



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

"EFECTOS DE LA POLÍTICA DE TRANSFORMACIÓN DE
DEUDA EXTERNA A DEUDA INTERNA:
Y ANÁLISIS DE LA DEUDA INTERNA ACTUAL"

T E S I S
PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A :
MARCELA GUADALUPE LÓPEZ MURGA

TUTOR: MTRO. MIGUEL GONZÁLEZ IBARRA



CIUDAD UNIVERSITARIA, MÉXICO, D. F.

JUNIO 2009



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.

“Efectos de la política de transformación de deuda externa a deuda interna ;y análisis de la deuda interna actual”

Tesis

Autor: Marcela Guadalupe López Murga

26/02/2009

Después de la crisis de 1980 en México y las malas experiencias obtenidas a partir del endeudamiento exterior; se optó por el tipo de endeudamiento doméstico, en donde a pesar de su poco desarrollo; este ya comienza a presentar efectos dignos de análisis y dignos también de una política económica que propicie el mejoramiento de estos.

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN	3
Marco Teórico	6
I. Política Económica	12
I.1 El mercado de bonos y las políticas macroeconómicas.....	12
I.2 Políticas microeconómicas	14
I.3 Políticas para la emisión de deuda publica.....	15
I.4 Indicadores de riesgo de mercado y de refinanciación en México.....	16
I.5 La Contribución de las instituciones financieras internacionales (IFI).....	18
II. Cambio de composición de la deuda de moneda extranjera a moneda local.	23
II.1 Deuda pública internacional denominada en moneda local.....	25
II.2 La estructura de títulos de deuda en México	28
II.3 Tipos de instrumentos en México	30
II.4 Deuda pública con respecto al PIB en México	36
III. Análisis de la exposición a los distintos riesgos	42
III.1 Riesgo cambiario.....	42
III.2 Dilema en la denominación del plazo	45
III.3 Indexación a la inflación.....	47
III.4 Exposición al riesgo de tasas de interés	48
IV. Liquidez en el mercado de deuda pública mexicano	50
V. Base emisora, bursatilización y base inversora	56
V.1 Base emisora.....	56
V.2 Bursatilización de activos	63
V.3 La base inversora doméstica.....	68
VI. Inversionistas no residentes	75
VI. Conclusiones	80
Anexo Estadístico	85
Bibliografía	94

Introducción

Los mercados locales de bonos han permanecido subdesarrollados durante buena parte de la historia moderna de México. El antecedente de inflación de México y la consecuente escasa credibilidad de su política monetaria hicieron prácticamente imposible para el Gobierno u otros emisores mexicanos colocar deuda de largo plazo en el mercado local.

Las malas expectativas de inflación implicaban que los participantes en el mercado estaban dispuestos a prestar en moneda local únicamente a muy corto plazo o con rendimientos referenciados a la inflación, a las tasas de interés de corto plazo o al dólar americano. Por supuesto, estos inversionistas estaban dispuestos a prestar en moneda extranjera, principalmente en dólares americanos. En 1994, la crisis nos demostró que los riesgos que causa una gran dependencia de valores indexados al dólar se traducen en efectos enteramente negativos para la economía.

El comienzo de la década de los 90 se caracterizó no sólo por una apreciación sustancial del peso mexicano, sino también por un importante deterioro de la cuenta corriente del país a pesar de las mejoras en las finanzas del sector público. El acelerado crecimiento de las obligaciones externas mexicanas generó un temor creciente entre inversionistas.

En el transcurso de 1994, los inversionistas se mostraron más renuentes a renovar sus posiciones en cetes de corto plazo denominados en pesos, optando en cambio por invertir en bonos de corto plazo indexados al dólar (tesobonos). Aunque esto dio un respiro al Gobierno durante algún tiempo, el corto plazo de la deuda en circulación implicó que el giro hacia los tesobonos se realizara con enorme rapidez. Mientras que a principios de 1994 los tesobonos representaban tan sólo el 4% de la deuda interna, a finales de ese mismo año ya acaparaban la mayor parte de la misma. El abandono repentino de la inversión extranjera en el mercado interno a finales de 1994 y la fuerte caída del peso mexicano resultaron

en un crecimiento exponencial del valor en pesos de la deuda pública indexada al dólar, lo que añadió una dimensión fiscal a la crisis externa. Además, la retirada de la inversión extranjera produjo una severa inestabilidad financiera, seguida de una prolongada recesión.

