que los funcionarios encargados del manejo de las

finanzas públicas locales conjuntamente con los funcionarios del Instituto para el Desarrollo Técnico de las Haciendas Públicas (INDETEC) y organismos similares acudan ante la Comisión Nacional de Valores para solicitarle haga uso de la facultad que el artículo 3° de la Ley del Mercado de Valores en su párrafo 4° le otorga en el sentido de establecer mediante disposiciones de carácter general las características a las que debe sujetarse la emisión y operación de los valores y documentos sujetos al régimen de la propia ley. Con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como a la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado. En el caso concreto que se observa, la legislación de bonos estatales y municipales de desarrollo, a fin de que las entidades federativas participen más intensa y formalmente del recurso interno, lo cual le deberá significar la posibilidad de emitirlos directamente, es decir, sin recurrir, como hasta ahora, únicamente a la emisión indirecta a través de figuras del fideicomiso.

B) Normatividad estatal aplicable

Este apartado se refiere a las características de las normas locales aplicables en materia de deuda pública y que son comunes a todas y cada una de las entidades federativas, incluso el Distrito Federal (excepto Constitución Política), particularizando únicamente las leyes del estado de Sonora, en virtud de que su ley de deuda pública y las modificaciones a las demás normas estatales de la materia, son de reciente creación (1995) fecha posterior a la de la publicación de la multicitada obra, *Normatividad en materia de deuda pública estatal y municipal (1994)*, "Apéndice normativo en materia de deuda pública, segunda parte", donde pueden ser consultadas las particularidades de las leyes respectivas de las restantes entidades y las del D. F.

1) Constituciones políticas estatales

Si bien es cierto que en materia de deuda pública la legislación estatal debe sustentarse en la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, según se desprende de lo señalado en sus artículos 41 y 124 al mencionar el primero, que por lo que corresponde a sus regímenes interiores, el pueblo ejerce su soberanía por medio de los poderes de los estados, en los términos respectivamente establecidos por la Constitución Federal y las particulares de los estados, las que en ningún caso podrán contravenir las estipulaciones del pacto federal. Y si por su parte el artículo 124 precisa que las facultades que no estén concedidas a los servidores públicos federales se entienden reservadas a las entidades federativas, en estos términos resulta fácil entender la diversidad existente en la legislación que regula en nuestro país la deuda pública en el ámbito estatal, pues además de corresponder a las necesidades propias de cada entidad federativa; cada estado como parte integrante de la federación de acuerdo con el pacto federal, en su régimen interior es libre de legislar sobre cualquier materia siempre que no se contravenga lo señalado en la Carta Magna. Lo anterior justifica que en "las leyes fundamentales de cada entidad federativa, se plasma una orientación diversa en lo que se refiere a la deuda pública, pero coincidente en los aspectos generales".¹⁴⁹ Además, en las constituciones políticas locales se prevé de manera general la forma y términos a los que estarán sujetos en materia de deuda pública el propio estado y los municipios integrantes de éste.

Las disposiciones que las constituciones locales contienen en materia de deuda pública son en el sentido de establecer "como una facultad de los Congresos (sic) de las Entidades Federativas, la autorización al Ejecutivo para celebrar empréstitos, fijando las bases sobre las que deben celebrarse y aprobarse. Esto no sucede en todas las constituciones, sino que existen variables que las identifican como *sui generis*, ya que no existe unidad en el régimen jurídico del empréstito. Las bases Constitucionales de los Estados en el manejo del

¹⁴⁹ Uribe Gómez, Santana Loza Op. cit. p. 92

Crédito Público se encaminan hacia dos criterios: a) Otorgar la facultad a la legislatura local para intervenir en el renglón de la Deuda Pública, y b) Otorgar facultades al Ejecutivo estatal y a los ayuntamientos en materia de Deuda Pública”¹⁵⁰ En el caso de la Constitución del Estado de Sonora, en su artículo 64, fracción XXVIII, se faculta al Poder Legislativo para que fije las bases y autorice al Ejecutivo a contraer empréstitos, por lo que, de acuerdo con lo antes señalado, dicha constitución encuadra en el criterio mencionado en primer término

2) Ley de Deuda Pública del Estado de Sonora

En las Leyes de Deuda Pública Estatal de las entidades federativas y en la del Distrito Federal se contemplan los lineamientos a seguir para disponer de ingresos extraordinarios provenientes del crédito público y aunque todas ellas son diferentes entre sí, las mismas pretenden regular la deuda pública del estado y sus municipios. Este apartado se refiere a la Ley de Deuda Pública del Estado de Sonora ya que es de reciente creación, pues su publicación en el *Boletín Oficial del Estado* data del 6 de julio de 1995. La misma cuenta con 24 artículos y tres transitorios, esta dividida en cinco capítulos: I, Disposiciones generales (arts 1-5); II, De las facultades y obligaciones de los órganos en materia de deuda pública (arts 6-12); III, De los programas financieros y de los comités técnicos de financiamiento (arts. 13-16); IV, De la contratación de empréstitos y créditos (arts. 17-22); y V De las obligaciones derivadas de las operaciones de endeudamiento (arts 23-24)

Ahora bien, en el artículo 1º de la Ley en comento se considera como objeto de la misma establecer las bases y requisitos para contratación, registro y control de la deuda pública del estado y municipios

Por su parte, en el artículo 2º se considera como sujetos cuyas obligaciones de pasivo derivan de empréstitos que constituyen deuda pública a los estados y

¹⁵⁰ Ibidem p 93

municipios, organismos descentralizados estatales o municipales, empresas de participación estatal o municipal mayoritaria y fideicomisos en lo que el fideicomitente sea alguno de los entes antes señalados.

Y en el artículo 6º se señala como órganos o autoridades en materia de deuda pública al Congreso del Estado, y al Ejecutivo estatal, al secretario de Finanzas, a los Ayuntamientos y al Comité Técnico de Financiamiento.

Asimismo, en los artículos 6-13, 17, 18 se contemplan los requisitos para contratar créditos que son, entre otros, presentar programas financieros al Congreso, tener autorización de éste en cuanto a los montos originales del endeudamiento, así como los adicionales que se soliciten y tener autorización del Congreso para que el estado y los municipios emitan títulos de deuda pública

Por su parte, el artículo 19 establece la prohibición de vender bonos o títulos de deuda a extranjeros, sean estos gobiernos, entidades gubernamentales, sociedades particulares y organismos internacionales, debiendo citar en el documento correspondiente la prohibición expresa de mérito

Por lo que respecta al registro y constitución de la deuda pública, tenemos que la misma (artículo 2º) se constituye por las obligaciones directas y contingentes derivadas de empréstitos o créditos a cargo del estado, municipios, organismos descentralizados estatales y municipales, empresas de participación estatal o municipal mayoritaria y los fideicomisos en que el fideicomitente sea alguno de los entes antes señalados.

En cuanto al registro, según lo disponen los artículos 9 y 11 de la Ley de Deuda Pública Estatal, corresponde al Ejecutivo del Estado por conducto de la Secretaría de Planeación del Desarrollo y Gasto Público llevar el Registro General de Deuda Pública Consolidado, y a los Ayuntamientos por conducto de las Tesorerías Municipales respectivos el registro de Deuda Pública Municipal

Por lo que respecta a las atribuciones del Congreso del Estado en materia de Deuda Pública, tenemos que le corresponde según lo dispuesto en los artículos 6-8, 18-20, de la ley de la materia, autorizar montos de endeudamiento de los estados, municipios y de sus entidades, así como los montos adicionales, autorizar empréstitos con garantía del Ejecutivo del estado, o con participaciones federales, autorizar la emisión de bonos de deuda pública y reconocer y autorizar el pago de la deuda pública

En cuanto a las atribuciones del Ejecutivo del estado en materia de deuda pública, según lo disponen los artículos 6, 8, 9 y 10, tenemos que le corresponde directamente presentar al Congreso el Programa Financiero que incluye el monto del endeudamiento, así como informar al Congreso del estado la situación de la deuda pública

Asimismo corresponde al Ejecutivo por conducto de la Secretaría de Finanzas celebrar contratos de empréstitos, autorizar, contratar o garantizar empréstitos cuando estén en el programa financiero y emitir valores bonos o títulos de deuda Y a través de la Secretaría de Planeación del Desarrollo y Gastos Público, autorizar a las entidades paraestatales a contratar créditos y llevar el registro de la deuda pública.

Por último, en cuanto a las funciones del Comité Técnico de Financiamiento, en los artículos 14 y 15 de la multicitada Ley, se le señalan las siguientes:

Conocer y evaluar las necesidades y capacidad de endeudamiento del estado y municipios, opinar respecto a los programas financieros que presenten el estado, municipios y sus organismos, evaluar y opinar respecto a los empréstitos que otorgue el estado o los que requieran su garantía, dar asesoría en materia de deuda pública a los estados, municipios y sus organismos, así como ser órgano auxiliar de consulta del Ejecutivo del estado.

Por otro lado, cabe señalar que hasta la fecha todas y cada una de las entidades federativas cuentan con una Ley de Deuda Pública Estatal, que en mayor o menor grado regulan la deuda pública de los estados y únicamente como dato curioso debemos mencionar el hecho de que es la Ley del estado de Nuevo León la única que se denomina en forma distinta a la de las demás entidades federativas y este nombre es "Ley Financiera del Estado" También vale la pena mencionar que la ley con menos preceptos pero con normatividad suficiente para regular la deuda gubernamental lo es la Ley de Deuda Pública del Estado de Sinaloa

En términos generales se puede afirmar que en la mayoría de los preceptos, tanto de la legislación federal como de la legislación local aplicables en materia de deuda pública, se hace mucho énfasis en evitar que la obtención de créditos se revierta en una carga para las haciendas públicas locales, e impedir con ello un sobreendeudamiento estatal

3) Leyes orgánicas de la administración pública estatal

Ahora bien, es "en las Leyes Orgánicas de la Administración Pública Estatal (llamada también en algunos estados Ley Orgánica del Poder Ejecutivo del Estado) y en los casos del Distrito Federal en su Reglamento Interior, y del Estado de Sinaloa en su Reglamento Orgánico de la Administración Pública, donde se establece el marco jurídico sobre el cual descansan las atribuciones conferidas a las dependencias del Poder Ejecutivo en materia de Deuda Pública Son básicamente las Secretarías de Finanzas y Contraloría General o a sus equivalentes a las que se les conceden atribuciones sobre este renglón",¹⁵¹ aunque a quien realmente corresponden dichas atribuciones es al Titular del Poder Ejecutivo Estatal

¹⁵¹ Idem p 98

En el estado de Sonora, conforme a lo dispuesto en la Ley Orgánica del Poder Ejecutivo del Estado, son básicamente tres secretarías a través de las cuales el Ejecutivo ejerce las atribuciones en materia de deuda pública. Así tenemos que, según los artículos 25 fracción IV, y 50, corresponde a la Secretaría de Finanzas dirigir la negociación y administrar la deuda pública estatal e intervenir en las operaciones en que las entidades paraestatales hagan uso del crédito público.

Cabe mencionar que cuando se aprobó la Ley de Deuda Pública Estatal (julio de 1995), se derogaron de la Ley Orgánica del Poder Ejecutivo las disposiciones que facultaban a la Secretaría de Finanzas para llevar el registro de la deuda pública pasando ésta y otras facultades a la Secretaría de Planeación del Desarrollo y Gasto Público. Asimismo, conforme a lo dispuesto en el artículo 26, fracción VI, de la Ley en comento, se faculta a la Secretaría de la Contraloría General del Estado para comprobar el cumplimiento, por parte de las dependencias y entidades de la administración pública estatal, de las obligaciones derivadas de las disposiciones en materia de deuda pública.

4) Leyes estatales de presupuesto, contabilidad y gasto público

Los ordenamientos de este nombre de las entidades federativas, incluso el Distrito Federal, “coinciden en el punto en que el gasto estatal comprende las erogaciones por diversos conceptos, de entre los que se cuentan los pagos de la deuda pública, que también se encuadra legítimamente dentro del marco que establecen estas leyes”¹⁵²

Por su parte y conforme a lo dispuesto en la Ley de Presupuesto Contabilidad y Gasto Público del Estado de Sonora en sus artículos 2 y 11, se considera que los pagos de deuda pública forman parte del gasto público y que el presupuesto de egresos debe contener la situación de la deuda pública al término del ejercicio fiscal.

¹⁵² *Ibidem* p. 111

Aunque las Leyes de Presupuesto, Contabilidad y Gasto Público Estatales “no son leyes específicas sobre Deuda Pública, si norman a las dependencias del Ejecutivo local, y a sus organismos que integran la administración pública paraestatal; y algunas otras regulan también a los municipios en el ámbito que circunscribe la Deuda Pública” ¹⁵³

5) Leyes de hacienda estatales

Por lo general, en estas leyes se regulan los diversos conceptos que generan para el estado ingresos llamados ordinarios, tales como impuestos, derechos, contribuciones especiales, productos y aprovechamientos. Asimismo, algunas leyes contemplan como ingresos extraordinarios a los empréstitos y financiamientos. De allí que se considere que las Leyes de Hacienda de los estados forman parte del cúmulo de normas que regulan a la deuda pública.

Cabe mencionar que en la Ley de Hacienda del Estado de Sonora no se contempla disposición alguna referente a la deuda pública, por lo que sería la excepción a la regla de que los empréstitos y financiamientos se les considera ingresos extraordinarios en la mayoría de las Leyes de Hacienda de las restantes entidades federativas.

6) Leyes de ingresos estatales

Estas leyes tienen como objeto actualizar año tras año la obtención de los recursos necesarios para lograr los fines que se proponen los estados al efectuar el gasto público cada ejercicio fiscal.

¹⁵³ Ibidem p 111

Así, y por lo que se refiere a las leyes de ingresos que cada año aprueba el Congreso del Estado de Sonora al Ejecutivo Estatal, en ellas se contemplan algunas disposiciones en materia de deuda pública

Ahora bien, si se parte del hecho de que cada una de estas leyes es un catálogo de ingresos del cual forman parte los ingresos extraordinarios, renglón en donde se engloba a los empréstitos y financiamientos que constituyen el concepto de deuda pública, entonces también cabe considerar que estas leyes de ingresos forman parte del cúmulo de disposiciones que regulan la deuda pública.

7) Códigos fiscales estatales

No todas las entidades federativas cuentan con este tipo de ordenamiento, pero el de aquellas que sí lo tienen coincide en el hecho de que en materia de disposiciones relativas a la deuda pública, "sólo se enfocan a los ingresos extraordinarios que pueden percibir los Estados[] para cubrir el pago de gastos que provengan, entre otros conceptos, de empréstitos contratados[]",¹⁵⁴ sin que se contemplen otros preceptos al respecto

Por lo que se refiere al Código Fiscal del Estado de Sonora, no se encuentra disposición alguna que se refiera a la deuda pública, ni siquiera como ingresos extraordinarios, y esto quizás obedezca al hecho de que no fue sino hasta 1995 cuando se expide la Ley Estatal de Deuda Pública respectiva.

8) Leyes de presupuesto de egresos estatales

Este documento constituye la autorización que el Poder Legislativo otorga al Poder Ejecutivo para que dentro del período de un año pueda efectuar el gasto público a efecto de prestar los servicios y ejecutar las obras y proyectos públicos a su cargo

¹⁵⁴ Uribe Gomez Salas Loza op cit p 115

En la Ley de Presupuesto de Egresos del Estado de Sonora que año tras año se aprueba se contempla clasificada a la deuda pública por objeto del gasto

En los presupuestos de egresos se percibe "una clara concepción de los objetivos metas y finalidades que se proponen, que repercuten desde luego en las áreas económicas y político social, con lo cual los estados tratan de eficientar la distribución de los ingresos de la Hacienda Pública, evitando el dispendio y la desorganización financiera"¹⁵⁵

En este mismo documento además se prevé el gasto por concepto de servicio a la deuda pública, mismo que se satisface de un renglón de los ingresos considerados extraordinarios o no, según la ley de la materia del Estado de que se trate, como son los derivados de la contratación de empréstitos, de la emisión de instrumentos de deuda pública, o de la adquisición de bienes o servicios pagaderos a plazos (financiamientos).

9) Decretos que autorizan a los ejecutivos del estado a gestionar y contratar empréstitos

Como se mencionó anteriormente, los estados que no contaban con una Ley de Deuda Pública resolvían sus necesidades de créditos públicos a través de la expedición de estos decretos, en donde se autorizaba al Ejecutivo estatal o a los ayuntamientos para contratar el empréstito correspondiente, sin normatividad específica, sino sólo con las facultades que les confiere la propia Constitución Política particular de cada estado

Resulta obvio señalar que los problemas que se suscitaban en esta materia, en ausencia de reglamentos y bases aplicables, se resolvían "en el camino y en forma subjetiva, tomando en consideración la opinión de quien en ese momento tenía el control, en el mejor de los casos, el Congreso del Estado[]"¹⁵⁶

¹⁵⁵ Ibid p. 115

¹⁵⁶ Ibidem p. 118

Los estados y municipios no han desarrollado una verdadera política crediticia acorde a sus necesidades de financiamiento debido a factores de diversa naturaleza, entre los cuales cabe destacar además del paternalismo federal por el que la SHCP se convertía "automáticamente en garante de las obligaciones pro empréstitos contraídos por la entidades federativas", el de la "deficiencia e insuficiencia en las disposiciones que regulan la utilización del crédito público[] así como la dispersión normativa en este mismo renglón en varios estados y municipios",¹⁵⁷ además del desconocimiento en materia de deuda pública, del cual adolecen la mayoría de los funcionarios fiscales. De allí que sea urgente el brindar la capacitación respectiva no sólo a los mandos medios, como suele suceder, sino también a los funcionarios responsables titulares de las Finanzas Públicas, quienes a su vez puedan ser promotores de las adecuaciones legales respectivas, o en su defecto contratar agentes financieros externos que manejen exclusivamente la deuda pública. En el siguiente capítulo revisaremos el marco jurídico y práctico en el que se han desenvuelto las experiencias de las entidades federativas en cuanto al financiamiento por emisión de bonos de deuda pública se refiere.

¹⁵⁷ Ibidem p 175

CAPÍTULO VI

EXPERIENCIAS DE FINANCIAMIENTO LOCAL POR EMISIÓN DE BONOS

A Antecedentes

En el presente capítulo se hace un breve resumen de la manera en que se ha dado la participación de las entidades federativas en el mercado de valores desde sus inicios y asimismo se analizan algunas de las diferentes experiencias que durante el periodo 1990-2001 han acumulado las entidades federativas (Guanajuato, Sonora, Sinaloa, Nuevo León y Morelos) en México al acudir a la emisión de bonos de deuda pública como fuente adicional de recursos. También se hace referencia a las experiencias que desde el siglo XIX en materia de emisión de bonos vivieron entidades federativas como Tamaulipas y San Luis Potosí, y en la década de los años cuarentas del siglo XX, el estado de Veracruz.

El porqué se seleccionaron las entidades antes mencionadas obedece, en primer lugar, a los resultados por ellas obtenidos al incursionar en la obtención de este tipo de financiamiento bursátil y, en segundo, a la disponibilidad de la información.

En el capítulo IV de este trabajo se menciona que la participación del gobierno federal dentro del mercado de valores tenía el propósito básico de lograr estabilización en la ejecución de su política monetaria, así como allegarse recursos para financiar su gasto público. Respecto a la participación de las entidades federativas en el mercado de valores, es pertinente recordar que ésta sólo se puede dar en el sentido de la obtención de recursos para financiar sus programas de inversión productiva, conforme a las bases que establezca la Legislatura local en una ley y por los conceptos y hasta por los montos que la misma fije anualmente en los respectivos presupuestos. Ahora bien, la participación de las entidades federativas en el mercado de valores en busca de recursos no es una tarea reciente (pues el antecedente más añejo se remonta al año de 1865 en el que conjuntamente los Estados Unidos de México y los estados de Tamaulipas y San Luis Potosí (véase anexo 3), emitieron bonos hipotecarios en

el mercado de Nueva York, mismos que fueron garantizados con “la Fe de Los Estados Unidos de México” y con las hipotecas con valor de 50 millones de dólares de las tierras de minerales en Tamaulipas y San Luis Potosí. De hecho, el uso de mecanismos y medios de financiamiento tradicionalmente se ha llevado a cabo dentro del sistema bancario y bursátil mexicano –salvo el caso citado anteriormente en el que federación y entidades federativas acudieron al mercado de valores de Nueva York-, pues existe prohibición expresa, de acuerdo con lo señalado en el artículo 117 constitucional para evitar que entidades federativas y municipios recurran a la contratación de deuda externa. Sirve de apoyo a lo antes mencionado el que a la fecha los gobiernos locales frecuentemente acuden tanto a la banca comercial nacional como a la banca de desarrollo, y en menor escala al mercado de valores en busca de recursos. Por lo que se refiere a la incursión de las entidades federativas en el mercado de valores, cabe recordar que en la Constitución federal se contempla la posibilidad de que los estados y municipios puedan emitir títulos de deuda pública local con tal de que los recursos así obtenidos se destinen a un proyecto productivo y no se adquiriera deuda con gobierno extranjeros. Aquí vale la pena formular la pregunta de investigación: ¿cuál es la experiencia y qué lecciones se pueden extraer del uso de la emisión de bonos de deuda pública por parte del nivel de gobierno subnacional en México? La respuesta a este interrogante, y a reserva de su confirmación al examinar en el presente capítulo con detenimiento los estudios de caso que al efecto se han seleccionado, se sintetiza de la siguiente manera: en los inicios de los mercados de valores en nuestro país y durante su evolución la mayor parte de las experiencias locales de financiamiento bursátil estuvo asociada básicamente a la infraestructura carretera y/o obras públicas de importancia regional, utilizándose con mayor frecuencia los instrumentos de deuda llamados Certificados de Participación Ordinarios Amortizables (CPO) y los Pagarés a Mediano Plazo. Dicha participación ha sido en forma dispersa y esporádica. Dispersa en cuanto a que no ha existido una cultura local de financiamiento bursátil y en lo individual cada entidad federativa ha participado en el mercado de valores cuando las circunstancias lo favorecían y ante necesidades insoslayables y específicas de ejecución de obra pública. Para ello se recurrió a la constitución de fideicomisos a

través de los cuales y por conducto de la fiduciaria llevar a cabo la emisión de CPO y/o Pagarés de Mediano Plazo y su colocación respectiva en el mercado de valores con el mismo propósito de consecución de recursos para inversión pública.

De ahí que deba tomarse en cuenta que en ese medio bursátil los gobiernos locales enfrentan la competencia por capturar la preferencia de los inversionistas, por lo que es de trascendental importancia la imagen (calificación de deuda -véase anexo 5-) de los gobiernos locales en cuanto al manejo de sus finanzas públicas, lo que sería el equivalente a la "posición crediticia" de las empresas privadas, así como también lo es el tipo de rendimiento que puedan ofrecer a los inversionistas. Por ello que se deberá tener especial cuidado en la selección del tipo de instrumento a emitir y con el cual se competirá en el mercado bursátil.

Al efecto, es pertinente recordar que al acudir al mercado de valores a través de la figura del fideicomiso (Sonora, Guanajuato, Nuevo León, Morelos y Sinaloa) o en forma directa (caso Veracruz, 1945), las entidades federativas, como todo promotor en búsqueda de recursos lo hace, deben cumplir con una serie de requisitos principalmente en cuanto a su situación financiera se refiere de gran certidumbre y precisión, con el objeto de generar en el público inversionista potencial, seguridad en la adquisición de valores, pues no se puede soslayar el hecho de que la participación de las entidades federativas en el mercado de valores se da en conjunción al gobierno federal y el sector privado.

En este sentido, si bien se considera acertada la normatividad aplicable en materia bursátil a los sujetos que participan en el mercado de valores, sea como buscadores de recursos o como poseedores de los mismos, tratándose del ente público (entidades federativas) no debe ser tratado de igual forma que a un particular, pues a diferencia de éste último, el ente público tiene preeminencia, es decir, siempre tendrá la posibilidad de allegarse recursos en virtud de su poder de imperio o, en última instancia, por la explotación de sus bienes patrimoniales y por su capacidad de endeudamiento, de manera tal que siempre podrá enfrentar

cualquier imprevisto de carácter económico, a diferencia del ente privado, cuya única seguridad que puede ostentar es la de su mortalidad. En este sentido, se vale considerar como una de las posibles causas de la eventual participación de las entidades federativas en el mercado bursátil la ausencia de legislación relativa a la emisión de bonos para el desarrollo estatal. Dado lo anterior, se les aplica a las entidades federativas que llegan a participar en el mercado de valores la misma normatividad que para la emisión de valores rige para la iniciativa privada, sin tomar en cuenta la diferencia que existe en el hecho de que el emisor sea el ente público o el ente privado.

A continuación y a reserva de retomar en el capítulo VI el punto relacionado con la ausencia en nuestro país de legislación bursátil para la emisión de bonos de desarrollo local, se revisará las experiencias locales bursátiles que tuvieron lugar durante la última década del siglo que acaba de concluir comenzando por la del caso de Guanajuato.

1 - CASO GUANAJUATO

En este apartado se hace referencia a la experiencia del estado de Guanajuato en materia de bursatilización de los derechos por uso de Carreteras y Puentes Estatales de Cuota de la Carretera Guanajuato-Silao, a través de la emisión de valores a largo plazo mediante la colocación de Certificados de Participación Ordinaria en el mercado de valores de México en el año de 1997

Al efecto cabe mencionar que la Cámara de Diputados del Estado de Guanajuato aprobó en 1996 la Ley de Deuda Pública para el Estado y los Municipios de Guanajuato. Dicha Ley (que vino a sustituir a la del mismo nombre de 1982) se puede considerar como una de las más avanzadas, pues incorpora los requisitos para la obtención de empréstitos y financiamientos por parte del estado y de los municipios, así como también regula los procedimientos tanto administrativos como legislativos que habrán de realizarse para su concertación y registro, los órganos encargados de la contratación, el programa y manejo de la deuda pública y la vigilancia de las operaciones de endeudamiento

Con base en esa nueva Ley, el Gobierno de Guanajuato solicitó y obtuvo recursos para la construcción de un nuevo acceso a la ciudad de Guanajuato (carretera Guanajuato-Silao), con la salvedad de que la fuente de repago de dicho financiamiento sería generada por el propio proyecto de inversión (riesgo proyecto) y no entrarían como garantía del financiamiento las participaciones que en ingresos federales le corresponden al estado como tradicionalmente se maneja en la contratación de créditos

a) Historia. Ante la imperiosa necesidad de contar con un acceso que permitiera un flujo vehicular seguro, continuo, ágil y durante todas las épocas del año a la ciudad de Guanajuato en beneficio de los habitantes de la ciudad, así como, de sus visitantes y la problemática de allegarse recursos para financiar la obra calculada aproximadamente en 35 millones de pesos más un pasivo de 40 millones de pesos del organismo operador descentralizado del Gobierno del

Estado "Carreteras y Puentes Estatales de Cuota de Guanajuato" por concepto de contratación de un crédito para la ejecución de diversas obras en la citada autopista, el Gobierno a través de su Secretaría de Planeación y Finanzas se dio a la tarea de buscar recursos a largo plazo necesarios para el financiamiento de la obra

Una vez hecho el análisis de las diferentes formas de financiamiento a los que podía acudir la Secretaría de Planeación y Finanzas, se decidió por la de la "bursatilización de los derechos por uso de carreteras y puentes estatales de cuota futuros de la autopista Guanajuato – Silao, con el propósito de lograr recursos líquidos y, en el momento, con condiciones de tasa y plazo más acordes a las necesidades del Gobierno del Estado" ¹⁵⁸

Basados en las premisas de un crecimiento anual mínimo de los aforos vehiculares de un 4%, así como la de actualización de los derechos por uso de carreteras y puentes estatales de cuota de Guanajuato, con base en la inflación, se propuso la emisión de los Certificados de Participación Ordinarios (CPO)

Una vez determinada la viabilidad del proyecto y tomando en cuenta las opiniones de las Autoridades hacendarías y financieras federales, así como de instituciones privadas financieras, se delimitaron las particularidades técnicas del instrumento de deuda (CPO), se siguieron los trámites formales correspondientes hasta llegar a obtener la autorización jurídica para su implementación

Los beneficios¹⁵⁹ que la adopción de la forma de financiamiento antes mencionada le representaba al Gobierno del Estado de Guanajuato eran los siguientes:

¹⁵⁸ José Luis Romero Hicks. *Bursatilización de los Derechos por Uso de Carreteras y Puentes Estatales de Cuota de la Carretera Guanajuato – Silao* Indetec Número 112 1998 p 120

¹⁵⁹ *Ibid* p 120

- Liquidez anticipada para utilizar en otros proyectos prioritarios, sin necesidad de distraer recursos presupuestales, ya que se trata de un proyecto autofinanciable.
- Apertura hacia el mercado bursátil Mexicano de renta fija, el cual representa una fuente importante de recursos a plazo.
- El proyecto no presiona la capacidad de endeudamiento del Gobierno del Estado, en virtud de que la operación no se encuentra garantizada con participaciones, que en ingresos federales le corresponden al estado.

b) Del diseño del instrumento de deuda pública CPO y su bursatilización

1. Se crea un fideicomiso de administración y garantía con vigencia equivalente al plazo de la emisión
2. En el acto constitutivo del fideicomiso de administración se señalan los bienes fideicomitidos (en el caso que nos ocupa), los derechos de cobro que se obtengan por el uso de Carreteras y Puentes Estatales de cuota de la Autopista Guanajuato–Silao, así como los recursos derivados de cobros, créditos, rendimientos y demás recursos que se integren al Fideicomiso para el cumplimiento de sus fines.

La ingeniería financiera de la emisión fue realizada en forma conjunta por IXE Casa de Bolsa, S.A. de C.V., IXE Grupo Financiero y por la Dirección General Financiera de la Secretaría de Planeación y Finanzas.

3. Las principales características de la emisión pueden consultarse en el artículo de José Luis Romero Hicks precitado, páginas 125 y 126.