La crisis del México puso de manifiesto que, a pesar de los logros anteriores del Gobierno en materia fiscal, la débil estructura de su deuda lo hizo vulnerable a una súbita contracción de la inversión extranjera. Desde entonces, para reducir su dependencia al financiamiento externo de corto plazo, el Gobierno ha realizado importantes esfuerzos aun no suficientes a fin de desarrollar un mercado interno de bonos que fuera viable.

A partir de ahí se ha dejado clara la importancia de una política macroeconómica sólida y de un sistema financiero robusto.

Resumen

El capítulo I analiza de manera integral la política económica seguida en México, describe también los avances obtenidos en la política implementada por las instituciones financieras internacionales. El capítulo II habla específicamente del proceso de conversión de la deuda de moneda extranjera a moneda local y las implicaciones generales de dicho cambio. El capítulo III aborda; dada las características de índole internacional como las características locales en México los riesgos; a los cuales se expone el país o posiblemente se expondrá con un mercado de títulos de deuda en expansión. El capítulo IV nos habla de la problemática cada vez más aguda de liquidez en el mercado de deuda pública mexicano. El capítulo V hace un análisis detallado sobre la composición tanto de la base inversora como de la base emisora y sus repercusiones debido a su conformación. En cuanto al capítulo VI este nos muestra como ha sido la participación de los inversionistas no residentes en el mercado mexicano. En el capítulo VII, de acuerdo a lo expuesto a los capítulos anteriores se elabora una propuesta de cambio, para revertir errores en la política de deuda detectados por la autora para el mejoramiento del mercado de deuda local mexicano.

Planteamiento del problema

En la actualidad el cambio de deuda externa a deuda interna ha propiciado diversos cambios y políticas que son objeto de análisis en este trabajo. Los antecedentes y repercusiones de este cambio son importantes ya que en la actualidad la política económica que tomen las autoridades debe ser congruente con la problemática y el desenvolvimiento de la situación actual.

La existencia de una administración de la deuda en nuestro país es importante ya que de manera interna los mercados locales no controlados y no administrados debidamente propiciarán un impacto considerable en los agregados económicos más importantes.

Marco Teórico

Los acontecimientos recientes han demostrado que la vulnerabilidad económica y la globalización de los mercados financieros pueden ser una combinación explosiva. Las políticas presupuestarias sanas que llegan a reducir la deuda pública como proporción del PIB podrían ser insuficientes para proteger la situación fiscal de un gobierno ante los impactos económicos. Se tienen que conjugar varios elementos, como la buena administración de la deuda pública para llegar a un funcionamiento eficaz de la economía. En el presente trabajo se analiza la situación de la deuda pública en México hasta antes de la crisis, hipotecaria originada en los Estados Unidos de Norteamérica, ya que aun no se presentan efectos claros que afecten de manera importante la situación de la deuda pública en México.

Existen varias razones por las cuales una inadecuada administración de la deuda pública, cuando se deterioran las condiciones del mercado, puede conducir a debilidades de las finanzas públicas y a la vulnerabilidad fiscal. Por tanto, las estrategias sólidas de la administración de deuda y un manejo apropiado de riesgos podrían incrementar la capacidad de la economía mexicana y de su Gobierno para resistir los impactos. Las buenas prácticas para administrar la deuda y los riesgos comprenden mantener grandes reservas internacionales en relación con los pasivos externos de la economía; reducir el riesgo de reestructuración mediante una mayor contratación de deuda a largo plazo; incrementar el promedio de los plazos de vencimiento; y contraer deuda en moneda nacional, y así reducir la dependencia de los financiamientos externos. Es evidente que la introducción de nuevas prácticas para la administración de la deuda y los riesgos podrían ser difíciles para México, por factores tales como deficiencias de las políticas monetarias y cambiarias, así como y limitaciones para acceder a los mercados de capital extranjeros e internos.