Autorizaciones e inscripción en el Registro Estatal de Deuda Pública

Esta emisión de CPO fue autorizada por el consejo directivo del organismo público descentralizado "Carreteras y Puentes Estatales de Cuota de Guanajuato", en su tetragésima sesión del 29 de julio de 1997. Asimismo, este endeudamiento fue

aprobado por el H Congreso del Estado de Guanajuato en Decreto N° 393 de fecha 10 de agosto de 1997, el cual fue publicado en el Periódico Oficial del Estado del 2 de septiembre 1997

Con el objeto de evaluar el riesgo-proyecto, se decidió que la emisión fuera evaluada por una empresa calificadoras de riesgos Para tal efecto se designó a Duff & Phelps de México, S A de C V., compañía que determinó dar una calificación de MAA Esta calificación nos indica que se trata de una emisión con alta calidad crediticia Los factores de protección son fuertes El riesgo es modesto, pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas

Dictamen pericial: Con fecha 11 de diciembre de 1997, Nacional Financiera, S N C., emitió su dictamen pericial

Posibles adquirentes: Los CPO preferentes podrán ser adquiridos por:

- a) Personas físicas y morales de nacionalidad mexicana
- b) Instituciones y sociedades mutualistas de seguros o instituciones de fianzas
- c) Fondos de pensiones o jubilaciones de personal de primas de antigüedad
- d) Sociedades de inversión, conforme a la legislación que las rige.
- e) Almacenes generales de depósito, arrendadoras financieras, uniones de crédito y empresas de factoraje financiero

Depositario: S D. Indeval S A de C V, Institución para el Depósito de Valores

Lugar de pago de intereses y principal: Las amortizaciones del principal a su valor nominal y al pago de sus rendimientos de los CPO Preferentes se verificará en el domicilio de S D. Indeval, S A de C V, Institución para el depósito de valores

Representante común: CBI Casa de Bolsa, S A de C V., Ixe Grupo Financiero

Intermediario colocador: Ixe Casa de Bolsa, S A de C V., Ixe Grupo Financiero

Los títulos objeto de la emisión se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios, los cuales fueron cotizados en la Bolsa Mexicana de Valores S.A. de C.V. Asimismo, la emisión y oferta pública de Certificados de Participación Ordinarios Amortizables Preferentes fue autorizada por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores

Por último, al prospecto de emisión se debe anexar un resumen del proyecto al cual se le aplicarán los recursos producto de la colocación de los certificados. Esta información deberá estar presentada de manera que otorgue al inversionista la información suficiente para que evalúe las perspectivas y la viabilidad económica del proyecto respectivo.

De la descripción y características de los CPO emitidos con motivo de la construcción del "Acceso a la carretera Guanajuato—Silao" mencionado tenemos lo siguiente:

- A partir de 1996 fecha en que entró en vigor la nueva Ley de Deuda Pública del Estado de Guanajuato, se seleccionó a la figura de los Certificados de Participación Ordinaria como instrumento financiero a través del cual allegarse recursos frescos para financiar un proyecto productivo.
- Los CPO forman parte del mercado de capitales, ya que se busca financiamiento a largo plazo.
- A este instrumento financiero se le asocia con la constitución de un fideicomiso con vigencia equivalente al plazo de la emisión, lo que dará seguridad al público inversionista.
- Se acude a una institución financiera (en el caso que nos ocupa: Nacional Financiera, S.N.C.) autorizada en los términos de la ley respectiva para practicar operaciones fiduciarias que emitirá los CPO, los cuales se constituyen en títulos de crédito que representan un crédito colectivo a cargo del fideicomiso constituido, cuyo patrimonio fideicomitado se conforma con "las futuras cuentas por cobrar de los derechos por uso de Carreteras y Puentes

Estatales de Cuota, así como los recursos derivados de cobros, rendimientos y demás recursos que se integren al Fideicomiso para el cumplimiento de sus fines.

c) Colocación de los CPO en el mercado de valores

- Una vez emitidos, los CPO se distribuyen entre el gran público inversionista en el mercado bursátil, mediante un agente financiero (IXE Casa de Bolsa)¹⁶⁰
- Los recursos que le proporcionan al agente financiero los inversionistas se depositan en la institución fiduciaria emisora, la que a su vez le entrega los recursos al organismo descentralizado Carreteras y Puentes Estatales de Cuota, el que, a su vez, cede los derechos de cobro presentes y futuros al fideicomiso constituido en la Institución Fiduciaria Nacional Financiera S.N.C.
- El plazo de la emisión es a 10 años y la amortización de las series empieza su vencimiento semestral a partir del mes de junio de 2003 y hasta el mes de diciembre del 2007.
- El pago trimestral del rendimiento estipulado se liquidará contra entrega del cupón correspondiente el día 18, o si fuera inhábil, el siguiente día hábil de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año, a partir del mes de su colocación.
- El representante común de los tenedores de CPO es C.B.I. Casa de Bolsa Intermediaria S A de C.V; CBI Grupo Financiero.

Ahora bien, según el informe de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Supervisión de Mercados, Dirección de Vigilancia de Emisiones sobre los Certificados de Participación en circulación al 30 de abril del 2002,¹⁶¹ la emisión de los CPO GTO-SIL97 destinados a proyectos carreteros está

¹⁶⁰ Previo registro en Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Para solicitar la inscripción, se deberá proporcionar la siguiente información general de la sociedad emisora a) Denominación social, b) Testimonio notarial o copia certificada notarialmente de la escritura constitutiva y reformas estatutarias, con datos de inscripción en el Registro Público de Comercio, c) Actividad principal o giro de la empresa, d) Domicilio social e) dirección de las oficinas principales f) Nombre de los miembros del consejo de administración g) Capital social, h) Últimos estados financieros dictaminados previamente a la fecha de solicitud i) Principales funcionarios j) Otras empresas con las que la emisora forma un mismo grupo, k) Principales marcas l) Finalmente se debe anexar el nombre de la casa de bolsa encargada de la colocación de los títulos.

¹⁶¹ Véase Anexo 2

catalogada como emisión sin problemas. La declaración anterior es justificable toda vez que el plazo de amortización de los certificados señalados, aunque es a cuatro años la amortización de la series respectivas empezarán su vencimiento a partir del año 2003 y hasta el 2007 Y de conformidad con la ingeniería de diseño del título multicitado técnicamente no deberá haber problemas en el pago correspondiente a capital e intereses tomando en cuenta que al Fideicomiso de Garantía se le cedieron los derechos de cobro presente y futuros por el uso de la carretera de Guanajuato-Vía Silao.

En nuestro siguiente apartado se analizará el caso Sonora y su incursión en la emisión de bonos así como los casos Nuevo León y Sinaloa y, posteriormente se hará el comentario que se considera resulta aplicable a todas las entidades que desde los años noventa a la fecha han incursionado en el mercado de valores para allegarse recursos.

2 -Caso Sonora

Al igual que la mayoría de las entidades federativas en México, el Estado de Sonora, hasta antes de 1995, no contaba con una Ley de Deuda Pública Estatal, por lo que toda operación relacionada con la contratación de empréstitos se hacía a través de disposiciones que sobre deuda pública se encontraban dispersas en una diversidad de ordenamientos legales desde las propias Constituciones Políticas Federal y Estatal, en la Ley Orgánica del Poder Ejecutivo, Ley de Presupuesto Contabilidad y Gasto Público, Ley de Hacienda, Ley de Ingresos, Presupuesto de Egresos, Reglamento del artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal, así como en los Decretos de la Cámara de Diputados Local mediante los cuales autorizan al Ejecutivo a contratar y gestionar empréstitos

a) Primera experiencia

En estos términos, el 6 de mayo de 1991 se publicó en el *Boletín Oficial del Gobierno del Estado de Sonora* el Decreto No 100 que autoriza al "Fideicomiso Programa Especial de Hermosillo"¹⁶² para que gestione y contrate un crédito con el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S N C. (BANOBRAS) y al Gobierno del Estado una línea de crédito contingente y revolvente para la recuperación que por el otorgamiento de su aval deberá recibir esta Institución

De los 7 artículos y un transitorio que contempla el Decreto Número 100 precitado nos interesa destacar parte del contenido de los artículos 2º,3º,4º ,5º, en los que se señala que el importe del citado crédito será destinado por el Fideicomiso acreditado a cubrir el *costo de terminación de las obras de construcción de la presa "El Molinito" y canalización del Río Sonora a su paso por la ciudad de Hermosillo*; que el referido crédito será ejercido en una sola disposición . y como fuente de pago de ese financiamiento se convendrá en la aplicación del producto de venta en el Mercado Bursátil, de los valores que al respecto sean emitidos por el Fideicomiso Programa Especial de Hermosillo o por otro Fideicomiso que al efecto constituya el Ejecutivo del Estado. Asimismo se faculta al Fideicomiso para que *emita o contrate* la emisión de los valores

¹⁶² Creado mediante decreto publicado en el Boletín oficial del 25 de octubre de 1990

bursátiles a que se refiere el artículo precedente y para que gestione y contrate con el Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos S N C , como Institución de Banco de Desarrollo, un crédito por aval por la suma de ochenta mil millones de pesos a fin de que esa Institución Bancaria suscriba como avalista los mencionados valores. El plazo de amortización de estos valores bursátiles será de 4 años

Del análisis del contenido de los artículos antes mencionados se desprende que a fin de financiar un proyecto de Obra Pública (Presa El Molinito y Canalización del Río Sonora) se autoriza al Fideicomiso previamente constituido (Programa Especial de Hermosillo) para que gestione y contrate con BANOBRAS un crédito (80 mil millones de pesos) Para el pago de ese financiamiento se aplicará el producto de venta en el Mercado Bursátil de los Valores "emitidos por otro o por el precitado Fideicomiso" quien a su vez deberá gestionar y contratar con BANOBRAS un crédito por aval (80 mil millones de pesos) de los mencionados valores cuyo plazo de amortización sea de 4 años (largo plazo).

Por otra parte, en ninguno de los artículos del decreto en mención se precisa la clase o tipo de valores que "emitirá el Fideicomiso Programa Especial de Hermosillo", pero si se especifica que la recuperación de las cantidades que deba cubrir BANOBRAS por concepto del aval precitado será garantizado por el gobierno de esta Entidad Federativa por conducto del Ejecutivo del Estado, mediante una línea de crédito contingente y revolvente que por la cantidad de dieciséis mil millones de pesos (1/5 parte del crédito original) e igual tasa de interés se gestione y obtenga el propio BANCO, con la responsiva y el apoyo de la afectación de las participaciones que en ingresos federales corresponden al Gobierno del Estado

Lo anterior nos indica en primer lugar que en forma inadecuada en el decreto en mención se señala que se faculta al Fideicomiso Programa Especial de Hermosillo o a otro fideicomiso para emitir valores, cuando es sabido que son las instituciones de crédito autorizadas en los términos de la ley respectiva para

practicar operaciones fiduciarias las que pueden emitir (a petición del fideicomitente) títulos de crédito como lo son los certificados de participación ordinarios (CPO) Estos instrumentos forman parte del mercado de capitales y la experiencia nos indica que hasta ahora son los de mayor uso por parte de las autoridades locales, ocupando el primer lugar de importancia seguido por los Pagarés a Mediano Plazo y aunque en el decreto que nos ocupa no se precisa el tipo de instrumento a emitirse, el transcurso del tiempo nos muestra que se trataba de la figura de los CPO,¹⁶³ que en la práctica nunca se colocaron entre el gran público inversionista quizás debido a que no obstante su inscripción previa en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, no se llevó a cabo la inscripción definitiva, evaluando quizás las autoridades financieras locales en turno que era más conveniente en el caso particular seguir con el esquema de financiamiento crediticio tradicional¹⁶⁴ otorgado por la Banca de Desarrollo (BANOBRAS), dejando para el futuro la posibilidad de recurrir al financiamiento del mercado de valores

En segundo lugar, es de llamar la atención el que mediante decreto publicado en el *Boletín Oficial del Gobierno del Estado de Sonora* de fecha 24 de junio de 1991, No. 50, sección I (ocho meses después de la creación del Primer Fideicomiso Programa Especial Hermosillo) se autoriza la creación de un fideicomiso público denominado "Fideicomiso Programa Especial de Hermosillo", mismo que según lo señalado en el artículo primero transitorio del ordenamiento en mención viene a derogar el "Decreto que Autorizó la Creación del Fideicomiso Público denominado Fideicomiso Programa Especial de Hermosillo", publicado en el *Boletín Oficial del Gobierno del Estado* correspondiente al jueves 25 de octubre de 1990

Así, en el propio artículo 2º, donde se precisa el objeto del fideicomiso, se repite el mismo objeto del anterior fideicomiso, excepto la última parte (que se suprime) y que señalaba también como objeto "cumplir con las obligaciones constituidas por el pago de afectaciones y construcción de las obras"

¹⁶³ Los que curiosamente se ofertaron públicamente al darse a conocer el prospecto de emisión de CPO S en algunos periódicos de circulación Nacional como el periódico "El Financiero" de fecha de 12 de septiembre de 1991

Asimismo, en el quinto párrafo del Considerando del citado nuevo decreto se menciona que la ejecución de las obras del Programa se realizará con financiamiento de instituciones bancarias, aportaciones previstas en el presupuesto del Gobierno Estatal y aquellos recursos que se obtengan por la comercialización. No se hace mención en ningún momento a la posibilidad de acudir al mercado de valores para obtener financiamiento.

b) Obstáculos para la colocación de los títulos valor

¿Cuál fue la circunstancia clave para que las autoridades financieras estatales desistieran del intento de colocación de valores (CPO) en el mercado bursátil, no obstante haber iniciado los trámites de inscripción de dichos instrumentos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios?

Una parte de la posible respuesta consideramos apunta hacia el hecho de haberse planteado incorrectamente la forma de acudir al mercado de valores, ya que teniendo frente a sí el reto de ejecución de un proyecto de inversión productiva (riesgo proyecto) no se hicieron a nuestro juicio los estudios técnicos necesarios que demostraran que el propio proyecto de inversión (construcción de la presa, urbanización de los terrenos ganados en la canalización del río Sonora a su paso por la ciudad de Hermosillo, venta y/o renta de inmuebles al municipio, federación y particulares, explotación de áreas de estacionamiento, etc.), generaría la fuente de repago del financiamiento por emisión de títulos valor (CPO) y su bursatilización en el mercado de valores).

Una segunda parte de la posible respuesta se dirige hacia la gran cantidad de requisitos, su complejidad técnica y elevado costo de elaboración para poder emitir valores, así como el tiempo transcurrido entre el momento en el que ingresa la solicitud para su inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y el momento de su autorización (hasta seis meses, dependiendo de si se cubre o no los requisitos necesarios—Ver Título Segundo del Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores S A de C V.¹⁶⁵ a juicio de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores).

¹⁶⁴ En el que además de destinar líneas de Crédito Contingentes como garantía de pago se afectan también las participaciones que en ingresos Federales correspondan al Gobierno del Estado.

¹⁶⁵ Para mayor información al respecto se puede consultar dicho reglamento en el trabajo elaborado por el Instituto Mexicano de Capitales bajo el nombre de "Operación del Mercado de Valores en México"

Al efecto, cabe añadir que tradicionalmente los estados y municipios en México han manejado la información financiera y en algunos caso técnica con un celo excesivo y con cierto carácter patrimonial. evitando transmitir información actualizada, por lo que definitivamente la reticencia a entregar información clara y precisa a la opinión pública es una de las razones por las cuales se evita acudir a los mercados de capital, que son exigentes en cuanto a conocer información primordial de los proyectos a financiar y de la situación financiera de los estados y municipios. Afortunadamente esta resistencia es cada vez menor, como consecuencia de la fiscalización de los poderes legislativos y de la opinión pública. Indudablemente que lo anterior influyó en los caso fallidos de Sonora en la emisión de bonos.

Refuerza las afirmaciones anteriores el que no obstante que el certificado de participación (CPO) como título de inversión y su fideicomiso base son instrumentos clave que tanto al sector público como al privado brindan seguridad y la oportunidad de movilizar bienes; mientras no se simplifiquen los trámites a seguir ante las instituciones encargadas de promover al mercado de valores, y en tanto nuestras autoridades financieras locales no se vean forzadas a eliminar, más que a disminuir, sus limitaciones técnicas y de transparencia en el manejo de las finanzas a su cargo, la incursión en el mercado de valores (donde técnicamente invertir resulta ser estimulante en la medida en que a la incidencia de riesgo se suma la expectativa de ganancia) continuará siendo como hasta ahora una fuente de recursos subutilizada por quienes, teniendo el compromiso más que la opción, de hacer más con menos recursos, posponen el momento de la multiplicación de operaciones de inversión en nuestro medio y el de la transferencia de recursos atesorados a los renglones de producción.

c) Segunda experiencia

En el caso que nos ocupa, es oportuno referirnos al segundo intento por incursionar en el mercado de valores de las autoridades hacendarias a través de la figura del Pagaré a Mediano Plazo. Lo anterior se dio cuando en 1992, con motivo de una oferta pública, por la cantidad de cuatrocientos mil millones de pesos con plazo de vigencia –intermedia- de cuatrocientos cincuenta y cinco días (cinco trimestres) con aval de BANOBRAS y de un Banco Comercial, se creó al efecto la sociedad anónima denominada “Río Sonora S A de C V.”, empresa que emitiría los títulos y los garantizaría con el patrimonio del Fideicomiso “Progreso, Promotor del Desarrollo Urbano”, responsable del proyecto, Río Sonora, Hermosillo Siglo XXI

Una vez cubierto, en la forma mencionada en el párrafo anterior todos y cada uno de los requisitos que conforme a lo dispuesto en el artículo 170 de la Ley de Títulos y Operaciones de Crédito el pagaré debe contener, así como lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores en su artículo 74, se llevó a cabo la emisión del título valor citado. En el plazo convenido, (tres años) se amortizó en su totalidad, solicitándose la cancelación del registro de dicho documento a la Comisión Nacional de Valores (28 de febrero de 1994 –véase anexo 2-) al no existir adeudo alguno por parte de la emisora Río Sonora S A. de C. V.

d) Tercera experiencia

En otra acción, realizada por el gobierno de Sonora por allegarse recursos, nuevamente incursiona en el mercado de valores, y ello se dio con motivo de la concesión a ese estado otorgada por el gobierno federal por un periodo de veinte años para explotar y mantener los tramos de Estación Don-Navojoa-Cd Obregón-Empalme-Hermosillo-Magdalena-, así como los libramientos a las ciudades de Guaymas y Magdalena. En dicha concesión (notificada el 23 de noviembre de 1993) se autoriza al estado a afectar los derechos a través de un fideicomiso.

Con anterioridad al otorgamiento de la concesión se emitieron los siguientes decretos por la H. Cámara de Diputados local:

CUADRO 32
DECRETOS QUE AUTORIZAN AL GOBIERNO DEL ESTADO DE SONORA
PARA CONTRATAR CREDITOS

13 de julio de 1993	01 de julio de 1994	Septiembre de 1994
Decreto Número 185	Decreto Número 254	Decreto Número 282
Autoriza crédito	Autoriza crédito	Autoriza sustitución del
Por 800 millones	Por 550 millones	Decreto Número 254
De nuevos pesos a 10	De nuevos pesos	Con crédito por 525
años	Con aval al 100%*	millones de nuevos pesos a
Con aval al 100%*		13 años con aval al 100%*
		(operación que no se
		consumó)
Creación Fideicomiso		Creación Fideicomiso
Estación Don- Magdalena		Hermosillo – Nogales

* Aval al 100% significa con afectación de las participaciones que en ingresos federales corresponden al Estado y /con garantía de los derechos de cobro de las cuotas de peaje (decreto 185 y 282) –Decreto Número 254 no se incluye esta última garantía por tratarse de un crédito simple

La situación anteriormente descrita se propuso modificarla de la siguiente manera:

Decreto que cancela los No. 185,254, 282, y que autoriza un nuevo crédito por 1250 millones de nuevos pesos y aval de 14 40 %¹⁶⁶

Creación de un fideicomiso de administración y garantía Estación Don—Nogales, eliminación del Fideicomiso Estación Don—Guaymas y Fideicomiso Hermosillo—Nogales.

Patrimonio del Fideicomiso Estación Don-Nogales:

- Derechos derivados de la explotación de los tramos concesionados
- Cantidades producto de la cobranza de las 6 casetas de peaje

¹⁶⁶ Aval 14 40% garantía adicional para el servicio de la deuda en forma de aportaciones contingentes hasta 180 millones de nuevos pesos

- Aportaciones contingentes del Gobierno del Estado con afectación de sus participaciones Hermosillo—Nogales en ingresos federales

Con base en tal fideicomiso se emitieron CPO¹⁶⁷ por un monto de 1250 millones de nuevos pesos a catorce años con garantía por el 14.40% (180 millones de nuevos pesos), amortizaciones semestrales vencidas, pago de intereses (trimestral con cálculo mensual)

Las diferencias básicas entre la situación prevaleciente y la propuesta de modificación anteriormente reseñadas se presentaba en el *tipo de operación* a realizarse: (en el primer caso la forma tradicional de contratación de crédito ante la Banca de Desarrollo y en el segundo financiamiento por emisión de deuda—riesgo proyecto-), en el *plazo de amortización*: Segundo caso a catorce años en tanto que en el crédito solo se contaba con un plazo de 10 años; en la *garantía*: en el crédito contratado era del 100 % en tanto que el de financiamiento por deuda solo ascendía al 14.40%, en cuanto al *intermediario operador* en el caso del crédito lo fue la propia Banca (en este caso Banca de Desarrollo) y en el financiamiento por emisión de deuda lo sería una casa de Bolsa

Por otra parte se consideró la *transmisión de los derechos fideicomitidos* en el sentido de solicitar al comité técnico como órgano supremo de cada uno de los fideicomisos involucrados en el proceso de transformación, que instruya a su respectivo fiduciario para que “remita” los fondos al nuevo tercer fideicomiso a fin de satisfacer los compromisos de los créditos contratados por los anteriores y consecuentemente lograr la extinción de las obligaciones de los acreditados ante los bancos respectivos y, por ende, la realidad de su subsecuente liquidación.

¹⁶⁷ Para amortizar pasivos a menor plazo contratados para llevar a cabo inversiones públicas productivas dentro del Estado.

Por último, como expectativas del proceso de transformación de operaciones antes descrito se destaca lo siguiente:

- Proyección financiera:
- Aforo vehicular inicial: 15 600 v/día
 - Con crecimiento del 4% anual
 - Con incremento del 3 % los 2 primeros años
 - Con incremento del 2.5% para los restantes
- Ingresos a considerar en las 6 casetas de la carretera concesionada.

No se considera el incremento por actividad comercial derivada del TLC ni la apertura de un nuevo valle agrícola entre los límites de Sonora y Sinaloa, ni la apertura del Megaproyecto Turístico Guaymas—San Carlos, todo lo cual ayudaría a que los ingresos superen lo estimado, “lo cual se empleará para crear un fondo en el propio Fideicomiso” que serviría para limitar o reducir la eventual contingencia de la Garantía del Estado.

La descripción de la tercera experiencia de acceder al mercado de valores por parte del Gobierno del Estado de Sonora nos deja claro que la realidad actual de las haciendas publicas locales no fue contemplada al realizarse dentro de la economía nacional cambios estructurales (a finales de los ochentas y durante los primeros años de los noventas), que incluyen las reformas fiscales , la apertura comercial , la reforma al sistema financiero , la privatización de empresas de propiedad estatal , renegociación de la deuda externa , la autonomía otorgada al Banco de México (20 agosto 1993), entre otras .

Dentro de los objetivos que se persigue alcanzar en materia de política económica nacional, uno de los principales es el equilibrio de las finanzas públicas, lo cual implica que los recursos a erogar se sujeten a las posibilidades reales de obtención de ingresos . Las finanzas locales (entidades federativas y municipios) a su vez deberán hacer suya esta política en la elaboración de los propios presupuestos de egresos, lo cual ciertamente no es tarea fácil cuando se

tiene no sólo el compromiso, si no la obligación legal de hacer frente a las necesidades que demanda el crecimiento urbano

Tema aparte es debatir sobre las bondades o no de continuar bajo el actual Sistema Nacional de Coordinación Fiscal, pero para el propósito de esta investigación baste señalar lo que en diferentes obras y distintos foros se ha manifestado: "... los gobiernos locales deben fortalecer sus finanzas. De poco sirve que se descentralicen las funciones si no se transfieren, igualmente, los recursos necesarios para asumirlas. Ello no elimina, por supuesto, la necesidad de que los propios gobiernos locales creen nuevas e imaginativas formas de financiamiento del desarrollo local, de manera directa o asociados con el sector privado",¹⁶⁸ que les ayuden a cumplir con sus atribuciones, pues no se avizora cercano el día de la materialización del fortalecimiento del federalismo a través de la descentralización no sólo de recursos, sino también de facultades de decisión del poder público y de la autoridad. Y mientras tanto en la práctica del ejercicio del poder se demanda la simplificación de trámites administrativos, así como procedimientos transparentes y sencillos de seguir que puedan aportarles el beneficio que las mismas leyes y sus reglamentos a través de las instituciones parecen ofrecer

En este contexto, la alternativa de apoyo financiero que a las autoridades locales ofrece la emisión de instrumentos de deuda pública en el mercado de valores continuará siendo inalcanzable para muchos de los gobiernos locales. Aun cuando el antecedente más remoto que encontramos de la participación de las autoridades encargadas del manejo de las finanzas locales en el mercado de valores data del año de 1865,¹⁶⁹ durante el transcurso del siglo que acabamos de dejar atrás, las experiencias de las autoridades locales en el medio bursátil han sido relativamente pocas, dispersas y esporádicas, principalmente relacionadas

¹⁶⁸ Manuel Gutiérrez Vidal y Sarah Martínez Pellegrini "El Papel de los Gobiernos Locales en el Desarrollo Regional". 1994. p 113

¹⁶⁹ Véase Anexo 3 : Bonos Hipotecarios emitidos conjuntamente por el gobierno de los estados de Tamaulipas y San Luis Potosí

con proyectos carreteros y diversas obras públicas que incluyen agua potable, drenaje y alumbrado¹⁷⁰.

No es excepción tan escasa participación en el mercado bursátil en los tiempos actuales o más bien durante la década de reforma al Sistema Financiero Nacional, pues además los títulos de deuda emitidos por los gobiernos locales ingresan a un mercado financiero competitivo; lo que significa que los inversionistas que potencialmente pueden adquirirlos ponderan su rendimiento, liquidez y riesgo con los otros instrumentos disponibles (bonos federales, acciones, papeles comerciales etc.). Lo anterior obliga, por lo menos teóricamente, a que los rendimientos de los bonos emitidos por los gobiernos locales sean lo bastante considerables como para ser atractivos para los inversionistas privados, lo cual significa aumento en los costos financieros de la deuda local. No obstante, existen otras formas en que es posible aumentar el atractivo de los bonos locales en el mercado (sin aumentar los costos financieros), como son estímulos fiscales a través de la exención de ciertos impuestos que les son aplicables o el otorgamiento de garantías sobre sus rendimientos.

¹⁷⁰ Véase Anexo 4 : Convenio sobre deudas viejas federales y estatales del 30 de Septiembre de 1950 3 de julio de 1950 (Tamaulipas 1903,1907.Sinaloa 1907, Veracruz 1907,1927) Boletín Oficial de la Bolsa de Valores de México S.A. para la publicación de sus cotizaciones de 11 de Julio de 1953. Diario Oficial de la Federación 31 de diciembre de 1945 p.23 (Decreto que dispone se avale la emisión de bonos que hará e l gobierno del estado de Veracruz) Acta N° 475, de la Comisión Nacional de Valores de 7 de Junio de 1965 p. 10 y 11 Bonos de Cooperación Federal con los estados Actas N° 63 186 179

3 - Caso Nuevo León

A continuación describiremos la forma en que los gobiernos de los estados de Nuevo León y Sinaloa acudieron al mercado de valores en el pasado reciente (1991 - 1993) para allegarse recursos adicionales

Primeramente se refiere la experiencia del gobierno del Estado de Nuevo León en la búsqueda dentro del mercado de valores nacional de recursos frescos para la ejecución de obras públicas, carreteras, efectuando para tal efecto el 30 de noviembre de 1992 –previa autorización del Registro Nacional de Valores e Intermediarios – la oferta pública de 360 millones de nuevos pesos a través de la emisión de instrumentos financieros denominados Certificados de Participación Ordinarios Amortizables “VIPESA 92” los cuales fueron avalados por el Fideicomiso de Administración número 144/92 en base a los derechos de cobro de los peajes y servicios conexos que resulten de la explotación del primer tramo del Periférico del Área Metropolitana de Monterrey. El respaldo de dichos certificados son los ingresos que generará el cobro de cuotas carreteras.

De lo anterior podemos colegir que el gobierno del estado de Nuevo León utilizó como alternativa financiera para la ejecución de proyecto carretero al CPO, pues sus necesidades específicas de financiamiento no eran superables en el plazo intermedio, aunado a la circunstancia de que los recursos para el pago del financiamiento obtenido los generaría el propio “proyecto carretero” a ejecutar (riesgo–proyecto) mediante el cobro de cuotas por su utilización o uso de parte de la comunidad. En los términos anteriores se puede afirmar que la incursión en el mercado de valores del estado de Nuevo León fue exitosa, pues se efectuó su colocación en el mercado de valores en los términos que las leyes de la materia al efecto exigen para la emisión, registro y autorización respectiva. Estos títulos valor no fueron amortizados en su totalidad en el plazo inicialmente convenido según datos proporcionados por la Bolsa Mexicana de Valores en virtud de que:

EL 4 de octubre de 1994 el Gobierno del Estado de Nuevo León amplió la vigencia del Título de concesión para la explotación y mantenimiento del periférico por un plazo de treinta años

El 19 de octubre de 1994 el Comité Técnico del Fideicomiso de Administración número 730/91, celebró una sesión en la cual se acordó, entre otros, realizar las modificaciones pertinentes al Contrato de Fideicomiso Irrevocable de Administración número 144/92, a fin de reestructurar los adeudos de dicho Fideicomiso.

El 18 de octubre de 1994 se celebró la Asamblea de tenedores de la emisión de certificados de participación ordinarios amortizables de Viductos de Peaje, S.A de C.V "VIPESA 92", en el cual se ratificaron diversos acuerdos y se tomaron nuevos como son los siguientes:

- a) Autorizar la compra-venta de los certificados de participación ordinarios amortizables de Viductos de Peaje, S.A de C.V "VIPESA 92" por los certificados de participación ordinarios amortizables de Viductos de Peaje, S.A de C.V "VIPESA 95".
- b) Modificar el Contrato de Fideicomiso Irrevocable de Administración número 144/92
- c) Autorizar la celebración del acta de emisión correspondiente para la nueva emisión de certificados de participación ordinarios amortizables

La reestructuración se realiza considerando entre otros aspectos que el aforo y composición vehicular garantizados por la Red Estatal de Autopistas de Nuevo León no se cumplieron en los términos previstos, de conformidad con el informe presentado a los tenedores de los certificados de participación ordinarios amortizables "VIPESA 92" en la Asamblea de fecha 15 de abril de 1994.