En el contexto macroeconómico más amplio de la administración pública, el Gobierno deberá tratar de conseguir que tanto el nivel como la tasa de crecimiento de la deuda pública sean fundamentalmente sostenibles y pueda atenderse su servicio en muy diversas circunstancias, al tiempo que se satisfacen los objetivos de costo y riesgo. Los gestores de la deuda soberana deberán compartir el interés de los asesores de la política fiscal y monetaria para que el endeudamiento del sector público se mantenga en una trayectoria sostenible y para que haya una estrategia creíble que reduzca los niveles excesivos de deuda. Los gestores de la deuda deberán cerciorarse de que las autoridades fiscales son conscientes del impacto que la necesidad de financiamiento del Gobierno y el nivel de endeudamiento producen en el costo de los empréstitos.

El endeudamiento mal estructurado ya sea en términos de vencimiento, moneda o tasas de interés y pasivos contingentes considerables y no capitalizados han sido factores importantes que han inducido o propagado la crisis económica.

En la actualidad es inconcebible el desarrollo de la economía mexicana sin la emisión de deuda pública. Esto permite a las distintas entidades proveerse de liquidez cuando la necesitan y planificar estrategias a mediano y a largo plazo que les permita sustentarse financieramente. Los recursos provenientes del financiamiento son una fuente alterna a los ingresos ordinarios de la hacienda federal, que bien encaminados permitirán, a su vez la atención de obras y acciones prioritarias para la sociedad. No obstante, no siempre el endeudamiento tiene consecuencias positivas. Muchas veces estas se contrae con motivos especulativos o ajenos a una inversión que fomente el desarrollo.

Nueva tendencia de financiación en México

Los mercados financieros en México han sufrido una profunda transformación a lo largo de los últimos años. Uno de los cambios más significativos ha sido el

progresivo abandono de la financiación transfronteriza en favor de la financiación local, lo que ha permitido la expansión, profundización y diversificación de los mercados de capitales domésticos, reduciendo por tanto su dependencia de la financiación bancaria.

La financiación soberana en el mercado de bonos local puede ayudar a evitar los descalces de monedas, fortalecer el sistema financiero nacional y permitir el desarrollo de otros mercados relacionados, como el de bonos corporativos o de derivados. Cabe destacar que para lograr esto, se tiene que resaltar la importancia de contar con una base de inversionistas bien diversificada para asegurar la sostenibilidad del proceso.

En este sentido, la reforma de los fondos de pensiones se consideró clave para esta profunda transformación de financiación soberana ya que ésta ayudo a fomentar el desarrollo de los mercados internos. Un segundo elemento destacado es la necesidad de que el proceso sea gradual, dando tiempo al mercado para ajustarse a la evolución de la curva de vencimientos y permitiendo que las autoridades realicen los ajustes necesarios.

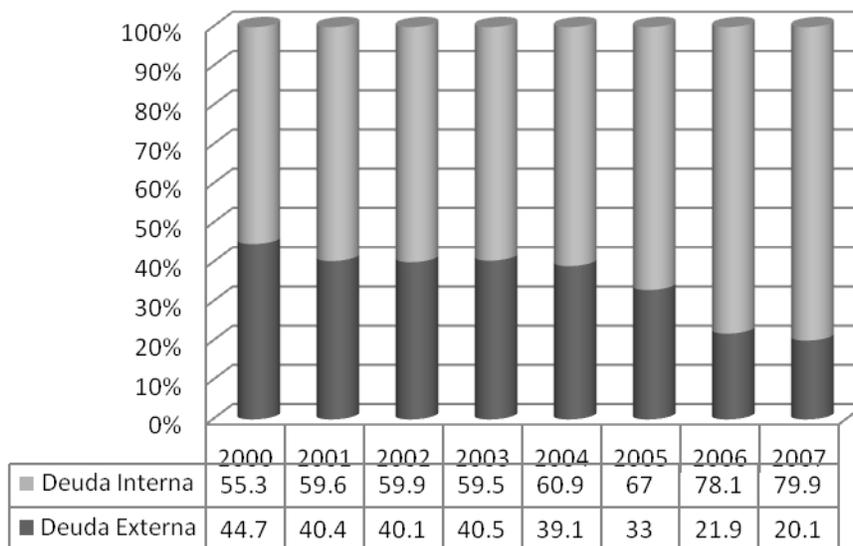
En cuanto a los bonos internacionales denominados en moneda local pueden atraer a inversionistas que desean evitar las consecuencias de invertir en mercados locales, ya que estos bonos evitan los descalces de divisas y permiten ampliar los vencimientos más largos de la curva de rendimientos en moneda local. Sin embargo, también pueden limitar la liquidez de los mercados locales si segmentan la base de inversionistas.