La nueva emisión será ajustada a fin que la misma contemple la capitalización automática de los intereses no cubiertos oportunamente por insuficiencia de fondos, y su monto incluirá los cupones 5, 6, 7 y 8 ya vencidos, así como cualquier otro que llegare a vencerse hasta la colocación de la nueva

emisión Dicha capitalización se llevará a cabo por un plazo igual al que reste a los nuevos certificados de participación ordinarios amortizables "VIPESA 95"

Los flujos excedentes, deducidos los gastos de operación y mantenimiento y una vez realizado el pago oportuno de los intereses correspondientes, se destinará íntegramente al pago anticipado de capital de la emisión.

Los tenedores aprobaron que Nacional Financiera, S N C funja como Institución Fiduciaria en el Fideicomiso número 144/92 en sustitución de Multibanco Comermex, S A , Institución de Banca Múltiple.

En el informe de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores correspondiente al mes de abril del 2002 se contempla a la emisión "VIPESA 95" sin problemas de amortización con vencimiento al 24 de julio del 2024(véase anexo 2)

Cabe señalar, por otra parte, que Standard & Poor's (Calificadora de valores en México desde 1990) asignó recientemente su primera calificación crediticia al estado de Nuevo León (enero-2000), experiencia que ha venido a sumarse a las observadas por otras seis entidades federativas (Coahuila, Puebla, Quintana Roo, San Luis Potosí , Tabasco y Sonora), las que durante 1999 recibieron-- cada uno en lo particular-- por Duff & Phelps de México (organización enfocada esencialmente a prestar servicios de calificación financiera de diverso orden a partir de 1992) su respectiva calificación, la cual puede consultarse en el anexo 5 de este trabajo. De esta información obtuvimos los datos para elaborar el cuadro 33 del presente apartado, lo cual nos permite darnos cuenta en primer lugar del incremento de la cultura crediticia entre las entidades federativas, misma que se ha venido fortaleciendo en nuestro país a partir de las reformas financieras de 1995 (pues a la fecha veintisiete entidades federativas y veintiún municipios cuentan no sólo con una sino con dos calificaciones de agencias calificadoras autorizadas), y en segundo lugar otorga apoyo para la propuesta de modelo de emisión de valores

CUADRO 33
EMISIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO ¹⁷¹

Calificadora de Valores	Entidad con deuda pública directa	Fecha de calificación	Calificación ^o
D & P	COAHUILA	3er Trimestre (1999)	MAA Alto
D & P	PUEBLA	3er Trimestre (1999)	MAA Alto
D & P	QUINTANA ROO	3er Trimestre (1999)	MA Bueno
D & P	SAN LUIS POTOSÍ	3er Trimestre (1999)	MA Bueno
D & P	TABASCO	3er Trimestre (1999)	MA Bueno
D & P	SONORA	3er Trimestre (1999)	MA Bueno
S & P D&P	NUEVO LEÓN	3er Trimestre (1999)	MxBBB Satisfactorio MBBB

- o PARA D & P LA CALIFICACIÓN DE ENTIDADES FEDERATIVAS ES UNA OPINIÓN SOBRE LA CALIDAD CREDITICIA DE LA 'DEUDA PÚBLICA DIRECTA DE LA MISMA' QUE PUEDE SER UTILIZADA POR LA PROPIA ENTIDAD COMO OPINIÓN INDEPENDIENTE Y OBJETIVA PARA CONFIRMAR ENTRE OTROS ANTE LA BANCA COMERCIAL LA BANCA DE DESARROLLO Y ORGANISMOS MULTILATERALES 'LA CAPACIDAD DEL ESTADO PARA CUMPLIR ADECUADAMENTE (PAGO OPORTUNO DE CAPITAL E INTERESES) CON EL SERVICIO DE SU DEUDA ACTUAL.'

PARA S & P LA CALIFICACIÓN REPRESENTA LA EVALUACIÓN RESPECTO DE LA CALIDAD CREDITICIA DEL ESTADO DE NUEVO LEÓN Y QUE LA SHCP UTILIZA PARA EVALUAR LA EXPOSICIÓN AL RIESGO PARA LOS BANCOS COMERCIALES Y DE DESARROLLO OTORGADORES DE CRÉDITO A LOS ESTADOS

¹⁷¹ Elaboración propia con datos del perfil de calificaciones D & P del tercer trimestre de 1999 p 191 y del informe de calificaciones y comentarios de S&P Enero del 2001 p 121

4 - Caso Sinaloa

Por lo que se refiere a la experiencia que el estado de Sinaloa ha tenido en el mercado de valores nacional, se puede precisar lo siguiente:

En 1991 el gobierno de dicha entidad a través de BANOBRAS emitió certificados de participación ordinarios (CPO'S) destinados al financiamiento de proyectos carreteros en la entidad con un monto de 300 000 millones de pesos con un plazo de vencimiento de 12 años, teniendo como intermediario colocador a C B Inlat (Casa de Bolsa INVERLAT); y como respaldo del repago de dicho financiamiento los derechos de cobro y cutas derivados de la concesión, que se traduce en los productos que ingresen por concepto de cuotas de peaje autorizadas por la Secretaría de Comunicaciones y Transportes por el uso de la Carretera Benito Juárez-Culiacán-Las Brisas- El Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos (BANOBRAS) interviene como institución fiduciaria y como avalista de los instrumentos de pago mencionados. Algunas de las características de dicho instrumento son:

Valor Nominal de los Certificados: \$300, 000 trescientos mil pesos

Denominación: Certificados Sinaloa 91

Clave de Pizarra:(Sinaloa 91)

Plazo de Emisión : 48 periodos de 91 días

Tasa de Interés: A partir de su fecha de colocación y en tanto no sean amortizados los CPO enterarán un interés real anual sobre el valor del principal ajustado a la tasa de interés real anual de 5,88%

Pago de Intereses: Los intereses se liquidarán cada 91 días, o en su caso, el día hábil inmediato anterior que proceda. Para efecto del cálculo se utilizará la base mixta, es decir 360 días y el número de días naturales efectivamente transcurridos en cada periodo de pago de cupón.

Amortización del Capital: Se pagará el monto del principal en dos amortizaciones correspondientes a los periodos 24 y 48. Dicho monto será actualizado por el Índice General de Precios al Consumidor Quincenal, de acuerdo a los lineamientos establecidos en la escritura de la emisión

Posibles Adquirentes: Personas Físicas y Morales. Instituciones de Seguros y Fianzas. Almacenes Generales de Depósito, Arrendadoras Financieras, Uniones de Crédito y Empresas de Factoraje Financiero. Fondos de Pensiones, Jubilaciones y de Primas de Seguridad. Sociedades de Inversión. Instituciones de Crédito. Dependencias del Gobierno Federal y Estatales, Municipales, Organismos Descentralizados y Empresas de Participación Estatal que en su caso cuente con la autorización que corresponde.

Representante Común: Inversora Bursátil S A de C V., Casa de Bolsa Intermediario Colocador: Casa de Bolsa INVERLAT

Tal instrumento fue calificado como "emisión destinada a proyectos carreteros sin problemas", según informe de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Dirección General de Supervisión de Mercados, Dirección de Vigilancia de Emisoras, al 30 de Abril del año 2002 (véase anexo 2), cumpliéndose en tiempo y forma con los plazos de amortización inicialmente convenidos y cuyo tiempo de madurez se cumple el año 2003.

5.-Caso Morelos

a) Historia

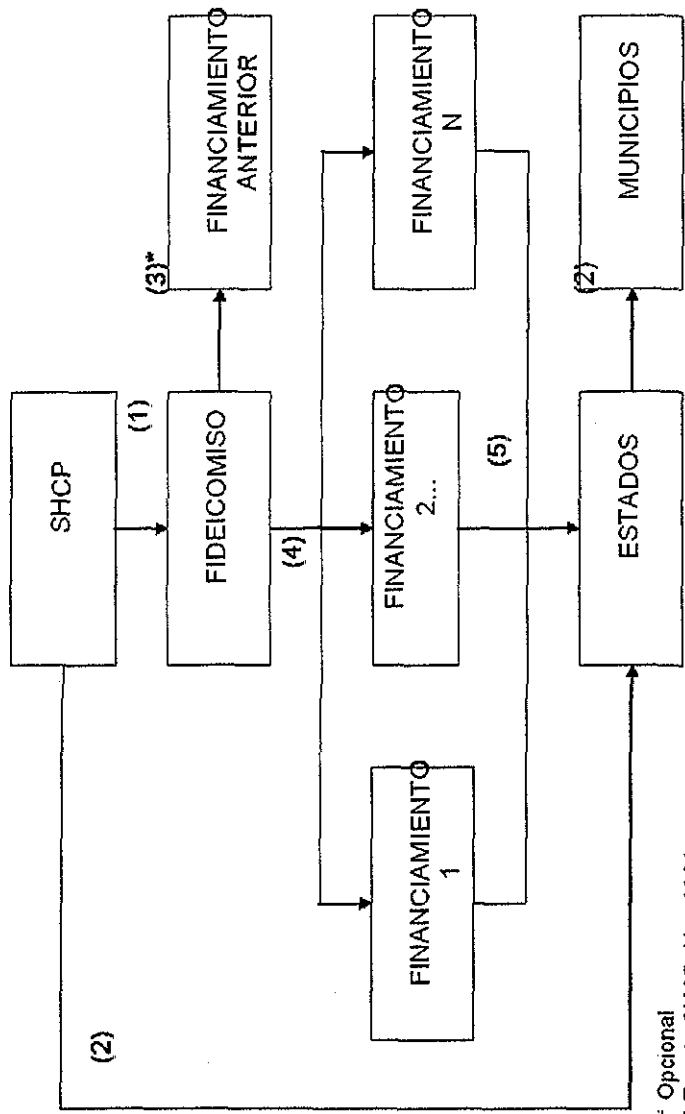
En el periódico oficial *Tierra y Libertad*, órgano del gobierno del estado libre y soberano de Morelos, del 20 de julio del 2001 se publicó el Decreto N° 240 por el que se autoriza al titular del Poder Ejecutivo del Estado de Morelos a refinanciar y sustituir la deuda pública directa a cargo del Gobierno del Estado, observándose para tal efecto la aplicación del Nuevo Esquema de Financiamiento conforme a las reformas al Art. 9° de la Ley de Coordinación Fiscal y Reglamento del propio Art 9° de la Ley de Coordinación Fiscal y las Nuevas Reglas de Capitalización, en vigor desde abril del 2001

El decreto otorga, autorización al Ejecutivo estatal para refinanciar y sustituir la deuda pública directa a cargo del Gobierno del Estado de Morelos mediante las operaciones financieras y la realización de actos jurídicos que se describen a continuación:

- Contratación de dos líneas de crédito a fin de liquidar los créditos vigentes a cargo del Gobierno del Estado de Morelos en cantidades de \$96,983,144 92 y \$103,016,855 08, respectivamente, con diferentes instituciones crediticias
- Además mediante el decreto en mención, se autoriza la creación del fideicomiso de administración y pago, el cual se encargará en lo sucesivo de darle servicio a la deuda
- La constitución de un fideicomiso cuyo patrimonio funge como garantía de la inversión de Certificados de Participación Ordinarios en cantidad de \$222,792,099.88, los que a su vez se respaldarán con los pagarés suscritos por el estado y en cantidad equivalente al monto de los CPO garantizados a su vez por las participaciones federales

Del examen del decreto N° 240, tanto en la parte relativa a los "considerandos" como del propio cuerpo normativo tenemos lo siguiente:

Nuevo Mecanismo de Financiamiento Estatal °



° Opcional
 ° Fuente SHCP, Nov 2001

Nuevo Mecanismo de Financiamiento Estatal

- 1.- Los gobiernos de los estados instruyen a la SHCP por conducto de la TESOFE, a que afecten al fideicomiso el porcentaje que se determine de sus Participaciones Federales.
- 2.- La SHCP entrega a las tesorerías estatales el remanente de sus participaciones, incluyendo la totalidad de participaciones que por ley corresponden a los municipios.
- 3.- El fideicomiso sirve la deuda anterior (opcional).
- 4.- El fideicomiso deposita las cantidades asignadas a los distintos financiamientos.
- 5.- El excedente de las participaciones fluye a las tesorerías estatales.

b) Aspecto financiero

En los inicios de la actual administración pública del estado de Morelos (octubre del 2001) las finanzas públicas locales presentaban una posición financiera débil a consecuencia de un elevado costo promedio de los créditos vigentes a su cargo, así como de un reducido flujo libre disponible para inversión pública y una limitada flexibilidad financiera de la entidad

c) Aspecto normativo operativo

Además el estado de Morelos presentaba una problemática de tipo normativo-operativo originada por la inexistencia de un mecanismo de pago de financiamientos garantizados mediante participaciones federales y, consecuentemente, sin posibilidad de obtener nuevos financiamientos o modificar los ya existentes

d) Marco jurídico

Con motivo de las reformas financieras de 1995, dentro de las cuales destacan las modificaciones al Art. 9° de Ley de Coordinación Fiscal, el Reglamento del Art. 9° de la Ley en mención, así como las Nuevas Reglas de Capitalización de la Banca Comercial y de Desarrollo del mes de abril del 2001. Se da por terminado el esquema de "mandato" entre los estados y la SHCP, para iniciar:

- Un Nuevo esquema de financiamiento conforme al cual el Estado de Morelos debe obtener dos calificaciones de su deuda por parte de algunas de las agencias calificadoras autorizadas, así como su inscripción en el Registro de Deuda de la SHCP para efectos meramente declarativos e informativos

En este contexto se elaboró un "Programa para el Fortalecimiento de las Finanzas Públicas del Estado de Morelos" con los siguientes objetivos:

- Generar ahorros de la deuda y ampliar plazo y gracia de la misma para *liberar flujo de inversión productiva*
- Diversificar fuentes de financiamiento a través de la *colocación* de títulos de deuda en el mercado de valores y de la obtención de un *refinanciamiento bancario*

- Disminuir el apalancamiento financiero a través de la *liberación de recursos para inversión pública productiva* y de la obtención de un *aumento de la calificación crediticia asignada*

Las acciones emprendidas para cumplir con el Programa de Fortalecimiento son lograr:

- Un refinanciamiento bancario a través de la consecución de dos líneas de crédito bancario por un total aproximadamente doscientos millones de pesos
- Refinanciamiento bursátil a través de la emisión y colocación de certificados de participación ordinarios por doscientos dieciséis millones de pesos

e) Beneficios cualitativos

- Ahorro y liberación de flujo de efectivo
- Pionero en financiamientos estructurados
- Eficiencia y transparencia en sus finanzas públicas
- Aumento de la calificación crediticia otorgada por las agencias calificadoras
- Presentación de una imagen favorable y una mejor percepción de ésta por parte de los inversionistas

f) Beneficios cuantitativos

- Ahorro aproximado en cantidad de dieciocho millones de pesos
- Liberación de flujo de efectivo hasta por cien millones de pesos en tres años.

g) Características del Fideicomiso de Administración y Pago "Morelos"

- Fideicomiso irrevocable de administración y pago
- Patrimonio constituido con 16.4% de los derechos que sobre las participaciones federales le corresponden al estado.
- Es un mecanismo de pago para todos los financiamientos garantizados mediante afectación de participaciones federales
- A la deuda total se le asigna aproximadamente el 47% del patrimonio fideicomitado.

h) Características del Fideicomiso Base para la emisión de CPO

- Patrimonio fideicomitado: lo forman pagarés suscritos por el estado hasta por un monto equivalente al valor de los CPO
- CPO emitidos con base a los pagarés
- Mecanismo de pago (Fideicomiso Morelos) porcentaje asignado:
- 30% del patrimonio del Fideicomiso Morelos (16.4% de las participaciones federales)

Fondos de provisión:

- Gastos de mantenimiento de la emisión.
- Principal

Fondos de reserva de:

- Capital
- Intereses

De lo anterior se desprenden los siguientes hechos:

El Gobierno del Estado de Morelos es el primero en:

Constituir el Fideicomiso Irrevocable de Administración y Pago, al que en lo sucesivo le competará, a través de la fiduciaria correspondiente y por cuenta del Gobierno del Estado de Morelos, el pago de sus acreedores (primero en su género a nivel nacional).

Colocar deuda de alta calidad crediticia calificada a través del mercado de valores (refinanciamiento bursátil)

La calificación asignada es determinante en cuanto a definir el interés de los inversionistas en este tipo de valores gubernamentales, lo que finalmente permite al Estado de Morelos liberar recursos para obras de beneficio social

6 - Análisis comparativo de las experiencias:

De los casos de utilización de la facultad de emitir bonos (que sin lugar a duda la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y demás leyes que de ella emanan les otorga a las autoridades locales) anteriormente relatados se pueden extraer los siguientes hechos y consideraciones:

- El instrumento financiero al que más se recurrió fue al de los CPO (30 veces), quedando en segundo término el de los pagarés a mediano plazo (4 veces)
- De las experiencias en cuanto a emisión de CPO ocho han sido amortizadas.
- De las experiencias en cuanto a la emisión de Pagarés a Mediano Plazo, todas se amortizaron.
- En los casos en que se recurrió a la emisión de CPO se contaba con proyectos productivos en materia de infraestructura carretera (riesgo proyecto).
- En los casos en que se recurrió a la colocación de Pagarés a Mediano Plazo se financió un caso de infraestructura urbana (caso Sonora) y tres de infraestructura carretera.
- En un sólo caso (Morelos) se recurrió a la emisión de CPO para reestructurar deuda pública. El municipio de Ags. utilizó el certificado bursátil para reestructurar su deuda pública como instrumento de mediano y largo plazo que combina la facilidad de emisión de los pagarés y seguridad de las obligaciones.
- El Estado de México es el que ha recurrido mayor número de veces a la emisión de bonos (11 veces).
- En los casos en que el propio proyecto de inversión respaldaba el repago del financiamiento obtenido no hubo mayor problema en la implementación del instrumento financiero en todas sus etapas.
- En todos los casos en que las entidades federativas han acudido al mercado de valores no lo han hecho por sí mismas, si no a través de una “triangulación”, es decir, si se trata de CPO se constituye un Fideicomiso al que se le adjudica un Patrimonio y con base en el cual la institución fiduciaria emitirá los títulos valor de acuerdo a las características especificadas por el fideicomitente. Tratándose de los pagarés a mediano plazo, la propia entidad federativa crea una sociedad anónima que, a su vez, hará lo correspondiente para lograr la emisión de tales instrumentos según el proyecto a realizar
- En el caso específico del estado de Morelos, aun cuando su participación en el mercado de valores es consecuencia de un financiamiento estructurado como parte de un programa particular de fortalecimiento de las finanzas públicas, su incursión encuadra en la típica figura de triangulación con la que hasta ahora las entidades federativas han participado en el mercado bursátil.

CUADRO 36
EXPERIENCIAS DE LOS ESTADOS EN LA EMISION DE BONOS
(1990 - 2001)

ENTIDAD	AÑO DE EMISION	CLAVE	CERTIFICADO DE PARTICIPACION ORD.	PAGARE MEDIANO PLAZO	INFRAESTRUCTURA		REESTRUCTURACIÓN DE DEUDA	FECHA DE VENCIMIENTO
					URBANA	CARRETERA		
SINALOA	1991	SINALOA 91	*			*		2003
CHIHUAHUA	1991	CHIHUAHUA91	*			"		1999
SONORA	1992	RSONORA P92		*		"		1994
NUEVO LEÓN	1992	VIPESA 92	*			*		1999
JALISCO	1992	GUADCOL92	*			*		2004
COLIMA	1992	GUADCOL92	"			*		2004
EDO DE MEXICO	1992	MEXTOL92	*			*		2002
TAMAULIPAS	1992	VIPESA95	*			*		2024
TAMAULIPAS	1992	VIPESA92	*			*		1999
JALISCO	1993	ZAPECU93	"			"		2003
EDO DE MEXICO	1993	ZAPECU93	*			*		2003
EDO DE MEXICO	1993	LAVENTA93	"			*		2003
HIDALGO	1993	LAVENTA93	"			*		2003
MICHOACÁN	1993	ZAPECU93	*			"		2003
QUINTANA ROO	1993	KANCUN93	*			*		2001
YUCATAN	1993	YUCATAN93	*			*		2001
JALISCO	1994	MARECU94	"			"		2008
EDO DE MEXICO	1994	MARECU94	*			*		2008
EDO DE MEXICO	1994	PAC94	"			"		2009
MICHOACÁN	1994	MARECU94	"			*		2008
B.CALIFORNIA	1994	PCNORTE94		"		*		2000
VERACRUZ	1994	PROACSA94		*		"		2000
TABASCO	1994	PROACSA94		*		"		2000
NUEVO LEÓN	1995	VIPESA 95	*			"		2024
EDO DE MEXICO	1995	OCALFA95	*			"		2005
EDO DE MEXICO	1995	ITERMEX96-2	*			"		1998
EDO DE MEXICO	1995	ITERMEX95	*			*		2000
EDO DE MEXICO	1996	ITEREST96	"			*		2002
GUANAJUATO	1997	GTO SIL97	*			*		2007
EDO DE MEXICO	1997	ITERMEX97	*			"		2001
EDO DE MEXICO	1997	ITEREST97	"			*		2003
SAN LUIS POTOSI	1999	META991U	*			"		2007
SAN LUIS POTOSI	1999	META992U	"			"		2011
MORELOS	2001	EDOMOR	*			*		2008
AGUASCALIENTES	2001	MAGS	CERTIFICADO BURSÁTIL /1			"		2006

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de la Bolsa Mexicana de Valores y del Registro Nacional de Valores y de bibliografía consultada.

1/ El emisor del Certificado Bursátil lo fue el municipio de Aguascalientes

Lo anterior lleva a la pregunta ¿qué es lo que les impide a los estados emitir bonos en forma directa? Una respuesta segura es que, por una parte, durante mucho tiempo la SHCP aparecía ante los ojos de los acreedores de las entidades federativas como aval de las obligaciones crediticias a su cargo, garantizadas con participaciones federales. por lo que no se preocuparon en modernizar y sanear sus finanzas públicas y desarrollar así una verdadera política crediticia acorde a sus necesidades de financiamiento. Asimismo, la ausencia de legislación federal en materia de emisión de valores para el desarrollo estatal originó que la normatividad aplicable para la emisión de valores por parte de los gobiernos locales sea prácticamente la misma que deben observar los particulares con el consecuente trato desigual al sector público al ignorar la diferencia que debe significar el que el emisor sea el sector público y no privado. Lo anterior se afirma con base en las experiencias de los gobiernos locales en la emisión de Certificados de Participación Ordinarios (CPO) y de Pagares a Mediano Plazo, analizados en este capítulo. Ello sin perjuicio de la normatividad que las entidades locales deben observar en materia de deuda pública conforme a lo dispuesto en sus normas locales y en la Constitución federal

7 Emisión directa (caso Veracruz 1945)

Curiosamente y no obstante que el periodo de estudio abarca de 1990 a 2001, durante el proceso de investigación se encontró como una muestra de lo ajejo de la búsqueda de nuevas fuentes de financiamiento de las entidades federativas: la experiencia del estado de Veracruz (anexo 6) en la emisión de bonos destinados a la construcción de carreteras, obras de agua potable y drenaje en el año de 1945. Se puede considerar que la emisión de bonos que nos ocupa fue en *forma directa* y mediante el aval de la SHCP, la que a su vez, fijaría en la escritura de emisión la tasa de interés y demás características de los títulos cuya amortización total no excedería de 10 años.

Lo anterior se desprende del texto del decreto en el que se autoriza la emisión citada y en el que se señala que, por su parte, el estado de Veracruz otorgaba en garantía principal (del empréstito) el impuesto sobre el café, creado por la fracción IV del artículo 127 de la Ley Fiscal de Veracruz de 10 de Junio de 1932 y por el Artículo 77 del Reglamento de la misma, de igual fecha, así como cualquier otro impuesto. Para ese efecto, el impuesto mencionado se entregaría en fideicomiso irrevocable a la institución de crédito que designase la SHCP, que a su vez determinaría las fechas de emisión de las series que constituyan el “*empréstito*”, tomando en cuenta la *opinión de Nacional Financiera S.A. (NAFINSA)*¹⁷² respecto a la posibilidad de colocación de títulos en el mercado

De lo transcrito anteriormente se desprenden 2 hechos:

1) Aun cuando el estado de Veracruz emite directamente bonos, éstos son adquiridos en su totalidad por la federación a través de la SHCP (empréstito), la cual decidirá (con base en la opinión de NAFINSA) si se colocan o no en el mercado de valores y en qué fechas.

¹⁷² En esas fechas todavía era una sociedad anónima

2) A cambio, el estado de Veracruz otorga en garantía de pago del “empréstito” el impuesto sobre el café y otro impuesto en fideicomiso irrevocable a la institución de crédito que designe la SHCP.

En realidad, el que concurre al mercado de valores, si así lo determina NAFINSA, es la federación como adquirente único de la “emisión” –y no el estado de Veracruz--, por lo que consideramos que en el supuesto caso de una negativa de NAFINSA de acudir al mercado de valores automáticamente estaremos en presencia de una operación tradicional de financiamiento por empréstito y no por emisión de bonos. Lamentablemente no encontramos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios documentos que nos confirmen el desenlace de la emisión de bonos del estado de Veracruz. Teóricamente, no debió presentar problema alguno para NAFINSA decidir en sentido positivo concurrir al mercado de valores secundario, dado que la multicitada emisión cumplía con todos los requisitos técnicos que una emisión de bonos directa necesita cubrir

Lo anterior confirma la aseveración señalada en párrafos precedentes, en el sentido de que las finanzas locales no fueron tomadas en cuenta en los recientes cambios estructurales que se dieron en nuestro país en materia de política económica. El vacío que durante muchos años ha existido en materia de regulación del mercado de valores para ser utilizado en forma específica por los estados en la emisión de bonos que propicien el desarrollo estatal y municipal aún permanece, como también permanece la necesidad de financiamiento para gastos de inversión de los gobiernos locales, por lo que el mercado de valores puede ser la alternativa real, siempre y cuando los órganos competentes (Comisión Nacional Bancaria y de Valores), así como instituciones de apoyo técnico al desarrollo de las haciendas públicas locales (INDETEC, INAP y sus homólogos locales) conjuntamente con los encargados del manejo de las finanzas locales se den a la tarea de buscar mecanismos que al mismo tiempo que brinden seguridad respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de valores, permitan a los gobiernos locales como los emisores de bonos, realizar con

transparencia, sencillez, seguridad y continuidad las operaciones necesarias para participar y permanecer en el mercado de valores.

En el *Diario Oficial de la Federación* del primero de junio del 2001 se publicó el decreto por el que se reforman, adicionan y derogan diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores dentro de las cuales se regula en sus artículos 14 Bis 6 y 14 Bis 7 “al certificado bursátil”, que puede ser utilizado por las entidades federativas y los municipios como un nuevo instrumento de financiamiento de mediano y largo plazo, que combina la facilidad de emisión de los pagarés y la seguridad de las obligaciones

Con base en lo anterior, cabe señalar que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores omite hacer uso de la facultad que le concede la Ley del Mercado de Valores de poder legislar en materia de bonos de desarrollo estatal, pues en el caso particular del certificado bursátil, si las entidades federativas y municipios pretenden utilizarlo, deberán hacerlo en los mismos términos que un particular, sin atender a la diferencia que puede significar el que el emisor sea el ente público o el ente privado

Por otra parte, el nuevo “esquema de financiamiento” aplicable a entidades federativas toma en cuenta el análisis del riesgo–proyecto y no la garantía de las participaciones federales. Sin desdeñar la bondad del esfuerzo de las autoridades hacendarías federales para ofrecer a las autoridades locales nuevas fuentes de financiamiento, nuestra propuesta concreta de modelo de emisión de bonos u obligaciones directa para ser usada por parte de las entidades federativas que cuenten con capacidad de endeudamiento adquiere mayor fuerza: La entidad federativa de que se trate estaría realizando la emisión con la garantía de la plena fe y crédito que como ente público le corresponde, además de poder ofrecer como ventajas de la emisión directa la exención de impuestos, interés bajo, un mejor mercado debido al respaldo crediticio y oportunidad de invertir las ganancias de la emisión de bonos

CAPÍTULO VII

PROPUESTA DE UN MODELO DE EMISIÓN DE BONOS ESTATALES DE DEUDA PÚBLICA

A) Justificación

Por todo lo hasta aquí analizado, ciertamente podemos afirmar:

1° Que en nuestro país, durante el siglo pasado, han sido escasas las experiencias que las autoridades hacendarias locales han tenido en el mercado de valores

2° Que la mayor parte de las experiencias de financiamiento bursátil local lo encontramos asociado a la infraestructura carretera y/o obras públicas de importancia regional, habiéndose utilizado con mayor frecuencia los instrumentos de deuda llamados Certificados de Participación Ordinarios (CPO) Amortizables y los Pagarés a Mediano Plazo

3° Que el objetivo que las autoridades hacendarias locales persiguen al acudir al mercado de valores es básicamente allegarse recursos para sus programas de inversión, pero también que forme parte de un programa de financiamiento estructurado que coadyuve verdaderamente al fortalecimiento de las finanzas públicas

4° Que ante la ausencia de reglamentación en el mercado de valores para la emisión de bonos para el desarrollo estatal y municipal, a los estados de la república se les aplica las mismas normas que para emisión de valores rige para la iniciativa privada, dejando de lado la importancia que a nuestro juicio reviste el que el emisor sea el ente público y no el ente privado

En estos términos, consideramos que no obstante que los estados, al igual que todo promotor en búsqueda de recursos que pretenda colocar instrumentos de deuda en el mercado de valores, debe cumplir con una serie de requisitos que incluya información financiera cierta y precisa a fin de proporcionar seguridad al público inversionista en sus adquisiciones de valores; la entidad federativa no

debe ser tratada de la misma manera que un particular, pues, a diferencia de este último, el estado tiene carácter permanente como persona pública, "no necesita ahorrar como sucede en la economía privada, para hacer frente a situaciones imprevistas, pues el estado está siempre en la posibilidad de obtener ingresos extraordinarios, ya sea a través de impuestos que tengan este carácter o bien por la emisión de empréstitos" ¹⁷³ Pero además, la entidad federativa posee un conjunto de bienes y recursos (patrimonio) que sumados a su deuda, integran la hacienda pública estatal y, por lo mismo, le corresponde una capacidad de endeudamiento con base en el cual teóricamente puede pedir prestado:

(ingreso – egreso = excedente financiero)

Ahora bien, ante una reducción de fondos federales de capital a los gobiernos estatales, éstos son forzados a depender fuertemente de sus propios ingresos o a financiarse mediante la adquisición de deuda

El método tradicional de los gobiernos estatales para obtener fondos para inversiones de capital ha consistido en emitir bonos a largo plazo (mayor a cinco años), CPO, siempre con una triangulación en la expedición de títulos valor al constituirse un fideicomiso de garantía con base en el cual se emitirán, atados normalmente a un riesgo-proyecto

Mi propuesta concreta de modelo de emisión de bonos por parte de las entidades federativas con capacidad de endeudamiento es la de emisión de bonos u obligaciones directas, pues los otros instrumentos de deuda se encuentran excesivamente regulados y no se atiende a la diferencia que puede significar el que el emisor sea el ente público o el ente privado

Pero antes de continuar con la propuesta es necesario precisar lo siguiente:

De acuerdo con lo mencionado en párrafos precedentes y con base en la normatividad federal y local, las entidades federativas y los municipios pueden

¹⁷³ Ernesto Flores Zavala "Elementos de Finanzas Públicas Mexicanas", 1997 p 18

emitir bonos y obligaciones de deuda pública siempre y cuando los recursos tengan un fin productivo y no se contraiga endeudamiento con entidades extranjeras

Una vez que los gobiernos locales logran identificar las obras públicas a financiar en forma total o parcial a través de la obtención de recursos en el medio bursátil, se hace necesario seguir un procedimiento para lograr la obtención de ingresos; desde llevar a cabo un estudio de factibilidad o de viabilidad del proyecto a realizar, autorización del Congreso estatal o en su caso del Ejecutivo estatal para adquirir deuda, hasta analizar algunos elementos que les arroje datos y que les ayude a elegir entre una fuente financiera y otra, sin olvidar que a partir del presente siglo se avizora menor dificultad para que técnicamente las entidades federativas al igual que el sector privado exhiban una “sólida posición crediticia” ante los potenciales inversionistas bursátiles, y ello lo hace factible el nuevo esquema de financiamiento que a partir del presente siglo que deberán observar todas las entidades federativas en cada proyecto de inversión que pretendan financiar con recursos crediticios o bursátiles deberá obtener dos calificaciones de agencias calificadoras autorizadas, lo que a su vez generará la imagen o posición crediticia a la que los inversionistas volverán su mirada

1) Elementos que ayudan a seleccionar la figura bursátil adecuada

Los elementos que ayudan a seleccionar la figura bursátil *adecuada*, son ciertamente el monto, plazo y costo del proyecto a financiar

Monto de los recursos

En cuanto al monto de los recursos necesarios normalmente se toma en cuenta aquella opción que satisfaga el monto total que se requiere o aquella que comprenda la cantidad más aproximada al total de los recursos solicitados

Al efecto se podría contar con asesoría de algún agente financiero que les ayude a elegir la mejor opción de acuerdo con el riesgo, rendimiento y liquidez que

los diversos instrumentos pueden ofrecer y que todo inversionista toma en cuenta antes de realizar su selección de inversión

Plazo

En segundo lugar, el plazo es un elemento de suma importancia para la elección de una fuente de financiamiento, pues una de las obligaciones económicas que asume el emisor de valores gubernamentales consiste en devolver en un cierto plazo las cantidades obtenidas más una sobreprima por concepto de interés durante el periodo de amortización

Se afirma que los compromisos de corto plazo deben financiarse con recursos crediticios de corto plazo y los de largo plazo con recursos crediticios de esa misma naturaleza. Es decir, el plazo otorgado por la fuente de financiamiento se debe ajustar al plazo que el proyecto de que se trate, requiere para producir y no en sentido inverso. Entre la gran cantidad de instrumentos financieros que se manejan en el mercado bursátil, se puede seleccionar el más adecuado para realizar la emisión de valores correspondientes

Costo

Una vez resuelto el problema del plazo, se debe proceder a hacer la comparación de los costos que cada opción de financiamiento implica. Entre los principales factores que inciden en el costo total del dinero, tenemos la sobreprima o tasa de interés, forma de pago de los intereses –anticipado o al vencimiento–, comisiones, gastos por servicios administrativos y fiduciarios, costo de avalúos, etcétera

Tasa

En cuanto a la tasa de rendimiento a ofrecerse a los inversionistas, tendría que ver con las condiciones que prevalezcan en el momento de la emisión en el mercado de valores y en todo caso que resulte atractiva en comparación con la que ofrecen otro tipo de instrumentos de deuda que se manejan en el medio bursátil

2) Tiempo de tramitación y colocación de instrumentos de deuda

Por último, es necesario mencionar que deberán tomarse en cuenta (una vez que se hayan cubierto las condiciones para aspirar a un financiamiento bursátil) los días que habrán de transcurrir desde el momento en que se inscriben los títulos de que se trate en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, el tiempo de tramitación de su registro en la BMV hasta proceder a la oferta pública de instrumentos, puesto que aunque son tiempos relativamente cortos (20 a 36 días hábiles en cada etapa), en efecto el tiempo total que deba transcurrir tiene mucho que ver con las características de cada valor

Se debe subrayar la importancia del agente o intermediario financiero (casa de bolsa) a quien el solicitante de recursos deberá acudir para que lo asesore en todos los aspectos relacionados con la promoción, estructuración, negociación, y colocación de los valores gubernamentales

Ahora bien, en la fase de elaboración de la información para estar en aptitud de emitir valores, como en las demás fases del proceso de colocación de los títulos valor y, por supuesto, contando con la ayuda del agente o intermediario financiero (casa de bolsa), los gobiernos locales, a partir de las reformas financieras de 1995, deben mostrar en su actuación el cumplir con principios tan importantes como ofrecer seguridad al público inversionista en la colocación de valores altamente bursátiles, y en ello cobran vital importancia las calificaciones asignadas a las finanzas locales o al proyecto a financiar por dos agencias calificadoras autorizadas al efecto. Asimismo, con tasas de rendimiento atractivas pero viables, que al tiempo que contribuyan a un adecuado desarrollo del mercado de valores, se cubran ampliamente y a satisfacción los requerimientos de los que en éste participan

Precisado lo anterior, se considera que en virtud de la actual ausencia de reglamentación en el mercado de valores para la emisión de bonos para el

desarrollo estatal y municipal, es urgente que Comisión Nacional Bancaria y de Valores ejerza la facultad que la propia Ley del Mercado de Valores le otorga "para establecer mediante disposiciones de carácter general, las características a las que se debe sujetar la emisión y operación de los valores y documentos sujetos al régimen de esta ley, con miras a procurar certidumbre respecto a los derechos y obligaciones que corresponden a los tenedores de los títulos, seguridad y transparencia a las operaciones, así como la observancia de los sanos usos y prácticas del mercado" (artículo tercero) Para lograr el objetivo antes señalado se requiere la participación en el diseño de mecanismos sencillos y ágiles para la emisión de valores gubernamentales locales de los institutos de apoyo al desarrollo técnico de las haciendas públicas, regionales, nacionales e internacionales: INDETEC, INAP, FMI, BM, BID

3) Bonos u obligaciones directas

Son aquellos que se emiten con la garantía de la "plena fe y crédito"¹⁷⁴ de la entidad gubernamental emisora. Estos pueden ser utilizados para financiar proyectos que beneficien a toda la comunidad (por lo general no totalmente autoliquidables), pero que sí cumplen con la condición de ser inversiones productivas de carácter indirecto cuyo beneficio recibido puede ser pagado tanto por los residentes actuales como futuros. Este tipo de bonos ofrece las siguientes ventajas: forma de endeudamiento exenta de impuesto, interés bajo, mejor mercado debido al respaldo crediticio y oportunidad de invertir las ganancias de la emisión de bonos.

En contrapartida, algunos aspectos en la emisión de estos tipos de bonos que deben cuidarse para minimizar las desventajas de sus efectos en caso de que se presenten, sería estimar desde el principio el porcentaje en que aumentarían la tasa o tarifa del impuesto o fuente de ingreso estatal que se destine como garantía del pago de las amortizaciones correspondientes a capital e intereses, respectivamente.

¹⁷⁴ Plena Fe y crédito respaldando a una obligación significa que el poder impositivo sobre la propiedad del gobierno emisor de los bonos provee soporte crediticio para la emisión (Ver técnicas de financiamiento de la estructura pública utilizadas por los gobiernos locales de los Estados Unidos de América). Revista INDETEC Número 40 Julio-Septiembre 1992 p 185 Las entidades federativas en nuestro país tienen plena potestad impositiva sobre las fuentes que de acuerdo a

Recurrir a las calificadoras de deuda de las entidades federativas por parte de instituciones profesionales dedicadas al efecto (Duff & Phelps de México, Standard & Poor's de México, Fitch IBCA de México, etc) resulta obligatorio a partir de la expedición de las Nuevas Reglas de Capitalización de la Banca Múltiple y de Desarrollo para los Créditos Otorgados a Estados y Municipios (1999), en vigor desde abril del 2000, y de las reformas de 1995, artículo 9º, de la Ley de Coordinación Fiscal y del nuevo Reglamento del artículo 9º en mención. Así, las entidades federativas deben obtener dos calificaciones de empresas calificadoras, calificación que se relaciona con el régimen de capitalización y los porcentajes de requerimiento de capital que les corresponda al contratar financiamiento, que en contrapartida deberá reflejar la capacidad de la entidad federativa para cumplir con sus obligaciones de pago de capital e intereses (Para mayor información sobre el nuevo esquema de financiamiento de las entidades federativas, véase el capítulo V)

La calificación asignada podrá ser utilizada por la entidad como opinión independiente y objetiva para confirmar ante la banca comercial, la banca de desarrollo y organismos multilaterales "la capacidad del estado para cumplir adecuadamente (pago oportuno de capital e intereses) con el servicio de su deuda actual."¹⁷⁵ Sin embargo, en este caso (bonos u obligaciones directas) sí existe un ingreso estatal previamente seleccionado como garantía de la emisión del bono de que se trate (Ejemplo de que esto puede funcionar nos lo ofrece la experiencia observada en el estado de Veracruz en 1945, a la que se hizo referencia en el apartado anterior)

De todas formas cabe recordar que las unidades económicas emisoras de valores, intermediarios financieros y demás organismos participantes en el mercado bursátil deben observar conductas tendientes a evitar prácticas especulativas e irregulares en perjuicio del propio mercado, pues en caso contrario deberán aplicarse con todo rigor las leyes de la materia que, además de castigar

nuestra Carta Magna les corresponden, independientemente del Sistema Nacional de Coordinación Fiscal en vigor desde 1980

¹⁷⁵ Duff & Phelps de México "Perfil de Calificaciones". Tercer trimestre de 1999 P 137

la mala actuación, eviten su futura participación en el medio bursátil, que hoy por hoy representa una opción limitada de financiamiento para las haciendas locales mientras no se valore la utilidad de extender hacia ellas los mecanismos bursátiles en los términos que ya han sido probados positivamente por el organismo público federal.

4) Diagramas de flujo de la emisión de bonos indirecta y directa

Ahora bien, en este apartado se incluye el diagrama de flujo que representa el esquema tradicional a través del cual las entidades federativas han acudido en busca de recursos al mercado de valores. Además se presenta el esquema de lo que sería la emisión directa de bonos u obligaciones, y de la comparación de ambos esquemas hay que destacar la ausencia de la figura del fideicomiso tratándose de la emisión directa, lo que de entrada le significaría ahorro en los gastos de administración a la entidad federativa emisora y en contrapartida, la seguridad que la figura del fideicomiso siempre ha brindado al inversionista se cubre con el hecho de contar en primer lugar con la garantía que previamente a la emisión se selecciona y en segundo lugar con el fideicomiso de administración y pago que a partir del año 2000 se hace obligatorio para todas las entidades federativas constituir; y al que entre otras facultades le corresponde dar servicio a los financiamientos contratados por los estados de la federación.

En todo caso, cada entidad federativa con la ayuda del agente o intermediario financiero podrá decidir la forma más conveniente de seleccionar, estructurar, negociar, promocionar y colocar en el mercado de valores los títulos valor que más y mejores rendimientos les proporcionen. Lo que no se debe perder de vista es que en la línea de la modernidad que se pretende alcanzar, mucho significarán el empeño y voluntad política que las autoridades financieras competentes federales y locales demuestren por hacer del medio bursátil, dinámico por naturaleza en el manejo de recursos, una fuente de acceso ágil y segura para los promotores en búsqueda de recursos e inversionistas de todo tipo.

5) Micromodelo de bonos estatales para el financiamiento del desarrollo en base a la bursatilización de derechos por el uso de carretera de cuota Hermosillo-Bahía de Kino.

A 107 kilómetros al poniente de Hermosillo ciudad capital del Estado de Sonora se localiza Bahía de Kino, destino de 9 kilómetros de hermosas playas que ofrecen un inigualable paisaje donde el desierto se junta con el mar. La carretera pavimentada que se construyó en 1950, fue decisiva para su desarrollo inicial como centro turístico, misma vía que, después de 5 décadas, resulta obsoleta debido al alto crecimiento poblacional, al aumento de actividades agrícolas y vitícolas a lo largo del camino y al aumento de unidades vehiculares. Por lo anterior, surge imperiosa la necesidad de modernizar el actual acceso carretero a otro de cuatro carriles que permita un flujo vehicular seguro, continuo y ágil durante todas las épocas del año que beneficie a los habitantes del lugar así como a sus visitantes y contribuya así, en su transformación a un importante polo de desarrollo con infraestructura básica en materia turística.

A pesar de varios intentos realizados por las autoridades hacendarias locales, para incursionar en la vía bursátil, a fin de financiar obras para el desarrollo económico de Sonora, hasta ahora, sólo se ha experimentado exitosamente en la colocación de un Pagaré de Mediano Plazo en el Mercado de Valores

En el presente caso se considera que existe una posibilidad real de obtener recursos financieros frescos y en forma expedita, mediante la oferta de valores de obra pública en el mercado de capitales. La propuesta, es la emisión directa de bonos para el desarrollo por el gobierno del Estado de Sonora (Bondesson) Y se parte de las siguientes premisas:

- 1 Actualización de los derechos por uso de la carretera futura de cuatro carriles Hermosillo-Bahía de Kino, con base en la inflación.
- 2 Crecimiento anual mínimo del aforo vehicular de un 2%

3 Evaluación del riesgo-proyecto financiero por dos agencias calificadoras de valores

Esta carretera, tal y como se demuestra con el aforo vehicular y demás cálculos financieros, será un factor que detone la actividad turística de la región de Kino, y además, contribuirá al mejor desplazamiento de los bienes agropecuarios de la Costa de Hermosillo y otras regiones productivas, como el Arivaipa y la región de Puerto Libertad

Objetivo del Modelo

Diseñar un mecanismo financiero que permita al Gobierno del Estado allegarse los recursos necesarios para la construcción de la obra mencionada. Este mecanismo consiste en la emisión de 10,000 Bonos de desarrollo por inversión de obra (Bondesson), con un valor unitario de 12,300 pesos, con los cuales se obtendrá el monto requerido para la construcción de la carretera

Colocación de los Bonos de desarrollo (Bondesson)

Este portafolio se entregará a la institución de intermediación bursátil que mejor convenga a los intereses del proyecto, pues se cuenta con la seguridad de que el paquete de los Bondesson cumple con los requisitos mercadológicos, de riesgo mínimo y de rentabilidad que exigen la generalidad de las instituciones de bolsa

Datos financieros

1. Interés de contrato

Como ya se señaló, el monto del financiamiento será de 123 millones de pesos, y se obtendrá de la colocación de 10 mil títulos de 12,300 pesos cada uno.

Asimismo, se cuenta con un período de gracia de dos años, y con diez años para amortizar el principal y los intereses

El contrato se hará a una tasa de TIIES + 2, tomando como referencia la situación actual de esta suma que asciende a 12.25 % anual. Dado que las perspectivas financieras parecen indicar que las tasas de interés bajarán, es factible que las anualidades se reduzcan, aunque también existe la posibilidad ante las externalidades, que éstas repunten. Cualquiera sea la situación, las cuotas de peaje, que dicho sea de paso serán relativamente bajas, estarán indexadas a las fluctuaciones de las tasas de interés

2 Fuentes de ingreso que respaldan los vencimientos

Esta operación está garantizada por los siguientes conceptos:

- A Por las cuotas de peaje, fundamentadas en aforos estadísticamente valorados con un 95% de confianza, los cuales se aprecian en el cuadro siguiente:

CUADRO 37

INGRESOS ESPERADOS POR EL PAGO DE CUOTAS DE PEAJE CARRETERA HERMOSILLO-BAHÍA KINO

AÑO	INGRESO MINIMO ESPERADO
2002	8,698,295.65
2003	9,829,074.08
2004	11,106,853.7
2005	12,550,744.7
2006	14,182,341.5
2007	16,735,163.0
2008	19,747,492.3
2009	23,302,040.9
2010	27,496,408.3

B. Por el apoyo financiero del Gobierno del Estado de Sonora hasta por 50% del monto total anual a pagar, distribuido como sigue:

- Secretarías de Fomento al Turismo máximo 30%
- Secretaría de Fomento Agrícola máximo 20%

Por estos conceptos, de ser necesario, las secretarías mencionadas pondrán anualmente a disposición del Fideicomiso de Administración y Pago del gobierno del Estado de Sonora, los recursos correspondientes a los montos mencionados, siempre y cuando los ingresos de la misma sean insuficientes, para cubrir las exhibiciones correspondientes al pago del capital e intereses de los Bondesson

El estimado de ingresos se realizó tomando en cuenta los aforos actuales y una tasa de crecimiento de los flujos de 2%; además se consideran aumentos anuales de 8% de las cuotas

En el siguiente cuadro se aprecian en forma conjunta, los ingresos esperados del peaje, y los montos máximos que aportarían las Secretarías de Turismo y Fomento Agrícola, en caso de que los ingresos regulares no sean suficientes, para cumplir con las obligaciones económicas

Cuadro de ingresos:

- a) Derivados del peaje: Se refiere a las cuotas que se cobrarán; como ya se mencionó, estos montos se basan en los aforos actuales, con tasa de crecimiento anual de 2% y con una actualización financiera de 8% anual

Como se puede apreciar, la recaudación por peaje esperada en todos los casos es superior al 50% de las anualidades, incluso se espera que estas puedan ser pagadas íntegramente con los ingresos del peaje

- b) El subsidio que aparece en la tercera columna corresponde al 30% máximo que aportaría la Secretaría de Fomento al Turismo, en caso necesario

- c) El subsidio que aparece en la última columna es el 20% máximo que aportaría la Secretaría de Fomento Agrícola, también en caso necesario

CUADRO 38

INGRESOS ESPERADOS- SUBSIDIOS EN GARANTÍA

AÑO	PEAJE	SUBSIDIO	SUBSIDIO
	INGRESOS	SFT	SFA
2002	8,698,295.65	5,210,877	3,479,318.28
2003	9,829,074.08	5,849,209.43	3,905,534.75
2004	11,106,853.7	6,565,737.59	4,383,962.75
2005	12,550,744.7	7,370,040.44	4,920,998.19
2006	1,4182,341.5	8,272,870.4	5,523,820.47
2007	16,735,163	9,286,297.02	6,200,488.48
2008	19,747,492.3	10,423,868.4	6,960,048.31
2009	23,302,040.9	11,700,792.3	7,812,654.23
2010	27,496,408.3	13,134,139.3	8,769,704.38
2011	32,445,761.8	14,743,071.4	9,843,993.16
SUMA	176,094,176	92,666,903.3	61,800,623

El beneficio de acudir a esta forma de financiamiento se traduce en la liquidez anticipada para utilizarla en el proyecto carretero, sin necesidad de distraer recursos presupuestales, ya que se trata de un proyecto autofinanciable

PROPUESTA DE UN MODELO DE EMISIÓN DE BONOS ESTATALES DE DEUDA PÚBLICA

METODO TRADICIONAL

El método tradicional de los gobiernos estatales para obtener fondos para inversiones de capital, ha sido el emitir bonos a largo plazo (mayor a 5 años) CPOS. Siempre con una triangulación en la expedición de títulos y valor al constituirse un fideicomiso de garantía en base el cual se emitirán títulos normalmente a un riesgo proyectivo.

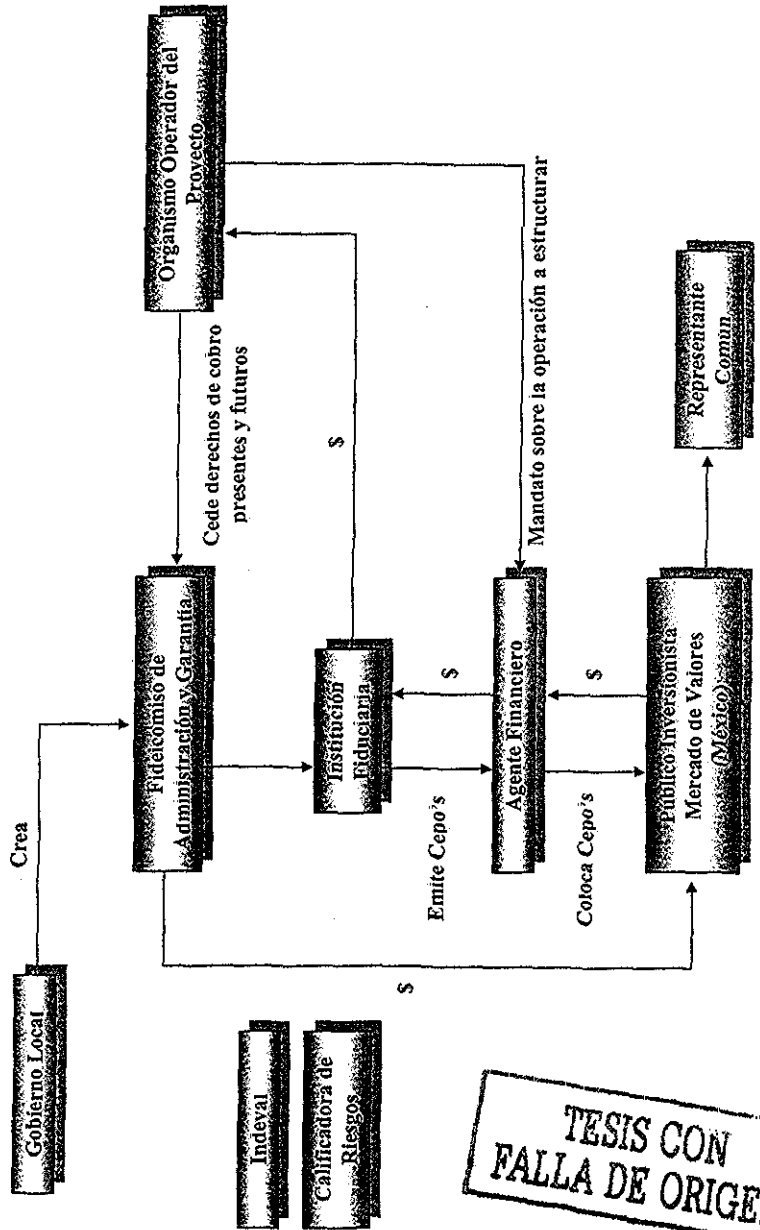
PROPUESTA DE MODELO

BONOS U OBLIGACIONES DIRECTAS

Son aquellos que se emiten con la garantía de la "plena fé y crédito" (que el poder impositivo sobre la propiedad del gobierno emisor de los bonos provee soporte crediticio para la emisión) de la entidad gubernamental emisora.

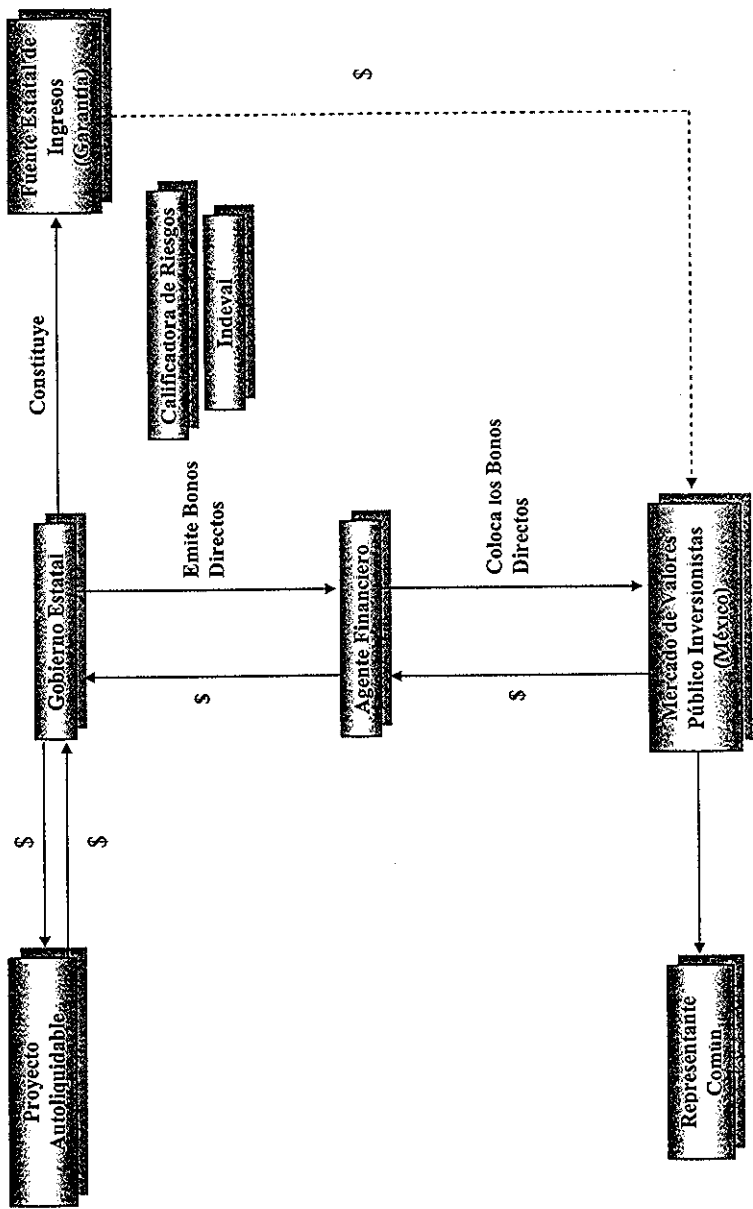
TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

ESQUEMA TRADICIONALMENTE UTILIZADO POR LOS ESTADOS PARA LA BURSATILIZACIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA



TESIS CON FALLA DE ORIGEN

MODELO DE EMISIÓN DE BONOS U OBLIGACIONES DIRECTAS



TESIS CON FALLA DE ORIGEN

CAPÍTULO VIII CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El punto de partida de la investigación fue la inquietud de demostrar que la emisión de bonos de deuda pública (BDP) es una alternativa viable para que las entidades federativas en México financien proyectos productivos autoliquidables, ya sea en forma directa o mediante la constitución de un fideicomiso de administración y garantía (indirecta)

Ante la necesidad de los gobiernos locales de allegarse recursos para financiar proyectos productivos de desarrollo y dado que las percepciones ordinarias de ingreso no son suficientes para cumplir con sus programas de inversión, el mercado de valores se ofrece como alternativa viable para que las entidades federativas obtengan recursos a través de la emisión de bonos de deuda pública y su bursatilización correspondiente

En la actualidad las pocas entidades federativas que acuden al mercado de valores lo hacen en forma indirecta o triangulada a través de la constitución de un fideicomiso para emitir, por conducto de la fiduciaria, Certificados de Participación Ordinarios (CPO) o Pagarés a Mediano Plazo

Al acudir al mercado de valores, las entidades federativas aceptan que se les aplique la normatividad que sobre deuda pública les es aplicada a los particulares y al gobierno federal que participan en su momento en el mercado de valores. Esto obedece a la no observancia por parte de la Comisión Nacional de Valores del artículo 3º, párrafo 4º, de la Ley del Mercado de Valores que la faculta para establecer, mediante disposiciones de carácter general, las características a las que se debe sujetar la emisión y operación de los valores y documentos bursátiles. En este sentido, consideramos que dicha Comisión no ha ejercitado tal facultad al menos en lo que se refiere a definir reglas claras y sencillas, aplicables a la emisión de bonos de desarrollo estatal y municipal susceptibles de ser

utilizados con mayor frecuencia y eficacia por las autoridades hacendarias locales en busca de fuentes alternativas de ingresos.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores omite hacer uso de la facultad que le concede la Ley del Mercado de Valores de poder legislar en materia de bonos de desarrollo estatal. Lo anterior se afirma en base a las recientes reformas a la Ley del Mercado de Valores (1 de junio del 2001), las cuales si bien es cierto que prevén la operación de un nuevo título de crédito, el *certificado bursátil* que puede ser utilizado por las entidades federativas y los municipios como un nuevo instrumento de financiamiento público en forma complementaria o en lugar de los empréstitos tradicionales; también es cierto que al hacer uso los estados y los municipios del título de crédito mencionado, deberán hacerlo en los mismos términos que lo haría un particular, sin atender a la diferencia que significa que el emisor sea el ente público o un particular.

Dado que bajo el nuevo *esquema de financiamiento* aplicable a entidades federativas que solicitan financiamiento crediticio se toma en cuenta el análisis del riesgo-proyecto y no la garantía de las participaciones federales para su otorgamiento; la propuesta concreta de modelo de emisión de bonos u obligaciones directa para ser usada por parte de las entidades federativas que cuenten con capacidad de endeudamiento, adquiere mayor fuerza, puesto que: la entidad federativa de que se trate estaría realizando la emisión con la garantía de la plena fe y crédito que como estado de la república le corresponde, además de poder ofrecer como ventajas de la emisión directa la exención de impuestos, interés bajo, un mejor mercado debido al respaldo crediticio y oportunidad de invertir las ganancias de la emisión de bonos.