En la gráfica 1.1 se puede observar el cambio de la política en México de la transformación de deuda externa a deuda interna.

Gráfico: 1

Composición de la deuda neta del Gobierno Federal

(Participación % en el saldo a diciembre de cada año)



Fuente SHCP: 2000-2007

Pese a los considerables beneficios que aportan los bonos en moneda local, conviene considerar los riesgos que podría generar su rápido desarrollo y que pueden quedar ocultos en un principio, es por eso que no deben subestimarse. En este sentido, hay que considerar sí, la sustitución del endeudamiento en divisas a largo plazo por el endeudamiento en moneda local a corto plazo no ha hecho sino reemplazar el riesgo de divisas por el riesgo de refinanciación. Un segundo aspecto a tener en cuenta es si la falta de liquidez en el mercado puede aumentar la volatilidad en momentos de tensión. El tercero es si la estrechez de la base inversora puede crear riesgos sistémicos. Por último, cabe preguntarse si la expansión de la emisión local en México puede haberse producido sin una adecuada infraestructura y regulación.

Objetivos Generales

- Entre los objetivos del presente trabajo están
- El que se reflexione el papel de la deuda interna en la economía mexicana
- El que se observen de qué manera ha influido en la economía el cambio de deuda externa a deuda interna.
- El que se identifiquen sobre qué aspectos se ha influido de manera predominante al cambiar la composición de la deuda.
- Determinar las condiciones bajo las cuales funciona actualmente el mecanismo de deuda interna.
- El que se adviertan cuáles son las limitaciones y ventajas del actual crecimiento de la deuda interna.
- El que se plantee cuál es la mejor opción de acuerdo a las condiciones económicas actuales del país en lo referente a la deuda interna.

Objetivos Particulares

- Observar los determinantes del aumento del riesgo en la deuda a largo plazo.
- Caracterizar los nuevos instrumentos de deuda interna y entender el fin de su existencia.
- Observar de qué manera ha encauzado el gobierno federal la financiación de la deuda interna

Hipótesis

En el marco de las tendencias políticas y económicas impuestas por el contexto internacional y nacional, se tiene que asumir como necesaria la transformación de deuda externa a deuda interna. Ante lo cual, como única alternativa para insertarse en esta dinámica con un costo mínimo para el crecimiento y desarrollo

económico; se debe de emprender un esfuerzo por evaluar el desarrollo actual de la deuda interna y verificar aspectos importantes tales como la necesaria diversificación y estructura de la misma.

Justificación

La deuda interna juega un papel trascendental en el desarrollo del país ya que mediante ella se pueden financiar diversas actividades que propiciarán el crecimiento económico del país. En México se ha optado por el cambio de deuda externa a deuda interna con mayor incidencia en los últimos años ya que el creciente aumento del endeudamiento exterior propicio problemas que requirieron de una nueva forma de financiación que redujera la vulnerabilidad de la economía ante los choques externos. Ante tal cambio se han puesto de manifiesto algunas mejoras en la economía así como también desazones que innegablemente han contribuido en la situación actual del país.

Dada la importancia de la financiación en un país en vías de desarrollo como es México se debe ampliar el panorama acerca del papel que ha desempeñado en los últimos años la transformación de deuda externa a deuda interna así como qué beneficios y qué costos se han derivado de dicha cuestión

Sin duda una de las preocupaciones que nos asaltan sobre el tema de la deuda es el hecho de su aumento a lo largo del tiempo y las complicaciones que derivaron de su composición externa en una primera instancia. Así también el conocer algunas particularidades concretas de la deuda interna, como el evaluar que tan bueno es que el servicio de la deuda esté financiada en su mayor parte por el sector no gubernamental o viceversa. En un mismo sentido el aspecto de la minimización de los costes del servicio de la deuda interna a largo plazo así como la disminución del riesgo juegan un papel importante en la situación actual del país y sin duda ha sido un tema en boga en los últimos años.