El anterior "esquema de mandato", a la luz del cual se regulaba el financiamiento local y en virtud del cual la SHCP fungía como único ejecutor de las garantías ofrecidas por los estados y municipios a sus acreedores cuando estas se basaban en las participaciones que en ingresos federales les correspondían, cumplió en su momento con los objetivos de garantizar a la banca comercial y de desarrollo los financiamientos otorgados a entidades federativas y municipios, pero, simultáneamente limitó a las autoridades locales en su facultad de acceso a

nuevas fuentes de financiamiento distintas al tradicional "crédito bancario", ya que entre otros, la falta de técnica en el manejo transparente de su situación financiera se constituyó en el principal obstáculo para generar confianza en los ahorradores con el propósito de captar más y mejores recursos, sobre todo en el mercado financiero

Con motivo de las reformas de 1995 al artículo 9° de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de Obligaciones y Empréstitos de Entidades Federativas y Municipios y su Reglamento, así como de las Reformas a las Reglas de Capitalización de la Banca Múltiple y de Desarrollo para los Créditos Otorgados a Estados y Municipios (1999), se establecen Nuevas Reglas que regulan a partir del 1 de abril del 2000 la contratación de financiamiento por parte de las entidades federativas y los municipios

El nuevo esquema de financiamiento en vigor a partir del 2001 y aplicable a entidades federativas y municipios establece que, tratándose de operaciones crediticias realizadas entre la banca y aquellas, se llevará a cabo exclusivamente bajo condiciones de mercado. Asimismo, el régimen de capitalización se relacionará con la calificación que otorguen por lo menos dos empresas calificadoras. Las garantías o fuentes de pago ofrecidas en la contratación de crédito estarán respaldadas en la medida en que cada operación contará con la respectiva calificación en la que se evalúe la capacidad de servir puntualmente a las obligaciones de pago de capital e intereses.

Con base en lo mencionado en el párrafo anterior, se confirma la condición de la hipótesis en el sentido de que los proyectos a financiar con la emisión de bonos deben ser autoliquidables, es decir, proyectos capaces de generar los ingresos necesarios para el pago de capital e intereses. Asimismo se confirma la segunda condición en cuanto a que las entidades federativas pueden optar por continuar utilizando el método tradicional de emisión de bonos a largo plazo mediante la constitución de un Fideicomiso de Garantía, con base en el cual se emitan los títulos valor respectivos atados a un riesgo proyecto

De acuerdo con el nuevo esquema de financiamiento aplicable a las entidades federativas y municipios, el Fideicomiso de Administración y Fuente de

Pago, que los estados de la federación están obligados a constituir en la emisión de bonos cuyas principales características se mencionan en el capítulo V de este trabajo, podrá fungir como titular, de los flujos derivados de los rendimientos de la explotación de las obras que se financien con recursos bursátiles, y cumplir con las demás obligaciones de pago correspondiente. Esto le puede significar ahorros a la entidad federativa de que se trate, en los gastos de administración respectivos. Asimismo cabe reiterar que si bien existen leyes, procedimientos y mecanismos federales y locales a observar en materia de deuda pública, también es cierto que aun cuando los mismos se encuentran insertos en el marco global, no se puede soslayar el hecho de lo alejados y ajenos que dichos ordenamientos, mecanismos y procedimientos se encuentran de lo cotidiano, lo local y lo regional. Este es uno de los obstáculos que impiden la salida del subdesarrollo a los niveles locales de gobierno al limitar su participación en el medio bursátil de México y, por ende, sus posibilidades de obtención de apoyo financiero a sus programas de inversión.

A lo largo del presente trabajo de investigación han surgido las respuestas a las preguntas planteadas al inicio del mismo, y en ese sentido se expresan:

La primera de las interrogantes surgidas en el momento de plantear el problema de investigación lo fue el indagar si: ¿Es viable y conveniente que las entidades emitan bonos de deuda pública para financiar infraestructura y obra pública productiva en el México de principios del siglo XXI? La respuesta es en sentido afirmativo: Sí, siempre y cuando el vacío que durante muchos años ha existido en materia de regulación del mercado de valores para ser utilizado por los estados en la emisión de bonos que propicien el desarrollo estatal y municipal, se subsane por las instancias legales competentes, o en su caso continúen como hasta ahora participando en forma indirecta en la emisión de valores, pero con un plan previo de financiamiento permanente que les ayude a incrementar bienes de capital

Asimismo, se precisa indagar: ¿Cuáles son los factores determinantes para impulsar la emisión de bonos de deuda pública (BDP) a nivel de gobierno subnacional en México? y la respuesta es sencilla pero de gran trascendencia ya que básicamente son determinantes, la capacidad de endeudamiento, la calificación positiva de su deuda, y la característica auto-liquidable de los proyectos de las entidades federativas con necesidad de obtención de recursos permanentes que financien la inversión productiva en el mediano y largo plazo.

Ahora bien, si uno se pregunta, ¿Qué obstáculos impiden aprovechar a los gobiernos estatales la facultad para obtener ingresos por bonos destinados a la financiación de proyectos de desarrollo productivo a que se refiere el artículo 117 constitucional?, se pueden enumerar en forma enunciativa más no limitativa los siguientes a) la ausencia de reglamentación en el mercado de valores para la emisión de bonos para el desarrollo estatal y municipal; b) el desconocimiento de estos y otros mecanismos y de su implementación por parte de la mayoría de los funcionarios encargados del manejo de las finanzas públicas locales, y c) la débil situación financiera que la mayoría de las entidades federativas observan en sus sistemas de contabilidad, presupuestación y planeación de inversiones financieras

En contrapartida a la anterior interrogante cabe preguntar, ¿Cómo pudieran las entidades federativas en México recurrir a la emisión de este instrumento (bonos de deuda pública) con mayor efectividad? y la respuesta se da en el sentido de que las entidades federativas en México podrán recurrir con mayor efectividad a la emisión de bonos de deuda pública como fuente adicional de ingresos para realizar proyectos productivos en la medida en que se solucione su debilidad financiera, así como en la medida en que obtengan calificación de riesgo crediticio de las empresas calificadoras autorizadas al efecto por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (A partir de las Nuevas Reglas de Capitalización las cuales entraron en vigor en abril del 2001, se requieren dos calificaciones que midan el riesgo crediticio)

Después de analizar los estudios de caso surge la siguiente interrogante:

¿Cuál es la experiencia y qué lecciones se pueden extraer del uso de la emisión de bonos de deuda pública por el nivel de gobierno subnacional en México? y la respuesta se da en dirección a que el uso de la emisión de bonos de deuda pública por el nivel subnacional en México durante la última década del siglo pasado ha sido escaso en cuanto a número de entidades que han utilizado este mecanismo financiero y el mismo ha estado asociado al financiamiento de infraestructura carretera y/o obras públicas de importancia regional, perfilándose su uso como fuente de refinanciamiento bursátil (caso Morelos):

- En los casos en que el propio proyecto de inversión respaldaba el repago del financiamiento obtenido no hubo mayor problema en la implementación del instrumento financiero en todas sus etapas.
- En 4 de los 5 casos en que se recurrió a la emisión de los CPO se contaba con proyectos productivos en materia de infraestructura carretera (riesgo proyecto).
- En los casos en que se recurrió a la colocación de Pagarés a Mediano Plazo se financió infraestructura urbana (caso Sonora).
- En todos los casos en que las entidades federativas han acudido al mercado de valores no lo han hecho por sí mismas si no a través de una “triangulación”, es decir, si se trata de CPO se constituye un fideicomiso al que se le adjudica un Patrimonio y con base en el cual la institución fiduciaria emitirá los títulos valor de acuerdo con las características especificadas por el Fideicomitente. Si se trata de Pagarés a Mediano Plazo, la propia entidad federativa crea una sociedad anónima la que a su vez hará lo correspondiente para emitir dichos instrumentos crediticios acorde al proyecto a realizar.
- En el caso específico del estado de Morelos (2001), aun cuando su participación en el mercado de valores es consecuencia de un financiamiento estructurado como parte de un programa particular de fortalecimiento de las finanzas públicas, su incursión encuadra en la clásica figura de triangulación

con la que hasta ahora las entidades federativas han participado en el mercado bursátil (emisión indirecta mediante la constitución de un fideicomiso base)

Asimismo, y en relación a lo desarrollado en el capítulo III del tema de investigación, surge la siguiente interrogante: ¿Cuál es la experiencia que existe en el uso de la emisión de bonos de deuda pública (BDP) a nivel local en los países industrializados? y la respuesta es en el sentido de que el uso de la emisión de bonos de deuda pública a nivel subnacional en los Estados Unidos de América se percibe como mecanismo de financiamiento fuerte en la medida en que se está experimentando actualmente con la introducción de nuevos instrumentos de préstamo dentro del mercado del bono exento de impuestos a través de la creación de nuevas fuentes de fondos (arrendamiento financiero, fondos de pensiones, consorcios públicos, etc) que sean considerados como alternativa para incrementar o edificar bienes de capital. Asimismo, se destaca la importancia de la observancia del pacto federal como parte del éxito obtenido por el nivel local de gobierno en el financiamiento de gastos de capital por emisión de bonos. Y en lo que se refiere a la Unión Europea, se destaca la importancia relativa que en los presupuestos de las administraciones territoriales locales tiene el endeudamiento por operaciones de crédito o por emisiones en el mercado de obligaciones.

Como colofón de las interrogantes planteadas al inicio del presente trabajo surge el indagar: *¿Cuáles son las condiciones y requisitos mínimos financieros con los que deberán contar las entidades federativas para que sea factible recurrir a la emisión de bonos como fuente de ingresos?* y la respuesta directa se da al señalarse que: las condiciones mínimas financieras con las que deberán contar las entidades federativas en México, a fin recurrir a la emisión de bonos como fuente de ingresos de manera exitosa son: finanzas públicas saludables, sistemas de contabilidad confiables, presupuestación y planeación de inversiones en forma realista y hacia proyectos de alta rentabilidad económica y buena calificación de su deuda por parte de dos agencias calificadoras autorizadas.

Adicionalmente se enumeran una serie de proposiciones y juicios surgidos a raíz de la investigación sobre la viabilidad y conveniencia de la emisión de bonos de deuda pública por los gobiernos estatales en México.

1 Las políticas públicas del desarrollo en el caso de México pretenden alcanzar el objetivo de elevar el nivel de vida de los mexicanos. Para lograr tal propósito es indispensable contar con fuentes permanentes de recursos que financien la inversión en el mediano y largo plazos. Por ello se debe fortalecer el ahorro interno público y privado y orientar el ahorro externo como complemento del ahorro interno hacia inversiones productivas.

2 Aun cuando desde el punto de vista constitucional a los niveles subnacionales de gobierno (entidades federativas y municipios) no les corresponde intervenir en la planeación del financiamiento del desarrollo, en la práctica (siguiendo las políticas económicas dictadas por el centro) dichas instancias de gobierno participan como promotores de la actividad y el desarrollo económico de sus respectivas comunidades, por lo que resulta necesario darles la facultad legal sobre las acciones que de hecho realizan y promover para ello las reformas necesarias desde el punto de vista constitucional.

3 Para lograr un verdadero crecimiento económico es de suma importancia que los países en vías de desarrollo cuenten con mecanismos eficaces para la ampliación de la infraestructura, de una mayor educación a la población, de un cambio tecnológico acelerado y con un sistema financiero moderno y competitivo que permita captar y canalizar adecuadamente los flujos financieros de la población.

4 El costo que en términos de crecimiento económico le significa a la federación buscar el equilibrio en las finanzas públicas y sanos mecanismos de financiamiento público afecta en forma importante a las finanzas públicas locales en la medida en que también a sus haciendas públicas le son recortados los recursos federales, con la consiguiente disminución de sus gastos de inversión.

5. Del análisis real de los ingresos efectivos ordinarios de las entidades federativas en México por el período 1991-1999 tres hechos se distinguen y nos muestran las tendencias financieras estatales: 1) el crecimiento de los ingresos estatales, 2) la consolidación del renglón participaciones federales como su más importante fuente de ingresos, 3) la aparición año tras año de déficits financieros debido al limitado crecimiento de los principales renglones de ingresos estatales

6. Del análisis real de los egresos efectivos ordinarios de las entidades federativas en México por el período 1991-1999 dos hechos se distinguen: 1) los gastos administrativos se han consolidado como el rubro que absorbe la mayor cantidad de los egresos estatales, 2) el renglón de los gastos administrativos se aleja cada vez más de las cantidades destinadas a cubrir el renglón por obra pública y fomento (gasto corriente > gasto de inversión) lo que nos indica que su capacidad de producción se limita a los ingresos ordinarios que para tal efectos se contempla.

7. Tratando de hacer mayor cantidad de obras y servicios públicos, los gobiernos locales, además de allegarse las fuentes tradicionales de recursos, recurren a buscar nuevas y mejores alternativas para financiar obras públicas. El mercado de valores se perfila como una opción para el financiamiento público local y la intermediación financiera como facilitadora de flujo de fondos y de intercambio o compraventa de valores y factor de desarrollo.

8. El adquirir deuda pública puede tener como propósito principal cubrir los gastos que no se pueden satisfacer con los ingresos ordinarios de las haciendas públicas estatales y que propicien su desarrollo.

9. La deuda pública que las entidades federativas destinen a cubrir gasto y al pago de intereses de la deuda y no al renglón de obras públicas y fomento, afecta negativamente su desarrollo

10 En virtud de que para la mayoría de las entidades federativas en México la razón gasto corriente/participaciones federales es elevada comparada con la razón gasto de inversión/participaciones federales, ello significa que los estados tienen incentivos para endeudarse, de donde la emisión de bonos se les ofrece como alternativa de financiamiento.

11 Si bien todas las entidades federativas pueden en un momento dado, hacer uso de la emisión de bonos de deuda pública para financiar su gasto de inversión, de acuerdo al nuevo esquema de endeudamiento aplicable a partir del 2001 resulta importante el diseño de un mecanismo viable para el manejo de posibles riesgos financieros de los estados y evitar en lo posible situaciones adversas.

12. Frente a una situación de escasez de recursos abundantes contra abundantes demandas de obras y servicios públicos, la búsqueda y obtención de fuentes de financiamiento y la eficiencia en la recaudación y manejo de sus propios ingresos son elementos fundamentales de la política de desarrollo y financiamiento que todo gobierno estatal debe instrumentar para cumplir con sus responsabilidades.

13. En México, la cada vez mayor dependencia económica y política de los estados y los municipios hacia el gobierno federal (debido, entre otros factores al Sistema Nacional de Coordinación Fiscal en vigor) y la lentitud con que se avanza hacia una verdadera descentralización no sólo de recursos sino del ejercicio del poder y atribuciones, seguirá generando desequilibrios fiscales.

14. Al mercado de dinero concurren títulos de deuda cuyos principales emisores son el gobierno federal, empresas privadas (bancarias y no bancarias) y entidades paraestatales. Los instrumentos de deuda del gobierno federal (CETES, TESOBONOS, AJUSTABONOS, BONDES y otros) son utilizados por éste en mayor o menor grado en la regulación de las variables monetarias y como fuentes de financiamiento del gasto público federal

15. Dado que la experiencia de los países desarrollados nos indica que el crecimiento económico está estrechamente ligado a la existencia de un importante mercado de capitales, es en este renglón donde se hace necesario que México busque financiamiento externo a largo plazo (es decir, capital menos especulativo) y se convierta en una alternativa importante para la canalización de recursos al sector productivo.

16. Las experiencias de las autoridades locales hacendarias en el mercado de valores durante la última década han sido escasas, dispersas y eventuales, asociadas a la infraestructura carretera y/o obras públicas de importancia regional, habiéndose utilizado con mayor frecuencia los instrumentos de deuda llamados Certificados de Participación Ordinaria (CPO) amortizables y pagarés a mediano plazo. En ambos casos, los estados actúan en forma indirecta a través de una triangulación, creando un fideicomiso (CPO), o una sociedad anónima (pagaré a mediano plazo) en base a los cuales se emitirán los títulos respectivos. Lo anterior nos indica que existe una cultura incipiente del financiamiento bursátil local.

17. Ante la ausencia de reglamentación en el mercado de valores para la emisión de bonos para el desarrollo estatal y municipal, a las entidades federativas y municipios se les aplican las mismas normas que para emisión de valores rige para la iniciativa privada. Al efecto se considera que no obstante que los estados y municipios al igual que todo ente necesitado de recursos que pretenda colocar instrumentos de deuda en el mercado bursátil debe cumplir con una serie de requisitos que incluya información cierta y precisa a fin de proporcionar seguridad al público inversionista en adquisición de valores, el ente público no debe ser

tratado de la misma manera que un particular, pues a diferencia de este último, el estado tiene carácter permanente, como persona pública no necesita ahorrar como sucede en la economía privada, para hacer frente a imprevistos, pues el estado está siempre en la posibilidad de obtener ingresos extraordinarios, además de contar con un patrimonio que, sumado a su deuda, integran la hacienda pública estatal y por lo mismo le corresponde una capacidad de endeudamiento, en base a la cuál teóricamente puede pedir prestado.

18. Se propone como modelo de emisión de bonos de deuda pública, a emitir por las entidades federativas con capacidad de endeudamiento a los bonos u obligaciones directas. Estos son aquellos que se emiten con la *garantía y la plena fe y crédito* de la entidad gubernamental emisora. Por plena fe y crédito se entiende que el poder impositivo sobre la propiedad del gobierno emisor de los bonos provee apoyo crediticio para la emisión. Las ventajas que ofrece son la exención de impuestos, interés bajo, mejor mercado crediticio, oportunidad de invertir las ganancias de la emisión de bonos, y ahorro en los gastos de administración.

19. En los Estados Unidos de América en el nivel subnacional (local y estatal) en el campo del financiamiento del capital, además del método tradicional de emitir bonos a largo plazo, se está experimentando creativamente a través de la introducción de nuevos instrumentos de préstamo dentro del mercado del bono exento de impuestos o a través de la creación de nuevas fuentes de fondos (arrendamiento financiero, fondos de pensiones, consorcios públicos, etc) que sean consideradas como alternativa para incrementar o edificar bienes de capital.

20. En la Unión Europea el endeudamiento en los presupuestos locales es de importancia relativa. En todos los países de la Unión Europea las administraciones territoriales pueden recurrir al crédito esencialmente si está destinado a la inversión y en una menor medida a la reestructuración de deuda, participaciones en empresas públicas o a la financiación del déficit de sociedades que dependen de las administraciones territoriales

BIBLIOGRAFÍA GENERAL

- Acosta Romero, Miguel (2000), *Nuevo derecho bancario*, Ed. Porrúa.
- Ayala Espino, José (1999), *Economía del sector público mexicano*, Facultad de Economía, UNAM.
- Banco de México (1993), *Circular 39/89 BIS*, diciembre.
- _____ (1994), *Circular 2008/94. Anexo 7*, 17 de febrero.
- _____ (2002) Informe Anual 2001
- Bojórquez León, César (1994), El mercado de valores Una opción para el financiamiento público local, INDETEC.
- Boletín Oficial, Órgano de Difusión del Gobierno del Estado de Sonora*, 25 de octubre de 1990.
- _____ (1999), tomo CLXIV, 31 de diciembre
- Bolsa Mexicana de Valores, *Operación del mercado de valores en México*.
- Brigham, Eugene F., y Joel F. Houston (1998), *Fundamentals of Financial Management*, The Dryden Press.
- Cabello, Alejandra (1999), *Globalización y liberación financiera y la Bolsa Mexicana de Valores: Del auge a la crisis*, Ed. Plaza y Valdez.
- Cabello Gil, José Antonio (1999), "El papel de los gobiernos municipales en el desarrollo económico y social de sus comunidades", *Hacienda Municipal*, no 69, INDETEC, diciembre.
- Calva, José Luis, *El Modelo Liberal Mexicano. Costos Vulnerabilidad, Alternativas*, México, Juan Pablos Editor, 1995.
- _____ (2000), *Después del Neoliberalismo, Finanzas Públicas para el Desarrollo (I)*, El Universal
- Campos A. T., Ricardo (1995), "El Fondo Monetario Internacional y la deuda externa mexicana, estabilización y crisis", Ed. UAEM.
- Chapoy Bonifaz, D. Beatriz (1992), *Finanzas nacionales y finanzas estatales: mecanismos de conciliación*, UNAM.

- Cole, Lisa, R. Duvan Dawn, Samuel H. Owen y Jolm Vogt A. (1983), *Guide to Municipal Leasing*, Municipal Finance Officers Association, Chicago.
- De la Garza, Sergio Francisco, (1947), *Derecho Financiero Mexicano*, Ed Porrúa.
- Diéguez Armar, Roberto (1980), *Crédito SHCP*, documento oficial inédito.
- Duff & Phelps de México (1999), *Perfil de calificaciones*, tercer trimestre.
- Faerber, Esmé (1999), *All About Bonds and Bond Mutual Funds*, McGraw-Hill
- FLACSO (1995), *Boletín de Información de la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales*, año I (nueva época), no. 2, enero-marzo.
- Flores Zavala, Ernesto (1997), *Elementos de finanzas públicas mexicanas*, Ed. Porrúa.
- Galindo Guarneros, Gustavo (1972), *Certificados de participación. Expectativas y frustraciones. Biografía sobre el fideicomiso*, Ed. UNAM.
- Gamas Torruco, José (1996), "Del estado federal, orígenes, realidades y perspectivas", *Gaceta Mexicana de Administración Pública Estatal y Municipal*.
- Gamboa, Rafael (1997), *El rescate financiero de los gobiernos estatales por el gobierno federal Comparación de los casos de Estados Unidos, Brasil y México*, Banco de México, serie Documentos de Investigación, no. 9704.
- Gaudemet Paul Marie, Molinier Joel(1996),*Finances Publiques* Tomo 1 Budget/Trésor, Montchrestien 7o Edition, París
- Giulliani Fonrouge, Carlos M., (1969), *Derecho Financiero, De Palma Buenos Aires*.
- González Beltrones, Adria (1994), *El empréstito público como factor de fortalecimiento financiero municipal*, México, INAP-ISAP
- Government Finance Research Center of the Municipal Finance Officers Association (MFOA) (1992), "Técnicas de financiamiento de la

- infraestructura pública utilizada por los gobiernos locales de los Estados Unidos de América, *INDETEC Trimestre Fiscal*, no. 40, julio-sept , pp. 183-222.
- Gutiérrez Vidal, Manuel, y Sárah Martínez Pellegrini (1994), "El papel de los gobiernos locales en el desarrollo regional", *Gestión y Política Pública*, vol III, no 1, México, CIDE
- Hallemond Flucher, Marie Alice (1998), *Las finanzas locales en los quince países de la Unión Europea*.
- Heras José, (2000), *Diccionario de Mercados Financieros*, Gestión 2000
- Heyman Timothy, (1998), *Inversión en la Globalización, Análisis y Administración de las Nuevas Inversiones Mexicanas*,. Bolsa Mexicana de Valores, Milenio, Instituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, Instituto Tecnológico Autónomo de México.
- INAP, (1996), *Diagnóstico del Sistema de Contribución y Distribución de la Hacienda Pública Estatal y Municipal*. INAP
- INDETEC (1992), *El sistema financiero como fuente de recursos para la infraestructura pública local*.
- _____ (1993), *Recuperación de créditos por obras y servicios públicos locales a través de las contribuciones especiales y aportaciones basadas en el principio del beneficio*.
- _____ (1994), *Normatividad en materia de deuda pública estatal y municipal*
- Instituto Mexicano de Capitales, *Operación del mercado de valores en México*.
- Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática (1997), *Último informe*.
- _____ (1997), *Finanzas públicas estatales y municipales de México, 1991-1995*
- _____ (2001), *Finanzas públicas estatales y municipales de México, 1996-1999*.

- Jiménez Llamas, Miguel, y Roberto García Romo (1995), *La administración pública sonorensis, el pasado reciente y el desafío del futuro*, Gobierno del Estado de Sonora, Secretaría de la Contraloría.
- Kitchen, Richard L. (1987), *El financiamiento de los países en desarrollo*, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, Banco Internacional.
- Margain Manautou, Emilio (1999); (2000), *Introducción al estudio del derecho tributario*, México, Ed Porrúa
- Martínez Almazán, Raúl (1996), *Las finanzas del Sistema Federal Mexicano*, INAP.
- McKinnon, Ronald (1974), *Dinero y capital en el desarrollo económico*, CEMLA.
- OCDE (1999), *Mejorar los ingresos fiscales, reforzar el sistema bancario*, Estudios Económicos, Temas Especiales, México.
- Ortiz Calisto, Edgar (1995), *Mercados de capitales y el desarrollo e integración financiera de México: integración financiera y TLC*, Siglo XXI.
- Penguin, (1978) *Dictionary of Modern Economics*, 2° Edición Gran Bretaña
- Poder Ejecutivo Federal (1990), *Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 1990-1994*, México, SHCP.
- _____ (1997), *Programa Nacional de Financiamiento 1997-2000*, México, SHCP.
- Retchkiman Benjamin K. (1977), *Introducción al Estudio de la Economía Pública*, UNAM
- Revista Federalismo y Desarrollo* (1997), Banobras, enero-marzo.
- Revista INDETEC* (1992), no. 40, INDETEC, julio-septiembre
- Rodríguez Peñalosa, Martín (1997), *Desarrollo económico en México y el Estado de México*, UAEM, Coordinación General de Investigación y Estudios Avanzados, Centro de Investigación y Estudios Avanzados de la Población.

- Romero Hicks, José Luis, *Bursatilización de los derechos por uso de carreteras y puentes estatales de cuota de la carretera Guanajuato-Silao*, INDETEC, no. 112
- Saucedo Sánchez, José Alberto (1996), *Hacia el federalismo fiscal*, INAP
- Savary, Itzhak, y Barry Topf (1992), *La desregulación financiera global La banca comercial en la encrucijada*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Schumpeter, Joseph Alois (1928), "The Instability of Capitalism", *Economics Journal*, vol. XXXVIII.
- Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1980), *Crédito*, documento oficial inédito, octubre.
- _____ (2001), *Nuevo esquema de financiamiento para gobiernos estatales*, documento inédito, noviembre.
- Solís, Leopoldo (1997), *Evolución del sistema financiero mexicano, hacia los umbrales del siglo XXI*.
- Somers, Harold M., "Finanzas Públicas e Ingreso Nacional", 1981, p.374
- Standard & Poor's de México (2000), *Calificaciones y comentarios*, enero.
- Todaro, M (1988), *El desarrollo económico del Tercer Mundo*, México, Ed. Alianza.
- Uribe Gómez, José Candelario, y Salvador Santana Loza (1994), *Normatividad en materia de deuda pública estatal y municipal*, México, INDETEC.
- Vega Rodríguez, Francisco Javier, Efraín Caro Razú, Manuel Espinosa de los Monteros Guerra, Gerardo Gamboa Ortíz y José Javier Robles (1998), *El mercado mexicano de valores, capitales y productos derivados: sus instrumentos y sus usos*, Grupo de Asesores Financieros, Ed Eón.
- World Resource Institute (1992), *Recursos mundiales, 1992, 1993*, Instituto Panamericano de Geografía e Historia México.

Zedillo Ponce de León, Ernesto (1995), "Nuevo federalismo, estados y municipios libres", *El Nacional*, México D. F., 7 de mayo

TEXTOS JURÍDICOS

Constitución Política del Estado de Sonora.

Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos (2000).

Decreto que autoriza al Ejecutivo del Estado de Sonora a gestionar y contratar empréstitos (1993)

Ley de Coordinación Fiscal Federal

Ley de Deuda Pública del Estado de Sonora

Ley de Hacienda Estado de Sonora.

Ley de Ingresos para el Ejercicio Fiscal 1999 del Estado de Sonora.

Ley de Planeación Federal

Ley de Presupuesto Contabilidad y Gasto Público del Estado de Sonora.

Ley de Presupuesto de Egresos para el Ejercicio Fiscal 1999 del Estado de Sonora

Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito.

Ley Orgánica del Poder Ejecutivo del Estado de Sonora.

Reglamento del Artículo 9º. de la Ley de Coordinación Fiscal en Materia de Registro de Obligaciones de Entidades Federativas y Municipios.

Reglamento Interior de la SHSCP.

BIBLIOGRAFÍA ELECTRÓNICA

Acciones, Bolsa, Economía, Mercado de Dinero, Finanzas:

<http://www.decisionfinanciera.com>

Banco de México: <http://www.banxico.org.mx>

Banco Interamericano de Desarrollo:

http://www.iadb.org/exr/español/index_español.htm

Banco Mundial The World Bank Group: <http://www.workbank.org>

Bolsa Comercial de Chicago – Chicago Board of Trade:

<http://www.cbot.com/index2.html>

Bolsa de Valores de Nueva York – The New York Stock Exchange:

<http://www.nyse.com>

Bolsa Mexicana de Valores (BMV): <http://www.bmv.com.mx>

Comisión Nacional Bancaria y de Valores: <http://www.cnbv.gob.mx>

Fondo Monetario Internacional: <http://www.imf.org>

Indicadores Económicos de México:

<http://www.quicklink.com/mexico/indicad.htm>

Libros UNAM: <http://www.bibliounam.unam.mx>

Nacional Financiera-NAFIN: <http://www.nafinsa.gob.mx>

Revista *Forbes*: <http://www.forbes.com>

ANEXO 1

INVESTIGACIONES CUANTITATIVAS, REALIZADAS CON EL PROPÓSITO DE EXAMINAR LOS DISTINTOS IMPACTOS DEL DESEMPEÑO DEL SECTOR FINANCIERO EN EL DESARROLLO ECONÓMICO

1. En países con instituciones financieras, inadecuadamente desarrolladas, la diversificación del riesgo se realiza mediante una elección de proyectos menos especializados y por lo tanto, seleccionando tecnologías menos productivas y menos innovadoras. Saint Paul "Technological Choise, Financial Markets and Economic Development"(1992).

2. Economías con mercados financieros delgados, incrementan los costos de la intermediación financiera, aumentando la tasa de descuento de los proyectos productivos de más alta tecnología, con un impacto adverso en el crecimiento de largo plazo. F. Ziliboti "Endogenous Growth and Intermediación in an Archipelago Economy"(1994)

3. Economías con mercados financieros imperfectos y con inadecuado desarrollo, tienen un efecto negativo en la tasa de desarrollo económico. Es decir, un elevado grado de monopolio es característico en mercados financieros poco desarrollados, impactando negativamente el crecimiento. O. Sussman "A theory of Financial Development"(1993).