I. Política Económica

La política económica en México ha presentado diversos cambios que han afectado el mercado de bonos en México; situaciones como la estructura de los bonos, plazos y la cantidad de estos que están denominados en moneda nacional o extranjera han sido directamente afectados por las decisiones de política en México.

I.I El mercado de bonos y las políticas macroeconómicas

Se ha observado en los últimos años que la política en México se ha movido hacia tasas de cambio flexibles y políticas antiinflacionarias. Eso significa que el Gobierno ha tenido que pedir prestado; con mayor afluencia en el ámbito interno, doméstico, para evitar los problemas fiscales, que provoca inestabilidad monetaria.

La política macroeconómica para lograr la estabilidad financiera debe estar respaldada por un mercado de bonos más sofisticado y más desarrollado ya que mediante este se adquiere la capacidad de diversificar el riesgo más allá de los bancos, los cuales, por naturaleza, tienden a ser altamente apalancados y más vulnerables a la crisis.

Básicamente, un mercado de bonos puede ayudar a diversificar los riesgos en la economía. En México, se ha cambiado deuda internacional por deuda nacional, con un alcance considerable, hay inversiones enormes de residentes nacionales en bancos extranjeros, así que el objetivo es tratar de capturarlos otra vez, de alentarlos para que regresen a nuestro país. En cuanto a las reformas fiscales y la política monetaria en nuestro país se ha procurado a través de los años hacer un cambio, para soportar o respaldar la actividad del mercado secundario, tratar de bajar la inflación y flexibilizar las tasas de cambio para que la moneda nacional o la deuda en moneda nacional sea más atractiva.

En cuanto a la política del Banco de México y el mercado de bonos hay muchas divergencias sobre la función que debe de jugar el Banco Central, habría que preguntarse si el Banco central debe intervenir para estabilizar el mercado local o si debe abstenerse de hacerlo y permitir que los participantes desarrollen sus propios manejos de riesgo, y si debe participar directamente en las subastas. En el pasado en México, se acostumbraba que el Banco Central guiara el mercado para que tuviese tasas de interés adecuadas, pero la tendencia hoy en día es dejar que el mercado desarrolle sus propias tasas de interés. Lo que es necesario, es coordinar acciones para que la emisión de bonos no sea quien altere la actividad del Banco Central.

Según cifras del Banco de México, a partir del año 2000 se han obtenido en México cifras de inflación de un dígito que se han mantenido. En un número importante de casos, los procesos de desinflación en las economías de tipo emergentes han ido acompañados de la introducción de objetivos de inflación explícitos. Esto ha brindado la oportunidad a países como México de mantener estable su nivel de precios; al mismo tiempo, se han ido acumulando grandes superávits externos, que han alcanzado proporciones extraordinarias en la última década, aunque hoy en día, la coyuntura mundial actual pinta un panorama complicado para México debido a la crisis hipotecaria que aqueja a Estados Unidos. Otra política actual que ha hecho menos vulnerable a la economía y ha propiciado un crecimiento del mercado de bonos, ha sido la tendencia generalizada hacia una mayor flexibilidad del tipo de cambio.

La política fiscal juega también un papel importante ya que mediante el endeudamiento y la conformación de la Ley orgánica de la Deuda Pública se han podido marcar los lineamientos para que la financiación soberana contribuya hacia el desarrollo del país.

I.2 Políticas microeconómicas

El mercado nacional de bonos está relativamente avanzado gracias a las necesidades de financiación tradicionalmente elevadas del sector público, la temprana implantación de fondos privados de pensión y el crecimiento asociado del inversor institucional. Hoy se cuenta con las emisiones de referencia (mediante anuncio de calendarios de subasta y también la recompra de emisiones ilíquidas al tiempo que se emiten otras más líquidas) y la participación de una serie de operadores activos, creadores de mercado, bien capitalizados. Todavía queda mucho camino que recorrer en el desarrollo del mercado para los bonos de empresas, pero el progreso conseguido en el mercado de bonos públicos y el crecimiento de los inversores institucionales ofrecen ahora una base mejor.