4. Economías con mercados financieros poco desarrollados intensifican el racionamiento crediticio reduciendo las tasas potenciales de crecimiento. J. Stiglitz "The Role of the State in Financial Markets" (1994, P. Romer " Increasing Returns and Long—Run Growth" (1986), V. Bencinvenga—B. Smith "Some consequences of Credit Rationing in an Endogenous Growth Model"(1991).

5. El costo marginal de la represión financiera es alto. Roubini Sala—i—Martin "Financial Repression and Economic Growth"(1992).

6. El crecimiento económico en el siglo XIX fue financiado por los mercados financieros en aproximadamente 25-33%. En el siglo XX, durante los años 80's y 90's, en los países que experimentaron las tasas más aceleradas de crecimiento, se observó que su acumulación de capital fue financiada en 50%, por el sector financiero, destacándose el mercado de capitales. F. Allen "Stock Markets and Resource Allocation"(1993), Ajit Singh "The Stock Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock Markets" (1992).

7. Para un análisis del periodo 1980-1988, con una muestra de 72 países, se observó un efecto favorable en el crecimiento económico del dinamismo existente del mercado de capitales. Atje· Jovanovic "Stock Markets and Resource Allocation"(1993).

8. La calidad del monitoreo del riesgo crediticio es más eficiente en ambientes competitivos y mercados financieros profundos. Allen "Stock Markets and Resource allocation"(1993)

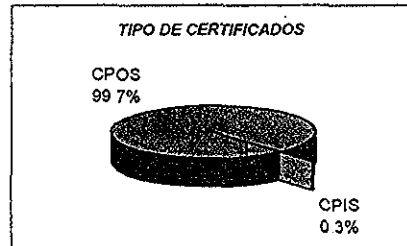
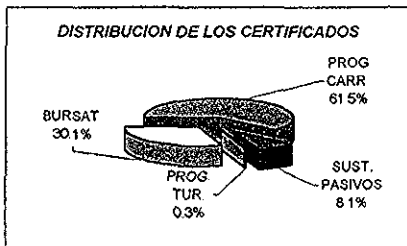
9. Las crisis financieras asociadas con los procesos de privatización fueron más intensas cuando el procedimiento para llevar a cabo dichos procesos, se realizó con subastas públicas. Saint Paul "Technologic Dualism, Incomplete Financial Markets and Economic Development"(1993).

10. El desarrollo económico no puede sostenerse sin expandir el tamaño del sistema financiero. Niels Hermes- Robert Lensik "Financial Development and Economic Growth. Theory and Experiences from Developing Countries"(1996).

ANEXO 2

CERTIFICADOS DE PARTICIPACION EN CIRCULACION AL 30 DE ABRIL DE 2002

TIPO	EMISORAS		EMISORAS		SALDO EN CIRCULACION	
	No.	%	No.	%	IMPORTE *	%
ORDINARIOS	12	100.0%	25	100.0%	15,644,223.4	100.0%
SITUACION DE PASIVOS (Sin problemas)	3	25.0%	3	12.0%	1,264,329.2	8.1%
PROGRAMA CARRETERO	7	58.3%	14	56.0%	9,653,432.2	61.7%
SIN PROBLEMAS	6	85.7%	13	92.9%	8,428,964.9	87.3%
CON PROBLEMAS	1	14.3%	1	7.1%	1,224,467.3	12.7%
BURSATILIZACION DE CTAS. POR COBRAR (Sin problemas)	2	16.7%	8	32.0%	4,726,462.0	30.2%
CAPITALIZACION (Sin problemas)	0	0.0%	0	0.0%	0.0	0.0%
PROGRAMA TURISTICO	0	0.0%	0	0.0%	0.0	0.0%
INMOBILIARIOS (PROGRAMA TURISTICO)	1	100.0%	1	100.0%	47,437.4	100.0%
SIN PROBLEMAS	0	0.0%	0	0.0%	0.0	0.0%
CON PROBLEMAS	1	100.0%	1	100.0%	47,437.4	100.0%
TOTALES CERTIFICADOS DE PARTICIPACION	13	100.0%	26	100.0%	15,691,660.8	100.0%
ORDINARIOS	12	92.3%	25	96.2%	15,644,223.4	99.7%
INMOBILIARIOS	1	7.7%	1	3.8%	47,437.4	0.3%



* Cifras en miles de pesos

MOVIMIENTOS EN EL MES DE ABRIL DE 2002

CERTIFICADOS DE PARTICIPACION ORDINARIOS		
SALDO AL 31 DE MARZO DE 2002 :		15,552,606.0
EMISIONES NUEVAS	00	00
NINGUNA		
MOVIMIENTOS PARCIALES (+/-)	91,617.4	91,617.4
1		
AMORTIZACIONES (ANTICIPADAS (A) Y AL VENCIMIENTO (V))	00	00
NINGUNA		
SALDO EN CIRCULACION AL 30 DE ABRIL DE 2002 :		15,644,223.4

CERTIFICADOS DE PARTICIPACION INMOBILIARIOS		
SALDO AL 31 DE MARZO DE 2002 :		47,437.4
EMISIONES NUEVAS	0.0	0.0
NINGUNA		
MOVIMIENTOS PARCIALES (+/-)	0.0	0.0
1		
AMORTIZACIONES (ANTICIPADAS (A) Y AL VENCIMIENTO (V))	0.0	0.0
NINGUNA		
SALDO EN CIRCULACION AL 30 DE ABRIL DE 2002 :		47,437.4

Cifras en miles de pesos

(1) : Ajustes realizados por variaciones en el saldo en circulación de algunas emisiones debido al cálculo realizado para determinar dicho saldo tomando en cuenta el número de títulos inscritos y el valor nominal ajustado de emisiones con reestructura y/o capitalización de intereses.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



nacional financiera, s. n. c.

Dictamen Técnico de la emisión de Certificados de Participación Ordinarios Amortizables denominados GTOSIL97

Los valores que se presentan a continuación son estimaciones realizadas por esta Institución basados en las características de los instrumentos a emitir proporcionados por el solicitante y, en el Fideicomiso "Acceso Guanajuato" con N.º 994-7, constituido el 10 de Diciembre de 1997 en Nacional Financiera, S.N.C.

El valor presente de los flujos netos estimado a 10 años de la Carretera Guanajuato S/A, cuyos datos definitivos se proporcionaron a la Institución el 11 de diciembre de 1997, asciende a la cantidad de:

\$ 128,921,300

De acuerdo al análisis practicado por esta Institución y conforme a lo que establece el Artículo 228.11 de la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, el monto máximo de la emisión de Certificados de Participación Ordinarios Amortizables con base al patrimonio del Fideicomiso es de \$ 1,000,000,000.00, los cuales son:

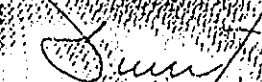
\$ 84,000,000.00 PREFERENTES

\$ 1,000,000,000.00 SUBORDINADOS

Dado que el presente dictamen se emite con base a la documentación proporcionada por el solicitante, su expedición no implica responsabilidad alguna para Nacional Financiera, S.N.C. en relación con la veracidad de la citada información.

México, D.F. a 11 de Diciembre de 1997.


Ing. Carmen M. Lomus Real
Experto Valuador


Arq. Raúl de la Fuente Reyes
Gerente Fiduciario de Avalúos

TESIS CON FALLA DE ORIGEN



GOBIERNO
DEL ESTADO
DE SINALOA

OFERTA PUBLICA DE
3'000,000
CERTIFICADOS DE PARTICIPACION ORDINARIOS AMORTIZABLES
CON VALOR NOMINAL DE \$ 100,000 CADA UNO

CON VALOR CONJUNTO DE
\$ 300,000'000,000.00
(TRESCIENTOS MIL MILLONES DE PESOS)

CARACTERISTICAS DE LA EMISION:

PERIODO DE OFERTAMIENTO: 7 y 8 de agosto de 1991

FIDEICOMITENTE: Gobierno del Estado de Sinaloa

FIDEICOMISARIOS: Tituladores de los Certificados: Gobierno del Estado de Sinaloa, Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos S.N.C.

FIDUCIARIO EMISOR:



BIENES FIDEICOMITIDOS: Los derechos de cobro y cupos derivados de la concesión que se traduce en los productos que ingresen por concepto de las cuotas de peaje autorizadas por la Secretaría de Comunicaciones y Transportes por el uso de la Carretera Benito Juárez Culiacán - Las Brisas.

CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS:

VALOR NOMINAL DE LOS CERTIFICADOS: \$ 100,000 (CIENTO MIL PESOS)

DESIGNACION: CERTIFICADOS SINALOA 91

CLAVE DE PIZARRA: (SINALOA) 91

PLAZO DE LA EMISION: 48 periodos de 91 días

TASA DE INTERES: A partir de su fecha de colocación y en tanto no sean amortizados, los Certificados de Participación generarán un interés real anual sobre el valor del principal ajustado, a la tasa de interés real anual de 5.88%.

PAGO DE INTERES: Los intereses se liquidarán cada 91 días, o en su caso, el día hábil inmediato anterior que proceda. Para el efecto del cálculo, se utilizará la tasa más, es decir 360 días y el número de días naturales efectivamente transcurridos en cada periodo de pago de cupón.

AMORTIZACION DEL CAPITAL: Se pagará el monto del principal en dos amortizaciones correspondientes a los periodos 24 y 48. Dicho monto será actualizado por el Índice General de Precios al Consumidor quincenal de acuerdo a los lineamientos establecidos en la escritura de la emisión.

POSIIBLES ADQUIRENTES:

- Personas Físicas y Morales.
- Instituciones de Seguros y Fianzas
- Almacenes Generales de Depósito, Arrendadoras Financieras, Uniones de Crédito y Empresas de Factoraje Financiero
- Fondos de Pensiones, Jubilaciones y de Puntos de Antigüedad.
- Sociedades de Inversión.
- Instituciones de Crédito.
- Dependencias del Gobierno Federal y Estatales, Municipales, Organismos Descentralizados, y Empresas de Participación Estatal que en su caso cuente con la autorización que corresponde.

REPRESENTANTE COMUN: Inversora Bursátil, S.A. de C.V., Casa de Bolsa.

SINDICATO COLOCADOR: Operadora de Bolsa S.A. de C.V., Casa de Bolsa.

INTERMEDIARIO COLOCADOR:



CASA DE BOLSA
INVERLAT®

Los títulos objeto de la presente oferta se encuentran inscritos en la Sección de Valores del Registro Nacional de Valores e Intermediarios y se colocarán en Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V.

La inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios no implica certificación sobre la bondad del valor o la solvencia del emisor.

México, D.F., a 7 de agosto de 1991.

AUL CNV 3717

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



INVERSORA BURSATIL, S.A. DE C.V.
 Casa de Bolsa
 GRUPO FINANCIERO INBURSA

Octubre 25 de 1999

LIC. MARIO SORIA GACHUZ
 ESPECIALISTA BURSATIL
 BOLSA MEXICANA DE VALORES, S.A. DE C.V.
 Reforma 255-4° piso
 Col. Cuauhtémoc
 México, D.F.

Estimados señores:

En relación con la Emisión de CERTIFICADOS DE PARTICIPACION ORDINARIOS AMORTIZABLES DEL GOBIERNO DEL ESTADO DE SINALOA (SINALOA) 91, y en cumplimiento a lo establecido en la Clausula Décimanovena del Clausulado de Emisión correspondiente, informamos a ustedes el Valor Ajustado del Principal y por cada uno de los "CEPOS" de acuerdo al Índice Nacional de Precios al Consumidor quincenal, al 25 de octubre de 1999.

6 noviembre

$$150\ 000\ 000\ 00 \times \frac{305\ 335}{73.78} = \$\ 620\ 767\ 823\ 259 \text{ (Valor Ajustado)}$$

En donde: 305.335 Índice Nacional de Precios al Consumidor Actual
 73.78 Índice Nacional de Precios al Consumidor Inicial

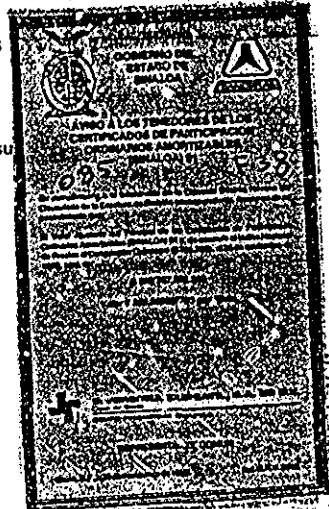
Sobre un monto de \$ 150 000 000 00

$$\text{Valor de cada "CEPO"} = \frac{620,767,823,259}{3'000,000} = \$\ 206,922,607,753$$

Esperando que lo anterior sea de su conformidad estamos a su al respecto.

ATENTAMENTE

[Signature]
 LIC. JULIO CESAR CABRERA PEREZ
 GERENTE DE FINANCIAMIENTO CORPORATIVO



PASEO DE LAS PALMAS 736 EDIF B
 COL. LOMAS DE CHARULTEPEC
 06700-MEXICO, D.F.

REG. FED. CONT. 19C-920409-F55 AUT. C.N.V. 20-18

TELEFONOS: 5625-4903 5602-1122

FAX: 5540-7482 5527-5326

**TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN**

OFERTA PUBLICA DE PAGARES DE MEDIANO PLAZO
CON AVAL BANCARIO DE



EMITIDO POR:



CON VALOR DE:
\$ 400,000'000,000

CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS:

Emisor: RIO SONORA S.A. DE CV
Tipo de Documento: Pagare de Mediano Plazo con Aval del Banco Nacional de Comercio Exterior, S.N.C.
Clave de Plazas: HSONORA P02
Monto de la Emisión Autorizada para Circular: \$ 400,000,000.00
Garantía: Los pagares que aquí se ofrecen estarán garantizados mediante el aval otorgado por el Banco Nacional de Comercio Exterior, S.N.C.
Valor Nominal de los Pagares: \$ 100,000
Plazo: 450 días
Monto de la Oferta: \$ 400,000,000.00
Tasa de Rendimiento: A partir de su fecha de colocación y en tanto no sean amortizados, los pagares de mediano plazo que están en interés fijo anual sobre su valor nominal. Según el Representante Común. Hasta los días 30 de cada mes, al cierre de cada año anterior a dicho momento. Forma de Determinación de la Tasa de Interés: El interés se otorgará a partir de la fecha de colocación y se recalcula durante el periodo siguiente, para lo cual se tendrá en cuenta la tasa que resulte mayor de comparar:
1) 25% (veinticinco por ciento) en cualquier caso inferior a 35 días antes de cada periodo de reajuste y a 50 (cincuenta) puntos del índice sobre la más alta de las siguientes tasas de rendimiento anual:
1.1) La mayor tasa anual de rendimiento de los Comités de Valores Bancarios (CECB) denominados en moneda nacional para personas físicas. A partir de fecha 182 días antes de cada ajuste a un caso equisubjetivo a 91 días antes de cada periodo de reajuste, según la publicación del Banco de México en el "Diario Oficial" de la Federación, en la fecha de ocurrencia de la tasa de interés, o en su defecto, en la más alta de las tasas de los 22 días hábiles anteriores a dicha fecha.
1.2) La mayor tasa anual de rendimiento de los Pagares con Rendimiento Liquidativo de Interés Fijo (PRIFRES), denominados en moneda nacional, para personas físicas a plazo fijo de hasta 182 días, capitalizándose, en su caso, quincenalmente a 91 días del vencimiento por sus intereses, según el "Diario Oficial" de la Federación, en la fecha de determinación de la tasa de interés, o en su defecto, en la más alta

dentro de los 22 días hábiles anteriores a dicha fecha.
1.3) La mayor o, en su caso, la única tasa, de rendimiento anual de tiempo ponderada, que a su vez haya un colocación prima de los Comités de la Tesorería de la Federación (COTEF) a plazo fijo de hasta 182 días, capitalizándose, en su caso, quincenalmente a 91 días del vencimiento por el Banco de México o la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de CV, en la fecha de determinación de la tasa de interés, o en su defecto, dentro de los 22 días hábiles anteriores, en cuyo caso se otorgará la más alta de las tasas comunicadas en la fecha más próxima a dicha fecha.
A la tasa que resulte mayor de comparar las respectivas de los dos casos en su caso, se agregará el sumando, en su caso, la tasa por intereses que, de acuerdo con el artículo 10 de la Ley del Impuesto sobre el Renta, en su caso, aplica, vigente en la fecha de efectuar el dicho cálculo y el resultado será la tasa de rendimiento de los pagares.
Fecha de Emisión: 30 de noviembre de 1992
Fecha de Pago de Intereses: Los intereses se pagarán trimestralmente los días 28 de febrero y al final de los meses de mayo, agosto y noviembre de cada año, o en la fecha siguiente si alguno de ellos no lo hubiere por los días efectivamente transcurridos.
El primer pago de intereses se realizará el día 28 de febrero de 1993, previa autorización.
Fecha de Vencimiento: 28 de febrero de 1994
Tasa de Rendimiento: Se publicará en el aviso de oferta respectivo.
Depositar: SC UNICVAL S.A. de CV, Institución para el Depósito de Valores.
Lugar de Pago de los Intereses y Principal: Reforma No. 104, 4o. piso, C.A. Cuauhtémoc, CP 06500, México DF, o en su caso, en cualquier otra ciudad de México, C.P. 50000, o en el domicilio del Representante Común: CIB Casa de Bolsa, S.A. de CV.
Prestador Adicionalmente:
a) Acciones, títulos o valores de responsabilidad no emitidos o garantizados por el Banco de México, el Banco de Comercio Exterior, S.N.C. o la Organización Mexicana de Banqueros y Organismos de Crédito de Solidaridad de Inversión.

AGENTE FINANCIERO E INTERMEDIARIO COLOCADOR



Casa de Bolsa
PROBURSA

ProburSA S.A. de CV, Casa de Bolsa, Grupo Financiero ProburSA

SINDICATO COLOCADOR

Interacciones Casa de Bolsa S.A. de CV.

La información en ProburSA y en Interacciones Financieras, S.A. de CV, es de carácter informativo y no constituye una oferta de venta de Pagares de Mediano Plazo. La información en ProburSA y en Interacciones Financieras, S.A. de CV, es de carácter informativo y no constituye una oferta de venta de Pagares de Mediano Plazo.

México DF, a 30 de noviembre de 1992

Aut. C.N.V. 9980

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

266

Endoso a _____
 de nacionalidad _____
 con domicilio en _____

 Firma _____

Endoso a _____
 de nacionalidad _____
 con domicilio en _____

 Firma _____

Emisión de Pagaré de Mediano Plazo emitido por:
RIO SONORA, S.A. DE CV.
 Cupón para el pago de intereses a favor del propietario del título No. 1 de 1.
 Ampara intereses sobre el capital de \$400,000,000,000, (Cuatrocientos mil millones de pesos M.N.).
 Vence el 28 de febrero de 1994.
 Cupón No. 5

Emisión de Pagaré de Mediano Plazo emitido por:
RIO SONORA, S.A. DE CV.
 Cupón para el pago de intereses a favor del propietario del título No. 1 de 1.
 Ampara intereses sobre el capital de \$400,000,000,000, (Cuatrocientos mil millones de pesos M.N.).
 Vence el 30 de noviembre de 1993.
 Cupón No. 4

Emisión de Pagaré de Mediano Plazo emitido por:
RIO SONORA, S.A. DE CV.
 Cupón para el pago de intereses a favor del propietario del título No. 1 de 1.
 Ampara intereses sobre el capital de \$400,000,000,000, (Cuatrocientos mil millones de pesos M.N.).
 Vence el 30 de agosto de 1993.
 Cupón No. 3.

Emisión de Pagaré de Mediano Plazo emitido por:
RIO SONORA, S.A. DE CV.
 Cupón para el pago de intereses a favor del propietario del título No. 1 de 1.
 Ampara intereses sobre el capital de \$400,000,000,000, (Cuatrocientos mil millones de pesos M.N.).
 Vence el 30 de mayo de 1993.
 Cupón No. 2

Emisión de Pagaré de Mediano Plazo emitido por:
RIO SONORA, S.A. DE CV.
 Cupón para el pago de intereses a favor del propietario del título No. 1 de 1.
 Ampara intereses sobre el capital de \$400,000,000,000, (Cuatrocientos mil millones de pesos M.N.).
 Vence el 28 de febrero de 1993.
 Cupón No. 1

TESIS CON
 FALLA DE ORIGEN

México, D.F. a 28 de febrero de 1994

COMISIÓN NACIONAL DE VALORES
Insurgentes Sur No. 1971
Col. Guadalupe Inn
México, D.F.

ATN: Oficialía de Partes

Estimados Señores:

Con relación a la Emisión del Pagaré de Mediano Plazo con Aval Bancario del Proyecto RIO SONORA - Hermosillo XXI, emisión (RSONORA P92), y en nuestro carácter de Representante Común de los tenedores del Pagaré, les informamos que el día de hoy, la emisora realizó la amortización del principal, así como el pago de los intereses correspondientes al cupón No. 5 (último cupón).

Por lo anterior y no habiendo ningún adeudo por parte de la emisora, solicitamos a esa H. Institución se sirva proceder a la cancelación del Registro del mismo.

Sin más por el momento, quedo.

A T E N T A M E N T E

LIC. JUAN GERARDO SEGURA VÉLEZ
CBI CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
REPRESENTANTE COMÚN

c.c.p. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. At'n: Sr. Jorge Garcilazo
Indeval, S.A. de C.V. At'n: Sr. Eduardo Ferrasi
Río Sonora, S.A. de C.V. At'n: Arq. Javier Valenzuela Duarte
Banco Nacional de Obras y Servicios Públicos, S.N.C. At'n: Lic. José Agustín Maqueda

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

VERSIÓN LEGIBLE DEL DOCUMENTO QUE APARECE EN LA SIGUIENTE
PÁGINA

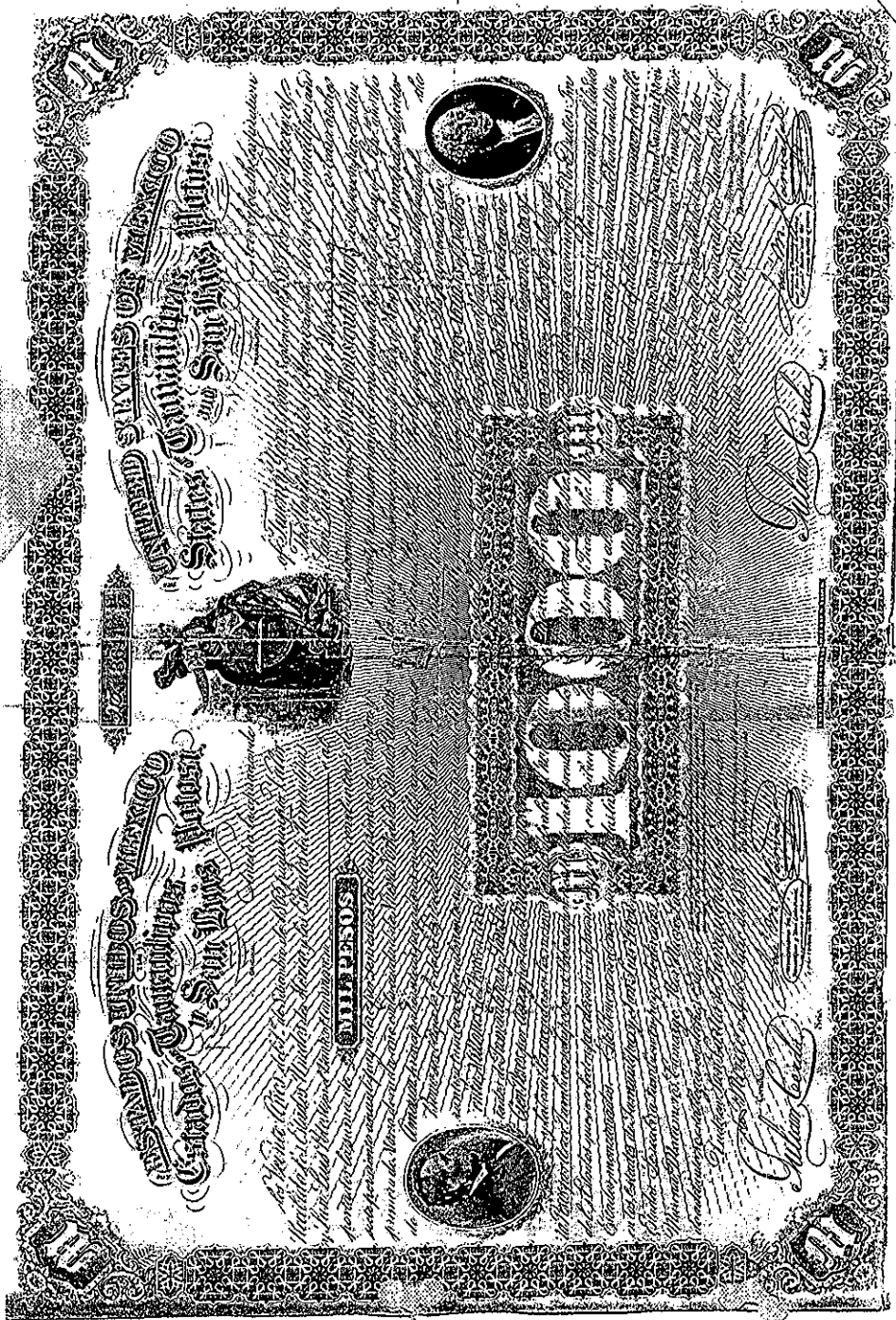
ESTADOS UNIDOS DE MÉXICO
ESTADO DE TAMAULIPAS Y SAN LUIS POTOSÍ

Antes o a la expiración de los 20 años del 1 de septiembre de 1865 pagarán por valor recibido los Estados Unidos de México y los estados de Tamaulipas y San Luis Potosí, en el *Bank of Commerce* a _____ ó al portador la suma de MIL PESOS con el interés de siete por ciento anual pagadero por semestres los días primeros de septiembre y primeros de marzo de cada año en la ciudad de Nueva York de los Estados Unidos de América principal e intereses pagaderos en oro. Al pago del presente bono se obliga la fe de los Estados Unidos de México. Se garantiza también especialmente su pago por la hipoteca de cincuenta millones de pesos en tierras minerales de los estados de Tamaulipas y San Luis Potosí, y el valor de interés es de cien pesos por acre y por la de cinco millones en tierras pastales y laborables escogidas en los mismos estados del valor de uno a cincuenta pesos por acre. También se hipoteca el ochenta por ciento de todas las rentas federales y de los estados que se afecten por derechos de puerto, impuestos o contribuciones de los estados mencionados. Este bono se recibirá en pago de todas las deudas pagaderas en los estados de Tamaulipas y de San Luis Potosí al gobierno federal o al de dichos estados. Lo recibirán también en pagos de derechos de los puertos _ Marina, Matamoros, Camargo, Mier, Nuevo Laredo y otros que en adelante se establezca en dichos estados. Dado en San Carlos de Tamaulipas de los Estados Unidos de México a cuatro de julio de mil ochocientos sesenta y cinco

Certifica firmas Julián Cerda

Gobernador de Tamaulipas y San
Luis Potosí José María Carbajal

ANEXO 3



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

ANEXO 4

A los Tenedores de Bonos de las Deudas que a Continuación se Listan, que han Aceptado el Convenio de 5 de Noviem- bre de 1942.

Deuda Consolidada Exterior Mexicana del 500 de 1899.
Deuda Exterior Mexicana del 400 oro de 1910.
Bonos del Tesoro del Gobierno Federal de los Estados Unidos Mexicanos 600 oro, 10 años de 1913 (Serie "A") Libras 6,000,000.00-00).
Empréstito del Sofo de la Ciudad de México, 1889.
Caja de Préstamos para Obras de Irrigación y Fomento de la Agricultura, S. A. Bonos oro amortizables 4,12000, 35 años con vencimiento el 10. de noviembre de 1943.
Deuda del 400 oro de 1904 de los Estados Unidos Mexicanos.
Deuda Interior Convertida de los Estados Unidos Mexicanos 1885 (5000).
Deuda Interior Amortizable del 500 de 1895.
Bonos del Estado de Veracruz (500, que vencen el 10. de abril de 1927).
Bonos del Estado de Veracruz (500, fechados el 10. de enero de 1907).
Bonos del Estado de Tamaulipas (500, fechados el 10. de julio de 1903).
Bonos del Estado de Tamaulipas (500, fechados el 10. de marzo de 1907).
Bonos del Estado de Sinaloa (500, fechados el 10. de enero de 1907).
Empréstito 500 de la Compañía del Ferrocarril Nacional de Tehuantepec. (Vence el 30 de junio de 1953).
Empréstito 4,12000 de la Compañía del Ferrocarril Nacional de Tehuantepec. (Vence el 30 de junio de 1953).

Se pone en conocimiento de los tenedores de bonos de las deudas anotadas, aceptantes del Convenio de 5 de noviembre de 1942, que este Banco de México, S. A., pagará a partir del 10. de julio de 1950, en su oficina matriz el interés correspondiente al 1er. semestre del año de 1950, conforme e lo estipulado en dicho Convenio contra la entrega del cupón número 15 (que vence el 10. de julio de 1950), de la nueva hoja con la que fueron provistos tales bonos.

México D. F., 3 de julio de 1950.

BANCO DE MEXICO, S. A.

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Convenio sobre deudas viejas federales y estatales.

A los Tenedores de Obligaciones de las Deudas que a Continuación se Listan, que han Aceptado el Plan 'A' del Convenio del 20 de Febrero de 1946 y su Modificación del 24 de Noviembre de 1949.