En cuanto al mercado de acciones, hay obstáculos más difíciles, pero también existe algo de progresos. En cuestión de mercados bursátiles México ha alcanzado una capitalización de mercado razonable, pero aun así el nivel de operaciones, liquidez y de nuevas emisiones es todavía relativamente bajo. Es más, a los participantes en el mercado nacional les preocupa la caída de la liquidez del mercado bursátil, pues dejan de cotizar algunas acciones de referencia y las nuevas emisiones se lanzan en el extranjero. Ha contribuido a esa caída la volatilidad de las corrientes de capital, los impuestos sobre las transacciones y otros controles, los sistemas anticuados de negociación y liquidación y también la falta de protección para los derechos de los accionistas minoritarios. Sin embargo, existe una modernización constante de la infraestructura jurídica, que como se ha visto en las recientes iniciativas podría reforzar mediante una legislación de alta calidad los derechos de los accionistas minoritarios y la administración empresarial.

I.3 Políticas para la emisión de deuda pública

Las decisiones gubernamentales sobre la moneda de denominación de su propia deuda han tenido un enorme impacto en el desarrollo del mercado de deuda en moneda local. A menudo, se prefería emitir deuda en divisas por ser el pago de su cupón inferior al de la deuda en moneda local, lo que mantenía bajo el gasto corriente gubernamental declarado. Sin embargo, en los últimos años, el Gobierno ha adoptado un enfoque basado en principios para la administración de la deuda, con el fin de acabar con las políticas de emisión que debilitaron el control macroeconómico. Así, se prestó más atención a la situación de los balances, con especial énfasis en cuantificar las exposiciones al riesgo. En México se siguió una estrategia que consistió en financiar el déficit público en los mercados locales, favorecer la emisión de títulos a largo plazo y tasa fija y reducir gradualmente la emisión de instrumentos a tasa flotante, para ello, se fijaron objetivos anuales para la reducción de la deuda externa neta, se adoptaron medidas para ampliar y diversificar la base inversora en deuda local y se sustituyeron los bonos internacionales nuevos por instrumentos denominados en pesos emitidos en México.

La implementación de esta estrategia se basó en dos elementos. El primero fue una serie de operaciones destinadas a desarrollar la curva de rendimientos a largo plazo en pesos. Así pues, se emitieron títulos para ampliar la curva desde entre 3 y 5 años en 2000 hasta 10 años en 2001, 20 años en 2003 y 30 años en 2006.¹ El desarrollo y profundidad de la curva de rendimientos aportó una referencia para el financiamiento a largo plazo en pesos, ampliando con ello la gama de posibilidades de financiamiento para el sector privado.

En segundo lugar, se adoptaron medidas para fortalecer la demanda de títulos públicos, mejorar las infraestructuras, reformar el régimen regulador aplicable a los inversionistas institucionales y promover los mercados locales en el extranjero.

¹ Secretaría de Hacienda y Crédito Público "Informes sobre la situación económica y las finanzas y Deuda Pública.2000,2001.

Como consecuencia de todo ello, los títulos de deuda en pesos con vencimiento superior a un año en manos de extranjeros pasaron de representar el 7,7% en el año 2000 hasta el 15,5% en 2006.²

El Gobierno emitió los llamados Lineamientos Estratégicos para el Manejo del Crédito Público, donde se definían indicadores de riesgo, incluidas variables que influyen en el costo de financiamiento de la deuda como las tasas de interés y los tipos de cambio.

I.4 Indicadores de riesgo de mercado y de refinanciación en México

En su revisión del Plan Anual de Financiamiento de 2007, la Unidad de Crédito Público de México informaba sobre cinco principales indicadores de riesgo.

1. Participación de la deuda externa en la deuda pública total. La deuda externa neta del Gobierno federal, en porcentaje del PIB, cayó desde el 8,4% a finales del año 2000 hasta un 4,9% estimado a finales de 2006. En porcentaje del total de deuda neta federal, la deuda externa se redujo desde casi el 45% hasta algo menos del 23%.
2. Duración del portafolio de deuda. El plazo de vencimiento promedio de la deuda interna pasó de 1,5 años al cierre de 2000 a un estimado de 4,3 años al cierre de 2006. Por otro lado, la duración de los valores de mercado, incluida tanto deuda externa como interna, se estimó en 3,0 años al cierre de 2006, desde 2,3 años observados al cierre de 2000.
3. Porcentaje de la deuda a