- FF. CC. Nacionales de México, Bonos oro de hipoteca general garantizada del 4o/o, amortizable en 70 años (vencen el 1|10|1977).
- Cía del F. C. de Veracruz al Pacífico, Bonos oro de 1a hipoteca garantizada 4 1|2o/o, (vencen el 1|7|1934).
- FF. CC. Nacionales de México, Bonos oro prioridad 4 1|2o/o, amortizables en 50 años (vencen el 1|7|1957).
- Cía. del F. C. Nacional de México, Bonos oro de prioridad 4 1|2o/o (vencen el 1|10|1926).
- Cía del F. C. Nacional de México, Bonos oro 4o/o de 1a hipoteca consolidada (vencen el 1|10|1931).
- Cía. del F. C. Internacional Mexicano, Bonos en libras esterlinas prioridad 4 1|2o/o. (vencen el 1,9,1947).
- Cía del F. C. Internacional Mexicano, Bonos oro de 1a hipoteca consolidada del 4o/o, (vencen el 1|9|1977).
- Cía. del F. C. Panamericano, Bonos oro, de la hipoteca del 5o/o, (vencen el 1|1|1934).
- Cía. del F. C. Panamericano, Bonos oro de hipoteca general del 5o/o, (vencen el 1|1|1937).
- Cía. del F. C. Central Mexicano Ltd., Bonos de prioridad de hipoteca consolidada 5o/o. (vencen el 1|7|1939).
- Cía. del F. C. Central Mexicano Ltd., pagarés y certificados, 5o/o:
- A.—1a. Serie (fecha 1|4|1937)
 - C.—Serie 8 (fecha 17|8|1906)
 - D.—Serie 10 (fecha 1|1|1907)
- FF. CC. Nacionales de México, pagarés oro asegurados 6o/o (vencen el 1|1|1917)
- A.—Serie "B" (fechados 1|4|1914)
 - B.—A 3 meses (fechados 1|12|1913)
 - C.—A 3 años (fechados 1|1|1914)
 - D.—Serie "C" (fechados 1|6|1914)
- FF. CC. Nacionales de México, pagarés asegurados 6o/o (vencen el 1|7|1916):
- A.—A 2 años (vencen el 1|6|1915)
 - B.—A 2 años (vencen el 1|7|1916)

Se pone en conocimiento de los tenedores de obligaciones de las deudas anotadas, aceptantes al Plan "A" del Convenio 20 de febrero de 1946 y su modificación del 24 de noviembre de 1949, que este Banco de México, S. A. pagará a partir del 1o. de octubre de 1950, en su Oficina Matriz, contra la entrega de los cupones (que vencen el 1o. de octubre de 1950), de la nueva hoja con que fueron provistos, los intereses correspondientes al periodo comprendido del 1o. de octubre de 1946 al 20 de septiembre de 1947 conforme a lo estipulado en dicho convenio y su Modificación.

México, D. F., a 30 de septiembre de 1950.

BANCO DE MEXICO, S. A.

Convenio sobre deudas de ferrocarriles.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



COMISION NACIONAL DE VALORES

MEXICO, D. F.

ACTA 475

En la Ciudad de México, Distrito Federal, siendo las diecisiete horas del día siete de ~~junio de mil novecientos sesenta y cinco~~, ~~se dio principio~~ la sesión ordinaria de la Comisión Nacional de Valores, bajo la Presidencia del Sr. D. Manuel López y actuando como Secretario el Sr. Lic. Agustín Rodríguez A., con la asistencia de las siguientes personas:

Sr. Manuel López	Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
Lic. Jesús Rodríguez y Rodríguez	Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
Lic. Plácido García Reynoso	Secretaría de Industria y Comercio.
Lic. Ernesto Fernández Hurtado	Banco de México, S.A.
Ing. Jesús Robles Martínez	Banco Nacional Hipotecario Urbano y de Obras Públicas, S.A.
Lic. Agustín Rodríguez A.	Comisión Nacional Bancaria.
Sr. Manuel Senderos Irigoyen	Asociación Mexicana de Instituciones de Seguros.
Lic. Silvino Aranda	Bolsas de Valores.

o o o

ORDEN DEL DIA

- I.- Lectura y aprobación, en su caso, del Acta de la sesión anterior.
- II.- Cuentas del mes de abril de 1965, y Dictamen del Comité.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



COMISION NACIONAL DE VALORES

MEXICO D F

QUINTO.- Indicar a la emisora que mientras se formaliza la emisión de obligaciones en los términos propuestos, no podrá ofrecer en forma alguna u operar los valores de que se trata, sin previo aviso a esta Comisión.

SEXTO.- Indicar a la emisora que, en su oportunidad, deberá presentar a esta Comisión el proyecto de títulos de las obligaciones antes de proceder a su impresión definitiva.

Revisión Anual

X. El Presidente sometió a la consideración de la H. Junta los dictámenes relativos a la revisión anual, legal y financiera, de las empresas que se listan a continuación:

- Cía. de Seguros Veracruzana, S.A.
- Cía. Mexicana de Seguros "La Equitativa", S.A.
- Seguros Tepeyac, S.A.
- Crédito Regiomontano, S.A.
- Financiera y Fiduciaria del Golfo, S.A.
- Banco Popular de Edificación y Ahorros, S.A.
- Banco de Comercio de Nayarit, S.A.
- Banco de Oriente, S.A.
- Banco de Puebla, S.A.
- Banco Nacional de México, S.A.
- Cemento de Mixcoac, S.A.
- Fábricas Auto-Mex, S.A.
- La Tolteca, Cía. de Cemento Portland, S.A.
- Nacional de Cobre, S.A.

No habiendo inconveniente para ello, la Junta acordó sostener las aprobaciones concedidas a los valores de las emisoras mencionadas.

Sociedades de Inversión. Adiciones a la lista de valores aprobados.

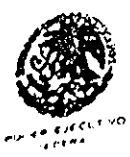
XI. A proposición del señor Presidente, la Junta acordó:

Adicionar la lista de valores aprobados para ser operados por las sociedades de inversión con los siguientes:

a).- BONOS EMITIDOS POR EL GOBIERNO FEDERAL

- Bonos de Caminos de los Estados Unidos Mexicanos.
- Bonos de la Deuda Pública Agraria.
- Bonos de la Deuda Pública Interior 40 años.
- Bonos de Electrificación de los Estados Unidos Mexicanos.
- Bonos para el Fomento de la Producción Agrícola de los Estados Unidos Mexicanos.
- Bonos de Obras Municipales

TESIS CON FALLA DE ORIGEN



COMISION NACIONAL DE VALORES

MEXICO D F

Bonos de Obras Portuarias de los Estados Unidos Mexicanos.
Bonos de la Promoción Industrial de los Estados Unidos Me
xicanos y.
Bonos de Cooperación Federal con los Estados.

TITULOS DE RENDIMIENTO FIJO EMITIDOS POR INSTITUCIONES NACIO-
NALES DE CREDITO.

- Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "U"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AG"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AH"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AI"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AJ"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AK"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AL"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AM"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AN"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AO"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AP"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AQ"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AR"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AS"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AT"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AU"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AV"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AX"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AY"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "AZ"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BA"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BB"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BC"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BD"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BE"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BF"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BG"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BH"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BI"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BJ"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BK"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BL"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BM"
Bco.Nal.Hip.Urb. y de O.P.,S.A., bonos hipotecarios "BN"

b).- BONOS HIPOTECARIOS EMITIDOS POR INSTITUCIONES PRIVADAS
DE CREDITO.

Asociación Hipotecaria Mexicana, S.A. de C.V., Emisiones
"1", "2", "3", "4" y "5".
Banco de Cédulas Hipotecarias, S.A., Emisiones "3-I", -
"3-J", "3-K", "3-L", "3-M", "3-N", "3-O", "3-P", "3-Q", -
"3-R", "3-S", "3-T", "3-U", "3-V", "3-W", "3-X", "3-Y",-

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CLAVE	NOMBRE DE LA EMISORA	RNVI	EXP. EMI.	FECHA DE INSCRIP.	TIPO DE VALOR	CANCELACIONES
	ESTADO DE CHIHUAHUA (BONOS CAMINOS E. CHIHUAHUA)- JUNTA GOB # 63			11-Aug-47	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE COAHUILA (BONOS CAMINOS E. COAHUILA)- JUNTA GOB. # 63			11-Aug-47	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE HIDALGO (BONOS OBRA PUB.) VER JUNTA GOB. # 180 DEL 24-01-51			24-Jan-51	BONOS PUBLICOS	00-00-1966
	ESTADO DE MICHOACAN (BONOS DE CAMINOS)-VER JUNTA DE GOB. #179 DEL 25-10-50 CAP. V			25-Oct-50	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE MORELOS (BONOS MUNICIPALES OBRAS DE SANAMIENTO CUERNAVACA)- JUNTA GOB. # 63			11-Aug-47	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE NUEVO LEON (BONOS CAMINOS E N.LEON)- JUNTA GOB. # 63 Y JUNTA # 247 DEL 22-10-52 (BONOS OBRAS DEL RIO SANTA CATARINA) EN SECCION IV. JUNTA # 254 DEL 26-01-53			11-Aug-47	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE PUEBLA (BONOS OBRA PUBLICA E. PUEBLA)- JUNTA GOB. # 63			11-Aug-47	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE SAN LUIS POTOSI (BONOS CAMINOS)-VER JUNTA GOB. #179 DEL 25-10-50 CAP.V.			25-Oct-50	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE TLAXCALA (BONOS CAMINOS)-VER JUNTA GOB. # 179 DEL 25-10-50 CAP.V			25-Oct-50	BONOS PUBLICOS	
	CIUDAD DE MEXICO			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE VERACRUZ			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE TAMAULIPAS			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	ESTADO DE SINALOA			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	FF.CC.NN. TEHUANTEPEC			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	F.C. TEHUANTEPEC			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	F.C. VERACRUZ PACIFIC			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	F.C. INTERNATIONAL MEXICANO			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	F.C. INTERNATIONAL MEXICANO CONS.			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	F.C. PAN-AMERICANO			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	F.C. CENTRAL MEXICANO			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	FF.CC. NACIONALES			29-Nov-50	BONOS PUBLICOS	
	LISTA DE BONOS EMITIDOS POR EL GOB. FEDERAL (VER ACTA DE JUNTA DE GOB. # 475 DEL 07-06-65					

ANEXO 5

Significado de la Calificación de una Emisión de Deuda

El objetivo de Duff and Phelps de México, S A de C.V. (DCR) al calificar una emisión, Es proporcionar a la comunidad inversionista una opinión profesional y actualizada relativa a la capacidad de pago estimada de las emisiones que se pretendan o se hayan realizado en el mercado.

Dicha opinión deberá ser encuadrada dentro de un comprensivo y claro sistema que facilite su utilización por parte del inversionista, para que contribuya a un mejor entendimiento de la emisión

La calificación es importante señalar, se refiere a las emisiones, no al emisor Esto es, una misma empresa puede llevar acabo diversas emisiones de deuda y en cada una de ellas podrá tener diferente evaluación en función de la estructura y características individuales de cada emisión. Por lo anterior no necesariamente a todas las emisiones de una misma empresa les corresponde la misma calificación

Duff and Phelps pretende auxiliar al administrador de inversiones en su toma de decisiones, pero de ninguna manera sus calificaciones deberán considerarse como una sugerencia o recomendación para invertir ni constituyen aval o garantía de la emisión; *es sólo una opinión que deberá de tomarse en cuenta junto con otras variables*, como un factor complementario en las decisiones de inversión

Factores que Considera

Conscientes de que el perfil de riesgo de cada compañía es diferente, no existen fórmulas preestablecidas en *Duff and Phelps*, que conduzcan a establecer una calificación determinada

El criterio simplista de colocar las cifras históricas en un modelo para calcular el potencial de servicio de deuda que se tiene, en la actualidad ha pasado a la historia. Los factores fundamentales de los negocios cambian con el tiempo y las administraciones reaccionan a éstos en forma diversa; por lo que su impacto es diferente para cada compañía e industria. Derivado de lo anterior, *Duff and Phelps* basa sus criterios de calificación en aspectos cuantitativos y cualitativos

Análisis Cuantitativo

Dentro de este campo se contempla un exhaustivo análisis de los estados financieros y de flujo de efectivo sobre bases históricas. De estos se desprende una evaluación del éxito obtenido por la administración en la implementación de estrategias anteriores, frente a sus competidores, acreedores financieros y productividad del patrimonio

Este análisis histórico constituye la base sobre la que se evalúan los pronósticos de la compañía. La tendencia en las razones financieras y de las principales variables permiten darles credibilidad a las proyecciones presentadas. El trasladar el comportamiento pasado hacia un plano en el futuro no esta completo hasta no realizar un considerable esfuerzo para estimar las condiciones potenciales del negocio.

Análisis Cualitativo

Regularmente la sola evaluación estadística no refleja plenamente la circunstancia específica de las instituciones, por lo que el análisis cuantitativo debe de complementarse con aspectos cualitativos con objeto de asignar una correcta calificación

Entre los aspectos cualitativos que se consideran se encuentran: La Calidad de la Administración, Planes y Estrategias Oportunidades de Mercado Investigación y Desarrollo de Nuevos Productos, Ciclos de Vida de Productos, Recursos Humanos, Aspectos Fiscales, etc Factores que sin lugar a duda pudieran llegar a influir en la capacidad del cumplimiento oportuno e integral de los compromisos financieros

El proceso de calificación de *Duff and Phelps* (DCR) involucra una considerable interacción con los funcionarios de las instituciones calificadas, con objeto de conocer con mayor profundidad sus fuerzas y debilidades. Se realizan presentaciones al Comité de Calificación, visitas a plantas o lugares de trabajo entrevistas personales y consultas telefónicas, con objeto de mantener un contacto permanente que propicie el observar la evolución de la compañía o entidad analizada

cualquier calificación, el analista o analistas asignados, según sea el caso, conozcan los planes del emisor en cuanto al tipo de instrumento, el monto, plazo destino y demás características. Asimismo, es primordial establecer los tiempos en que el emisor habrá de tener disponible la calificación, con objeto de que esté acorde con su programa y el análisis no se vuelva una limitación o impedimento de género burocrático

Resulta difícil resumir un proceso de calificación típico, puesto que éstos son variados y en general se establecen casuísticamente, dependiendo de factores tales como: características del emisor tipo de emisión, calidad de información y otros. No obstante, con objeto de dar una descripción podríamos afirmar que las etapas generales que se siguen son las siguientes:

- 1 Análisis de información financiera-económica histórica. De ser posible de los últimos cinco años.
- 2 Visita a las instalaciones. En los casos que por el giro de actividad o por otra circunstancia del negocio se considere prudente.
- 3 Validación de proyecciones
- 4 Reunión de funcionarios con miembros del Comité Calificador. Regularmente se pretende que al menos tres miembros del Comité participen en las sesiones de trabajo con los emisores.
- 5 Sesión interna del Comité Calificador
- 6 Asignación de calificación
- 7 Vigilancia y seguimiento por parte del analista responsable y el Comité Calificador

La calificación de la emisión se revisa formalmente cada trimestre, o antes si fuera necesario, conforme a los resultados experimentados. Lo que se pretende con esto es observar si existen desviaciones importantes respecto a las consideraciones iniciales y de existir, se establece la comunicación con el emisor para aclarar las causas. Si éstas son sólo de carácter temporal, la calificación no se altera y se le ubica bajo mayor observación

Nuestra perspectiva es integral no de corto plazo, por lo que se evitan variaciones innecesarias en las calificaciones. Por el contrario, si se considera que la desviación es producto de un cambio fundamental en la posición de la compañía, se realiza a la brevedad el cambio en el sentido que se considere prudente

Comité Calificador

Es el órgano encargado de establecer la calificación de las emisiones. Regularmente se reúne una vez cada semana o con mayor frecuencia si es necesario

Las calificaciones que otorga se emiten en base a una resolución conjunta de los miembros de dicho comité

Duff and Phelps (DCR) tiene integrado este comité con personal especializado que se dedica en forma exclusiva a la actividad calificador, lo que garantiza autonomía absoluta de criterio. En las emisiones que se analizan participa en forma directa al menos un miembro del comité y en las reuniones deberá de haber mayoría de miembros para que éstas se puedan llevar a cabo

Miembros del Comité Calificador

Lic. Roberto Guerra Vela (Presidente)
Lic Aurelio Cavazos Cárdenas
Ing Marco A. Sotomayor Juvera
Lic Víctor M. Villarreal Garza

Categorías de Calificación de Instrumentos de Deuda

Emisiones de Corto Plazo

Alto	Dm1	Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.
Bueno	Dm2	Emisiones con certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento.
Satisfactorio	Dm3	La liquidez satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea calificada como inversión aceptable. Es de esperarse que el pago oportuno se dé; sin embargo, los factores de riesgo son mayores estando sujetos a variaciones.
No Califica para Inversión	Dm4	Emisiones con características de inversiones especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de operación están sujetos a un alto grado de variación.
Incumplimiento	Dm5	Las emisiones de esta categoría implican que el emisor no ha cumplido con alguna obligación, como la falta de información oportuna y suficiente, la adecuada constitución de las garantías acordadas, etc.
	Dm6	Emisiones donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal.

El nivel Dm1, que incluye emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno, podrá diferenciarse con un signo de más (+) o menos (-) para destacar la fortaleza o posición relativa de una emisión dentro del nivel.

Emisiones bajo observación (↓) (↑): Son aquellas que tienen alta probabilidad de ser modificadas. Las calificaciones en un momento dado reflejan todos los factores cuantitativos y cualitativos conocidos a la fecha de calificación, pero la realización de ciertos factores de incertidumbre y la existencia continua de ciertas tendencias pueden ser motivo para efectuar un cambio en la calificación. La materialización de ciertos eventos, determinará el tiempo que una emisión en particular permanezca bajo observación sin cambio alguno. La mayoría de estas situaciones se resuelven en el lapso de un año. También es importante destacar que los cambios en las calificaciones sin la previa inclusión de la emisión en observación podrá realizarse si las circunstancias así lo dictan.

Significado de la Calificación de la Deuda Pública de Entidades Federativas

La calificación de Entidades Federativas es una opinión sobre la calidad crediticia de la "Deuda Pública Directa" de la misma. Lo anterior implica el emitir una opinión sobre la Deuda Directa con registro en Deuda Pública de acuerdo al Artículo 9º de la Ley de Coordinación Fiscal, así como sobre la misma Deuda sin contar con garantía específica y por lo tanto sin afectar participaciones federales

La calificación asignada podrá ser utilizada por la entidad, como opinión independiente y objetiva para confirmar entre otros ante la banca comercial la banca de desarrollo y organismos multilaterales la capacidad del estado para cumplir adecuadamente (pago oportuno de capital e intereses) con el servicio de su deuda actual"

Fundamentos de la Calificación

En general la opinión de la calificadora se basa en la información de una amplia gama de elementos, que son evaluados y analizados desde diferentes ángulos, que sirven para determinar la fortaleza y flexibilidad financiera que posee un Estado para cumplir puntualmente con sus obligaciones financieras. Entre estos elementos destacan:

El dinamismo de su economía; producción, generación de empleo atracción de inversión directa etc

- Evolución del aparato productivo; modernización diversificación desarrollo de infraestructura participación en las exportaciones etc
- Dinámica Social; bienestar general de la población ambiente laboral tipo y nivel de oferta educativa etc
- Nivel de endeudamiento; medida como deuda directa frente a participaciones federales ahorro interno ingresos fiscales ordinarios etc
- Sostenibilidad y Capacidad de servicio de deuda; perfil de vencimientos de deuda habilidad de la administración para la obtención de recursos en

cuanto a costos y plazos generación interna de recursos adecuada etc

- Marco legal y regulativo de la Ley de Deuda Pública Estatal; sistema presupuestal su ejecución y controles, disciplina en el manejo del gasto, desarrollo de sistemas de información en cuanto a labores de fiscalización y recaudación etc

Todos estos aspectos y otros relacionados se consideran dentro del análisis con objeto de lograr encuadrar de una manera integral la evolución y perspectiva financiera de los Estados y con esto determinar la calificación de su Deuda Pública Directa

Procedimiento

El estudio se basa primordialmente en el análisis de aspectos cuantitativos cualitativos. El análisis cuantitativo se basa primordialmente en la información financiera histórica y en lo cualitativo se tocan puntos referentes a la dinámica económica y social de la Entidad; esto es, a la capacidad generadora de ingresos tributarios de la comunidad y la voluntad de la administración y de la misma comunidad de cumplir en tiempo con las obligaciones contraídas

La calificación comprende básicamente la evaluación de los siguientes conceptos:

- 1 Economía y Bienestar Social
- 2 Finanzas Públicas
- 3 Deuda Pública

Información que se utiliza

La información requerida para el análisis se puede resumir en la siguiente:

1. Administración y Organización
Panorámica del Estado
Servicios Gubernamentales
Consideraciones Legales
Estructura Administrativa del Ejecutivo
Empleados Públicos

Categorías de Calificación Deuda Pública Directa

Nivel Sobresaliente	MAAA	Deuda Pública Directa con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
Alto	MAA	Deuda Pública Directa con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.
Bueno	MA	Deuda con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados; sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
Satisfactorio	MBBB	Los factores de protección al riesgo son razonables. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos lo que pudiera provocar fluctuaciones en su calificación.
No Califica para Inversión	MBB	Deuda Pública Directa situada por debajo del grado de inversión. Se considera especulativa. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar el cumplir sus obligaciones al vencimiento.
	MB	Deuda situada por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de que no puedan cumplir sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos.
	MCCC	Deuda situada muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables.
Incumplimiento	MDD	Deuda Pública Directa donde se ha incumplido el pago de intereses y/o del principal.

Las emisiones comprendidas de los niveles MAA a MB inclusive, podrán ser diferenciadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-) para destacar su fortaleza o posición relativa dentro de cada nivel.

Términos y Razones Financieras

Sector Público (Entidades Federativas)

Términos Estadísticos, Económicos y Financieros:

- 1.- **Tmac:** Tasa media anual de crecimiento.
- 2.- **Porcentaje de Población Urbana:** Porcentaje de la población total que habita en comunidades de 2,500 habitantes o más. Es significativo en la medida en que la concentración demográfica, disminuye los costos asociados a la actividad económica y a la aplicación de inversión pública. Por otra parte, su evolución refleja el grado de avance de la economía hacia la modernización.
- 3.- **Participación del Empleo Formal:** Se mide como el porcentaje que representa el número de asegurados permanentes en el IMSS respecto a la población ocupada en la Entidad.
- 4.- **Grado de Integración de la Industria Maquiladora de Exportación (IME):** Porcentaje que representan los insumos nacionales del total del insumos utilizados en la actividad productiva de la IME.
- 5.- **Ingresos Totales:** Ingresos federales más ingresos estatales.
- 6.- **Ingresos Federales:** Suma de participaciones federales, transferencias condicionadas (para gasto en educación, salud, seguridad pública, etc.) y apoyos extraordinarios.
- 7.- **Ingresos Estatales:** Suma de ingresos estatales ordinarios (impuestos, derechos, productos, aprovechamientos) e ingresos estatales extraordinarios (intereses, desincorporación de activos, etc.) que recauda la Entidad.
- 8.- **Ingresos Fiscales Ordinarios:** Participaciones federales más ingresos estatales ordinarios.
- 9.- **Egresos Totales:** Gasto primario más gasto financiero (intereses).
- 10.- **Gasto Primario:** Gasto corriente más transferencias más gasto de inversión más ADEFAS.
- 11.- **Gasto Corriente:** Gasto operativo del gobierno (Sueldos, servicios, materiales, magisterio, etc.).
- 12.- **Transferencias:** Recursos que el gobierno estatal transfiere a municipios, organismos descentralizados, poderes, instituciones educativas y de salud, etc.
- 13.- **Gasto de Inversión:** Obra pública más adquisición de bienes muebles e inmuebles.
- 14.- **ADEFAS:** Adeudos de ejercicios fiscales anteriores (cuentas por pagar).
- 15.- **Balance Primario:** Ingresos totales menos gasto primario.
- 16.- **Balance Financiero:** Balance primario menos pago de intereses. Remanente o faltante para amortizar el principal de la deuda.
- 17.- **Ahorro Interno u Operacional:** Medida básica para juzgar la capacidad de endeudamientos de los gobiernos, pues representa los recursos operacionales adicionales de los que dispone la Entidad para inversiones y para servir su deuda (intereses y principal). La forma común de medirlo es ingresos totales, menos gasto corriente, menos transferencias, menos ingresos extraordinarios. Usualmente se evalúa en base al porcentaje que representa de los ingresos fiscales ordinarios.
- 18.- **Endeudamiento Neto:** Disposiciones menos amortizaciones de deuda.
- 19.- **Deuda Pública Directa:** Obligaciones financieras por créditos contratados directamente por el gobierno estatal y por tanto de su directa responsabilidad.
- 20.- **Deuda Pública Indirecta:** Obligaciones del gobierno por concepto de avales otorgados a créditos contratados por municipios, organismos u otros.

Equivalencias de Categorías de Calificación

Instrumentos de Deuda

Duff and Phelps vs Otras Instituciones Calificadoras

Emisiones de Corto Plazo

	DCR	FITCH	S&P
Sobresaliente	Dm1+	CR-1+	mxA-1+
Alto	Dm1 Dm1-	CR-1	mxA-1
Bueno	Dm2	CR-2	mxA-2
Satisfactorio	Dm3	CR-3	mxA-3
No Califica para Inversión	Dm4	CR-4	mxB / mxC
Incumplimiento	Dm5/ Dm6	D	mxD

Emisiones de Mediano y Largo Plazo

	DCR	FITCH	S&P
Sobresaliente	MAAA	AAA	mxAAA
Alto	MAA+ MAA MAA-	AA+ AA AA-	mxAA+ mxAA
Bueno	MA+ MA MA-	A+ A A-	mxA+ mxA
Satisfactorio	mBBB+ mBBB mBBB-	BBB+ BBB BBB-	mxBBB+ mxBBB
No Califica para Inversión	mBB+ mBB mBB-	BB+ BB BB-	mxBB+ mxBB
	mB+ mB mB- mCCC	B+ B B- C(+/-)	mxB+ mxB mxCCC / mxCC
Incumplimiento	mD / mDD	DD	mxD

Estados y Municipios

ESTADO DE NUEVO LEÓN

Contacto: Alexander Fraser, Dallas (214) 871-1406; Horacio G. Aktrata-Sánchez, Dallas (214) 871-1424; Victor Herrera, México (52) 5279-2000

NUEVA CALIFICACION

FUNDAMENTO

20 de diciembre de 1999.- Nuevo León es el primer estado mexicano calificado por Standard & Poor's. La calificación otorgada a Nuevo León refleja el alto grado de dependencia de este estado en los ingresos provenientes del gobierno federal, sus altos niveles de gastos fijos, incluyendo la deuda pública y las obligaciones por pensiones, así como la evidente falta de flexibilidad para generar ingresos locales adicionales, lo cual combinado con sus limitadas reservas financieras ponen al estado en una situación de vulnerabilidad frente a cambios fiscales adversos. Estas condiciones se ven compensadas en cierto grado, por la fuerte infraestructura industrial de Monterrey, la cual contribuye al incremento de los ingresos locales derivados del crecimiento económico.

La calificación representa la evaluación independiente de Standard & Poor's respecto de la calidad crediticia del estado de Nuevo León y se expresa en la escala de calificaciones CaVal utilizada en México. La calificación no se aplica a ninguna emisión de deuda en particular del estado de Nuevo León, aunque será utilizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público con el fin de evaluar la exposición al riesgo para los bancos comerciales y de desarrollo que otorgan créditos a los estados mexicanos.

Bajo el Sistema Nacional de Coordinación Fiscal establecido en 1980, las entidades federativas reciben recursos del gobierno federal a través de transferencias de recursos llamadas "participaciones". El Acuerdo de Coordinación Fiscal de 1995, entre otras medidas, determinó que el 20% de los recursos federales serían redistribuidos a los estados a través del mecanismo de participaciones. Este mecanismo distribuye los recursos mediante una fórmula que se

basa en indicadores de población, recaudación de impuestos y procedimientos compensatorios para aquellos estados que reciben menos participaciones. Dentro de este esquema de participaciones Nuevo León se encuentra en desventaja frente a otros estados, ya que ha visto disminuida la proporción que del total de fondos federales participables le es asignada, pasando de un 6% en 1980 a un 4% en 1998.

Desde 1998 todas las entidades federativas han recibido recursos federales adicionales a través del llamado 'Ramo 33', el cual les asigna recursos para fines y programas específicos. Tomando en cuenta el monto recibido a través de participaciones federales y el 'Ramo 33', alrededor del 80% del total de los ingresos del Gobierno del Estado de Nuevo León provienen del gobierno federal. Para compensar esta gran dependencia en el gobierno federal, Nuevo León y las demás entidades federativas cuentan con varias fuentes de ingresos propios, de entre las cuales destaca, en el caso de Nuevo León, el impuesto de 2% a la nómina de las empresas. Como consecuencia de la insistencia del gobierno federal para que los estados incrementen sus recursos propios, Nuevo León implementó el impuesto sobre hospedaje. Sin embargo, las autoridades estatales locales, así como las de otros estados, estiman que un incremento en la tasa del impuesto a la nómina de las empresas tendría un alto costo político. De este modo, si bien no existen limitaciones legales para el desarrollo de nuevas fuentes de ingresos propios, es muy probable que las implicaciones políticas restrinjan dichos ingresos, manteniendo así la limitada flexibilidad presupuestaria del estado.

Las operaciones financieras del estado por lo general son estables, a pesar de

que los márgenes de flexibilidad son generalmente mínimos debido a que cualquier superávit operativo se utiliza en forma inmediata para cubrir inversiones de capital. En los últimos años, los presupuestos anuales han estado prácticamente equilibrados con una diferencia entre ingresos y egresos de alrededor del 1%. Sin embargo, la dependencia en los ingresos federales y el nivel limitado de reservas, pondrán a Nuevo León en una situación de vulnerabilidad a cambios externos tales como la reciente crisis del peso, la cual creó serios problemas para el estado en 1995. Ese año, la política federal de recortes presupuestales como parte de un plan de austeridad redujo sus ingresos en un 10% y obligó a una disminución del 50% de las inversiones y a una emisión de deuda y reestructuración masivas. Como consecuencia, la deuda pública del estado se incrementó en términos nominales de 3.9 mil millones de pesos en Diciembre de 1994 a 7.1 mil millones de pesos en Diciembre de 1995.

En la actualidad, los niveles de deuda de Nuevo León son muy elevados en comparación tanto con otros estados como con su propio presupuesto. Como una medida relativa de deuda sobre flexibilidad financiera, Nuevo León cuenta con niveles de deuda del 204% de sus participaciones federales anuales, mientras que la mayoría de los estados se encuentran debajo del 50%.

El área metropolitana de Monterrey, en la cual habitan el 85% de los 3.9 millones de residentes del estado y en la que se encuentra un gran número de

CALIFICACION

Calificación de Riesgo Crediticio
mBBB

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

empresas líderes en el país, es el centro económico y social de la entidad. Las oportunidades de empleo continúan atrayendo a nuevos residentes y se espera que

la población crezca entre un 2% y un 4% anual. Se espera que el acceso al mercado de los Estados Unidos por vía terrestre y férrea a través de Laredo, así como la

amplia cultura de negocios, mantengan el desarrollo económico de Monterrey a un nivel elevado, afirmó Standard & Poor's

H. AYUNTAMIENTO DE MÉRIDA

Contacto. Malachy Fallon, Dallas (214) 871-1402, Víctor M. Herrera, México (52) 5279-2000

FUNDAMENTO

La calificación de *mxA*⁺ de la ciudad de Mérida está sustentada en:

- La dependencia que tiene la ciudad en el sistema de participaciones federales.
 - Un desempeño financiero y presupuestal satisfactorio en los últimos años.
 - Una substancial flexibilidad presupuestal, ya que la ciudad destina gran parte de su presupuesto a obra pública.
 - Responsabilidades de gasto limitadas, bajo nivel de deuda y un programa de amortización de corto plazo para esta emisión.
- La calificación está limitada por:
- Una capacidad limitada de generación de ingresos vía impuestos, productos y tarifas.
 - Una base económica local en pleno desarrollo, que si bien se beneficia con el apoyo del Gobierno Estatal y por la creciente actividad turística, cuenta con una gran población dependiente, un alto índice de desempleo, un nivel de ingresos bajo
 - Incertidumbre acerca del pasivo contingente originado por obligaciones de pensiones de la ciudad.

Aún cuando el ingreso derivado de las participaciones federales provee a la ciudad de estabilidad financiera, prevalece un cierto riesgo si el sistema de participa-

ciones federales se reformara afectando los flujos actuales del Ayuntamiento. La dependencia en las participaciones federales conlleva una responsabilidad limitada en el manejo de los egresos que ha resultado en operaciones financieras balanceadas en el pasado. Desde una perspectiva crediticia, la capacidad de crédito depende más del flujo derivado de las participaciones que de la capacidad del municipio de aumentar sus recursos fiscales o que de la base económica local

La ciudad de Mérida es la capital del Estado de Yucatán. En base al censo de 1995, la ciudad tiene una población de 649,153 habitantes, lo cual representa el 42% de la población total del Estado. El índice de desempleo es de 5.7% y aproximadamente el 70% de los habitantes son dependientes económicamente lo cual limita la base económica de la ciudad. Las principales fuentes de empleo del Estado son el comercio y la manufactura, las cuales representan el 21% y 17% respectivamente

La administración de las finanzas de la ciudad es conservadora y está enfocada principalmente a la inversión en infraestructura y al desarrollo económico. Esto le da a la administración una mayor flexibilidad en su presupuesto, ya que una gran parte de éste (30%) se dedica a proyectos de inversión de capital

Las finanzas de la ciudad se han

mantenido estables en los últimos años, debido a la limitada responsabilidad de servicio de deuda y al alto grado de dependencia en las transferencias federales. La ciudad ha generado grandes balances operativos los cuales han sido destinados a obra pública. Sobre todo Mérida ha generado alcanzado puntos de equilibrio en sus operaciones, dedicando los excedentes a inversiones de capital, lo cual a resultado en un muy bajo o nulo nivel de reservas de efectivo

Los niveles de deuda son extremadamente bajos. Los recursos de la emisión serán utilizados para financiar la remodelación de edificios, calles, banquetas y de otros servicios en el área alrededor del centro de la ciudad. Se espera que con este proyecto se pueda atraer una mayor actividad turística

PERSPECTIVA

Estable. La perspectiva refleja la expectativa de una administración financiera conservadora, una base económica limitada, y la dependencia de la ciudad en las transferencias de participaciones federales.

PERFIL DE LA EMISIÓN

Calificación de Riesgo Crediticio
mxA

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

CALIFICACIÓN DE GOBIERNOS ESTATALES Y MUNICIPALES

Standard & Poor's califica gobiernos regionales y locales en 25 países. En todos los casos, la metodología de análisis es la misma, y se centra en una serie de factores económicos y administrativos del sistema, el desempeño y flexibilidad presupuestarios y la posición financiera de la entidad. Estas características crediticias se evalúan en forma conjunta, no aisladamente una de la otra. El proceso analítico seguido permite obtener una escala de calificaciones internacional, a pesar de las grandes diferencias que existen a nivel mundial entre los gobiernos locales y regionales en relación a sus estructuras, competencia y marcos legales. El enfoque general de calificación para emisores específicos toma en consideración las características propias del país al que estos gobiernos pertenecen, especialmente las relacionadas con los acuerdos intergubernamentales y el entorno macroeconómico.

Si bien los gobiernos regionales y locales difieren en el campo de acción de sus actividades, la evaluación de Standard & Poor's admite que ambos tienen responsabilidades idénticas: proveer servicios públicos respaldados directa o indirectamente con impuestos y tarifas recaudados entre los residentes o transferidos desde otras autoridades gubernamentales. Su tarea en común consiste en equilibrar el nivel y costo de estos servicios con los ingresos disponibles.

FACTORES SOBERANOS

Antes de que Standard & Poor's califique a una emisión o a un emisor cualquiera, se debe determinar la calidad crediticia del gobierno soberano. La calificación del riesgo soberano de un país generalmente representa la calificación máxima que puede obtener tanto

en moneda local como en moneda extranjera, cualquier gobierno local o regional domiciliado en ese país. La razón de esta política es que el gobierno central tiene una amplia gama de poderes y recursos que hacen que su calidad crediticia sea superior a la de cualquier gobierno subsoberano. Por ejemplo, el gobierno central tiene derecho prioritario sobre las reservas de divisas del país para el servicio de sus obligaciones de deuda externa. También tiene el poder de exigir impuestos e imprimir moneda nacional. Asimismo, específicamente en lo referente a las municipalidades, el gobierno soberano puede adjudicarse la autonomía de estas entidades, fijando los términos de transferencias intergubernamentales de los ingresos y de los gastos, administrando por mandato el gasto y controlando la autorización de emisión de deuda. Finalmente, la calidad crediticia de los gobiernos soberanos está condicionada por el entorno macroeconómico general del país, tal como la tasa de inflación vigente y otras características de las políticas monetaria y fiscal que están incorporadas en las calificaciones soberanas.

ECONOMÍA

Algunos de los determinantes más importantes de una calificación son la estructura de la economía de una región o localidad, su crecimiento y diversidad. En la mayoría de los casos, la prosperidad fiscal está muy ligada a la prosperidad económica. La mayoría de las fuentes de ingreso -desde los impuestos sobre ventas, propiedad y renta hasta las diversas licencias y tarifas a los usuarios- se ven condicionadas por el crecimiento económico.

Demografía El tamaño absoluto, la densidad, la tasa de crecimiento y la dis-

tribución por edad de la población se evalúan en virtud de su capacidad para influir en el crecimiento de los ingresos y la demanda de servicios públicos en el futuro. Una población decreciente o que aumenta rápidamente probablemente restringirá las finanzas del gobierno, al disminuir los ingresos o acelerar dramáticamente la demanda de servicios. Sin embargo, un alto crecimiento de la población resultante de la inmigración significativa de población en edad de trabajar y especialmente de trabajadores especializados, podría ser un factor positivo.

Un aspecto importante de la demografía es el tamaño de la población dependiente, es decir, el segmento de población de menos de 15 años de edad o más de 65 años de edad. Estos grupos son los que demandan la mayor parte de los servicios proporcionados por las autoridades locales, tales como educación y salud, y son los segmentos que menos contribuyen a los ingresos.

En general, el perfil demográfico ideal está representado por una población estable, que crece moderadamente con una población dependiente reducida. El tamaño de la población no es en sí una consideración, pero en algunos casos podría ser una medida de la diversidad económica.

Estructura económica Esta parte del análisis se centra en la profundidad, diversidad y prosperidad de la base económica local o regional para así poder evaluar el grado de estabilidad del crecimiento de los ingresos del gobierno. Los factores a considerar incluyen las características de la fuerza laboral, la composición del empleo y los niveles de ingresos. Los mejores indicadores históricos de la estabilidad de una base económica son las variaciones que a mediano plazo

se han producido en el crecimiento del empleo, el ingreso y gasto personal, y el nivel de desempleo.

Uno de los objetivos del análisis es el de evaluar si el empleo está concentrado en pocos sectores (por ejemplo, minería, banca, industria textil, etc.) o en compañías individuales y, de ser así, evaluar la situación y perspectivas de estos sectores y compañías. La dependencia de pocos segmentos de empleo y producción primarios implica una mayor vulnerabilidad a los ciclos de los negocios y/o de los commodities y a la posición competitiva de ese sector. Los principales empleadores y contribuyentes son evaluados en relación al sector industrial al que pertenecen, a las inversiones recientes y esperadas y al estado de sus plantas productivas. Los niveles de desempleo y subempleo se examinan de forma independiente dentro del contexto de la migración y de los cambios en la participación de la fuerza laboral.

Otra consideración es la prosperidad económica. En general, cuanto más grande es el nivel de ingreso per capita y la riqueza, mayor es la flexibilidad que tiene un gobierno para recaudar impuestos o restringir los servicios. Standard & Poor's mide esta flexibilidad examinando los niveles de ingresos per capita y del PIB. En la medida en que sea posible, se estima la contribución no registrada de la economía informal a los ingresos locales. Finalmente, es importante la distribución de los ingresos, ya que una distribución altamente sesgada puede crear presiones sociales y de gasto, las cuales permanecen ocultas si sólo se examinan las cifras promedio.

Perspectivas de crecimiento. Standard & Poor's evalúa las perspectivas de una economía sobre la base de las tendencias recientes en el empleo, la producción y la inversión, ajustándolas en base a cualquier cambio estructural o político reciente. Las proyecciones económicas

independientes son útiles, pero no se da por un hecho que sean exactas. Standard & Poor's pone especial énfasis en el estudio de las tendencias estructurales a largo plazo y sus aplicaciones para el crecimiento futuro, y no en los progresos relacionados únicamente con la rentabilidad de los ciclos económicos. El modelo óptimo es aquél en que el crecimiento real del ingreso per capita o del PIB es de 2% a 3% anual, o para los países menos desarrollados, de 5% a 6% anual.

Las tendencias de crecimiento se ubican en el contexto del perfil demográfico y la estructura económica del área. La posición competitiva de las industrias locales es una consideración importante, al igual que su ubicación (por ejemplo, la existencia de un puerto moderno y la proximidad a los principales mercados, etc.), la dotación de recursos (minerales, energía y una fuerza laboral especializada, etc.) y la existencia de infraestructura adecuada. Otros factores para evaluar el grado de actividad de una economía incluyen, los niveles recientes y esperados de inversión privada y pública, la actividad del sector de la construcción y el crecimiento de las ventas al por menor.

ESTRUCTURA DEL SISTEMA Y ADMINISTRACIÓN

Estructura intergubernamental. Las calificaciones de los gobiernos locales y regionales toman en cuenta la estabilidad y el apoyo del sistema intergubernamental, factores que a menudo son de considerable importancia en una decisión sobre la calificación.

Las transferencias intergubernamentales pueden ser una fuente de ingresos y/o una responsabilidad de servicio y, como tales, pueden aumentar o restringir la flexibilidad presupuestaria. La facultad de un gobierno de rango superior para administrar por mandato el gasto (o los estándares de servicio) por parte de un gobierno de rango inferior

sin la correspondiente transferencia de ingresos o de autoridad fiscal, es un factor definitivamente negativo. Las transferencias se evalúan en función de su tamaño, de la posibilidad de predecirse y de la flexibilidad con que pueden ajustarse a circunstancias cambiantes. En los mercados emergentes, estas disposiciones frecuentemente son nuevas y por lo tanto están sujetas a cambios, haciendo que el entorno operativo sea más difícil de predecir.

Standard & Poor's examina la composición de las transferencias de ingresos distinguiendo entre asignaciones generales de participación en los ingresos, subsidios específicos y pagos de nivelación. La nivelación fiscal es tal vez el programa de transferencia más importante desde la perspectiva de las calificaciones. Los planes de nivelación están orientados a garantizar que las subdivisiones políticas puedan proporcionar niveles de servicios públicos razonablemente comparables con esfuerzos fiscales similares. Indudablemente que estos programas elevan el perfil crediticio de los beneficios. Las regiones en desventaja económica. Si el sistema de nivelaciones se adapta rápidamente a los acontecimientos cambiantes, este tipo de sistema es positivo, incluso para aquellos contribuyentes netos, en el sentido que proporcionan una red de seguridad de importancia variable en tiempos difíciles.

La evaluación incorpora cualquier mecanismo explícito de asistencia a los gobiernos que enfrentan dificultades financieras y la evidencia histórica de dicho apoyo. Salvo que se disponga de asistencia financiera predecible, con suficiente anticipación a una crisis financiera aguda, no se reconoce ninguna garantía estatal en la calificación. Sin embargo un historial que demuestra que ha existido apoyo intergubernamental puede ser citado como un elemento extraordinario que se incorpore a la calificación individual de la entidad.

Balace de ingresos y gastos. Otra consideración de la calificación es determinar si la estructura del gobierno local o regional tiene responsabilidades de servicio que se equiparen con la facultad para movilizar ingresos. Esta determinación exige evaluar hasta que punto las atribuciones de la municipalidad de obtener ingresos y las disposiciones sobre servicios están controladas o sujetas a las decisiones de gobiernos de rango superior o de la legislación local. En cuanto al gasto, el énfasis del análisis está puesto en la porción del presupuesto determinada por los mandatos y por estándares, de servicio, u otros gastos no discrecionales. Se consideraría que hay poco equilibrio si un gobierno local enfrenta mandatos de servicio que impliquen crecimiento del gasto superior al ritmo de crecimiento de los ingresos; Si los ingresos fuesen muy limitados e inflexibles.

Una última área de interés es la facultad para obtener financiamiento. Algunos gobiernos subsoberanos deben recibir la aprobación del gobierno central para realizar emisiones de deuda, especialmente para obtener préstamos externos. De igual manera, algunas leyes locales exigen la aprobación de los votantes para la emisión de instrumentos de deuda. El primer requisito puede ser un factor positivo, debido a que garantiza la coordinación con el gobierno central y el cumplimiento de todos los principios de autorización. Sin embargo, cualquiera de las dos restricciones puede ser problemática si limita la flexibilidad financiera y el acceso al capital necesario para mantener la infraestructura pública.

Sistemas y políticas de administración. El énfasis está en la consistencia y rigor de las políticas presupuestarias y financieras tal como se ha demostrado durante varias administraciones y alineamientos políticos.

La estructura, los sistemas y los controles de la administración son indicadores útiles de la estabilidad financiera

futura y de la no dependencia es un número reducido de administradores clave. Las normas institucionalizadas que rigen la emisión de deuda y exigen por mandato un presupuesto equilibrado, constituyen puntos fuertes. Sin embargo, en caso de no existir tales requisitos legales, se evalúan las políticas, así como su cumplimiento por parte de la administración. La actitud de un gobierno en cuanto a mantener balances operativos se analiza en función del desempeño pasado. Las proyecciones presupuestarias y los sistemas de control se evalúan, incluyendo los controles de gasto, los procedimientos de recolección de ingresos y los sistemas de administración de efectivo. El control del gasto se mide mediante una comparación a mediano plazo del crecimiento del gasto en relación a la expansión económica. La capacidad para limitar las desviaciones del presupuesto también es un factor de evaluación importante.

Otra consideración es la oportunidad y el alcance de las prácticas de presentación de informes financieros, los documentos de planeación, los informes fiscales semestrales y flujos de efectivo. Standard & Poor's no hace una auditoría, sino que cuenta con que los emisores proporcionen informes financieros adecuados y oportunos, de preferencia preparados por un contador público autorizado independiente, de conformidad con las normas contables del gobierno generalmente aceptadas en el país.

La capacidad del gobierno para actuar rápidamente también se incorpora a la calificación. Una legislatura numerosa y fragmentada o un gobierno en el cual hay una brecha infranqueable entre las ramas ejecutiva y legislativa a menudo se consideran factores negativos.

FLEXIBILIDAD Y DESEMPEÑO FISCALES

Analizar el desempeño fiscal implica revisar las tendencias de crecimiento básicas y relativas de los ingresos y gas-

tos, la flexibilidad para ajustar los ingresos y gastos, y el nivel de desequilibrios presupuestarios experimentados durante un período de cinco años.

Fuentes de ingresos y flexibilidad. La evaluación de la estructura de ingresos se centra en las fuentes principales, la variación de su importancia en el tiempo y su adecuación en relación a la base económica. El primer paso es distinguir entre los ingresos provenientes de fuentes propias y los percibidos por concepto de transferencias. Los ingresos de fuentes propias se examinan muy de cerca, debido a que representan los recursos sobre los que la municipalidad tiene un control más directo. Los movimientos históricos de estos ingresos se analizan en el contexto de las tendencias de la actividad económica. La diversificación de las fuentes es importante, así como lo es su vulnerabilidad a los cambios en las políticas fiscales. De igual modo, la estabilidad de las transferencias intergubernamentales se examina en función de las políticas gubernamentales fiscales y de transferencias, el crecimiento económico y la capacidad fiscal de la autoridad superior responsable de estas transferencias.

Un área clave de análisis es el potencial para generar ingresos adicionales. Esta evaluación pone énfasis en las cargas fiscales totales y comparativas y la proporción de los ingresos bajo el control de la municipalidad. La estimación de la carga fiscal involucra una comparación de los niveles de impuestos y tarifas en relación a otras jurisdicciones similares en el país; este contraste se refuerza al comparar los ingresos de fuentes propias per capita o como un porcentaje del ingreso o la producción. Para facilitar las comparaciones internacionales, la carga fiscal y de tarifas per capita impuesta por el gobierno central u otras jurisdicciones superpuestas se suma a aquella del gobierno local calificado.

La importancia de los límites legales para la obtención de ingresos se evalúa determinando la proporción de ingresos provenientes de fuentes propias. En igualdad de circunstancias, una mayor participación del ingreso de fuentes propias sugiere una mayor flexibilidad de los ingresos. Finalmente, la disposición de la administración para aprovechar la capacidad de que dispone para obtener ingresos se evalúa sobre la base de su historial durante períodos pasados de restricción presupuestaria

Tendencias y flexibilidad del gasto. La evaluación de los gastos pone énfasis en la proporción de gastos discrecionales, la voluntad política de frenar el gasto, y la evolución de la tendencia creciente del gasto durante recesos económicos

El gasto discrecional se define como el capital no esencial y los gastos corrientes. En general, hay un mayor margen para diferir o discontinuar gastos de capital, al menos en el corto plazo, de manera que un mayor porcentaje de los gastos de capital generados internamente usualmente implica un mayor grado de discreción. Para medir esta flexibilidad, Standard & Poor's estima el nivel mínimo de gastos de capital que se necesita para mantener la infraestructura existente y completar nuevos proyectos de naturaleza esencial y urgente. Asimismo, suponiendo niveles de deuda sostenibles, los costos de capital pueden ser elementos legítimos para el financiamiento de bonos.

En cuanto al aspecto operativo, el servicio de la deuda y los costos de personal se consideran no discrecionales, y su crecimiento en relación al tamaño del presupuesto se monitorea minuciosamente. En consecuencia, las relaciones laborales son críticas y el proceso de acuerdos salariales se revisa, la oportunidad y los resultados, así como la importancia de las disputas laborales. Finalmente, cuando los estándares de servicio son fijados por un gobierno de nivel superior, la municipali-

dad tiene inherentemente menor control sobre su presupuesto

La voluntad política para limitar o recortar gastos se discierne mediante un análisis del desempeño histórico. La evolución en los niveles de empleados y salarios es una medida útil de la capacidad para controlar el gasto, especialmente cuando se compara con tendencias regionales o nacionales

Al igual que en el caso de los ingresos, la vulnerabilidad de los gastos de operación a los ciclos económicos se evalúa comparando la variación de la tasa de crecimiento del gasto durante un ciclo económico con la variabilidad del crecimiento del ingreso personal o producción económica

Desempeño presupuestario y requisitos financieros. Al evaluar el desempeño presupuestario, un factor importante lo constituye la magnitud de las variaciones entre las proyecciones presupuestarias iniciales y los resultados finales. Las diferencias significativas y recurrentes plantean preguntas acerca de la adecuación de las técnicas de proyección, de los controles presupuestarios y de la capacidad y disposición de la administración para realizar ajustes dentro del año.

El balance operativo mide la capacidad del gobierno para administrar sus actividades recurrentes y ayuda a identificar cualquier falta de coincidencia entre el ingreso y los gastos recurrentes. Los déficits operacionales persistentes indican que la base de ingresos es inadecuada para mantener el rango de servicios de la municipalidad o, que por el contrario, la administración no cumple adecuadamente con la tarea de recolectar fondos suficientes. El uso continuo de préstamos para financiar operaciones no es un buen presagio de la capacidad de un gobierno para pagar sus gastos corrientes, ya que al mismo tiempo acumula gastos por concepto de servicio de la deuda. Como parte de este análisis, se examina la defi-

nición de ingresos y gastos operacionales para determinar el grado de conservadurismo. Por ejemplo, una contabilidad conservadora de los gastos incluirá como gastos lo necesario para el mantenimiento del capital y los subsidios al sector privado, aún cuando dichas transferencias fuesen propósitos de inversión

La mejor forma de medir la administración prudente de las necesidades de capital de una municipalidad es estudiando el monto de las inversiones de capital hechas en el mediano plazo a partir de fuentes tales como excedentes de operación y subsidios de capital. La relación entre las necesidades de préstamos netos y los ingresos totales indica el ritmo de acumulación de la deuda en relación a los recursos disponibles para amortizarla

POSICIÓN FINANCIERA

Liquidez. La evaluación de la posición de liquidez de un emisor pone énfasis en el mantenimiento del nivel apropiado de liquidez interna, las políticas de inversión y la disponibilidad de las líneas de crédito bancarias comprometidas y de otro tipo para poder hacer frente a la estacionalidad de los ingresos y gastos. Este análisis se aplica a cualquier deuda pendiente a corto plazo o de tasa variable o bonos con vencimientos a plazo.

También son importantes para el análisis las reservas promedio y mínimas y los saldos de efectivo en relación a los gastos totales y al servicio de la deuda. Una gran dependencia de la deuda a corto plazo o deuda con un perfil de vencimiento irregular puede plantear un riesgo importante en ausencia de opciones de fondeo creíbles. La administración del efectivo y su coordinación con los préstamos a largo plazo a menudo reflejan la solidez de la planeación y los controles presupuestarios. Finalmente, la confianza puesta en el nivel de las reservas debe reflejar la prudencia de las normas y prácticas de inversión, en relación a los riesgos crediticios y del mercado.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Volumen de endeudamiento. El volumen de endeudamiento se mide comparando los cargos anuales y las existencias de finales de año con los recursos disponibles. Se usan varias medidas de deuda, incluyendo la deuda directa y garantizada del gobierno y el volumen de endeudamiento total respaldado por impuestos, obligaciones de las empresas y fideicomisos municipales no autofinanciados. Al igual que en la evaluación de los impuestos de una comunidad, el volumen de endeudamiento de una entidad no puede analizarse en forma aislada, sino que debe considerarse más ampliamente, incluyendo la deuda pública de jurisdicciones superpuestas y del gobierno central. Este enfoque permite hacer comparaciones entre comunidades que ofrecen una variedad de servicios muy diferente.

Se pone énfasis en las relaciones de deuda directa neta sobre presupuesto y deuda pública neta respaldada por impuestos en relación al PIB y per capita.

Las relaciones de deuda directa neta que superan el 100% de los ingresos y las relaciones de deuda neta respaldadas por impuestos que superan el 25% del PIB usualmente indican un volumen de endeudamiento considerable. Finalmente, se evalúa minuciosamente la proporción de los ingresos necesarios para el servicio de la deuda, al igual que su evolución.

El análisis de la administración de la deuda se concentra en la estructura y la composición de la deuda respaldada por impuestos, incluyendo su vencimiento, denominación y sensibilidad a las tasas de interés.

Pasivos fuera del balance general. Una parte especialmente compleja del análisis se centra en los pasivos fuera del balance general, que se definen como la deuda total del sector público, incluyendo todas las empresas del sector público (esto es, bancos, servicios públicos, compañías habitacionales, etc.), pasivos de pensiones no financiados, y otras obligaciones con-

tingentes relativas a los ingresos presupuestarios. Los temas clave incluyen la probabilidad de que se hagan efectivas las garantías, la necesidad de apoyar las operaciones y el servicio de la deuda de empresas públicas, y la probable exigencia que plantean las pensiones públicas sobre los recursos presupuestarios.

La prosperidad de las empresas públicas se evalúa sobre la base de su rentabilidad individual, ajustada por cualquier subsidio y la necesidad histórica de inyecciones de capital. La calidad crediticia de estas entidades determina la probabilidad y la magnitud de cualquier potencial intervención gubernamental. La carga que imponen las pensiones toma en consideración cualquier estudio actuarial, la evolución de las aportaciones a las pensiones y los pagos en relación al presupuesto, al igual que la adecuación de los planes para amortizar los pasivos pendientes.

ANEXO 6

jetará a lo prevenido por la Ley Orgánica del Presupuesto de Egresos de la Federación.

ARTICULO 4º.—Las facultades que la ley citada en el artículo anterior confiere a la Secretaría de Hacienda se ejercerán por el C. Gobernador.

ARTICULO 5º.—Es de la competencia exclusiva del C. Gobernador:

a).—Autorizar, dentro del límite que señala el Presupuesto del Territorio, las transferencias de partidas que reclamen los servicios.

b).—Designar al personal supernumerario.

c).—Asignar las cuotas para el abono de viáticos y pasajes para el desempeño de comisiones oficiales de carácter transitorio conferidas a empleados o funcionarios y

d).—Fijar el monto de los honorarios a profesionistas expertos.

Salón de Sesiones de la Cámara de Diputados del H. Congreso de la Unión.—México, D. F., a 28 de diciembre de 1945.—Jullán Garza Tijerina, D. P.—Donato Miranda Fonseca D. S.—Juan Fernández Albarrán D. S.—Rúbricas."

En cumplimiento de lo dispuesto por la fracción I del artículo 89 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y para su debida publicación y observancia, expido el presente Decreto en la residencia del Poder Ejecutivo Federal en la ciudad de México, Distrito Federal, a los treinta y un días del mes de diciembre de mil novecientos cuarenta y cinco.—Manuel Avila Camacho, Rúbrica.—El Secretario de Estado y del Despacho de Hacienda y Crédito Público, Eduardo Suárez.—Rúbrica.—Al C. Lic. Primo Villa Michel, Secretario de Gobernación.—Presente

DECRETO que dispone se avale la emisión de bonos que hará el Gobierno del Estado de Veracruz por la suma de \$ 10,000,000.00, que se destinarán a construcción de carreteras, obras de agua potable y drenaje.

Al margen un sello con el Escudo Nacional que dice: Estados Unidos Mexicanos.—Presidencia de la República

MANUEL AVILA CAMACHO, Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos, a sus habitantes sabed:

Que la H. Cámara de Diputados del Congreso de la Unión se ha servido dirigirme el siguiente

DECRETO:

El Congreso de los Estados Unidos Mexicanos decreta:

ARTICULO 1º.—Se faculta al Ejecutivo de la Unión para que por conducto de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público avale la emisión que hará el Gobierno del Estado de Veracruz por la suma de \$ 10,000,000.00 (diez millones de pesos) destinada a construcción de carreteras, obras de agua potable y drenaje. Los bonos se designarán "Bonos del Estado de Veracruz, 1945"

ARTICULO 2º.—El empréstito se hará mediante títulos cuya amortización total no excederá de diez años. La Secretaría fijará en la escritura de emisión la tasa de interés y demás características

ARTICULO 3º.—El Estado de Veracruz dará en garantía principal del empréstito, el impuesto sobre el café creado por la fracción IV del artículo 127 de la Ley Fiscal de Veracruz de 10 de junio de 1932 y por el artículo 77 del Reglamento de la misma, de igual fecha, ambos con sus reformas en vigor así como cualquier otro impuesto. Para ese efecto, el impuesto mencionado se entregará en fideicomiso irrevocable a la Institución de Crédito que designe la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.

ARTICULO 4º.—Las fechas en que se emitan las series que constituyan este empréstito, serán determinadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, tomando en cuenta la opinión que emita la Nacional Financiera S. A., respecto a la posibilidad de colocación de títulos en el mercado

ARTICULO 5º.—La Secretaría de Hacienda y Crédito Público intervendrá en la forma que estime más indicada, tanto para vigilar la construcción misma de las obras, como la disposición de los fondos obtenidos por el empréstito.

TRANSITORIOS

ARTICULO UNICO.—Este Decreto entrará en vigor el día de su publicación en el "Diario Oficial".

Jullán Garza Tijerina, D. P.—Eugenio Prado, S. P.—Juan Fernández Albarrán, D. S.—Augusto Hinojosa S. S. Rúbricas."

En cumplimiento de lo dispuesto por la fracción I del artículo 89 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos y para su debida publicación y observancia, expido el presente Decreto en la residencia del Poder Ejecutivo Federal en la ciudad de México, Distrito Federal, a los once días del mes de diciembre de mil novecientos cuarenta y cinco.—Manuel Avila Camacho.—Rúbrica.—El Secretario de Estado y del Despacho de Hacienda y Crédito Público, Eduardo Suárez.—Rúbrica.—Al C. Lic. Primo Villa Michel, Secretario de Gobernación.—Presente

DECRETO que autoriza el Presupuesto de Egresos de la Federación para el ejercicio fiscal de 1946.

Al margen un sello con el Escudo Nacional que dice: Estados Unidos Mexicanos.—Presidencia de la República

MANUEL AVILA CAMACHO, Presidente Constitucional de los Estados Unidos Mexicanos, a sus habitantes sabed:

Que la H. Cámara de Diputados del Congreso de la Unión, se ha servido dirigirme el siguiente

DECRETO:

La H. Cámara de Diputados del Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, en ejercicio de la facultad que le confiere la fracción IV del artículo 74 de la Constitución Federal, decreta:

ARTICULO 1º.—El Presupuesto de Egresos de la Federación que regirá durante el año de 1946 se compondrá de las siguientes partidas:

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN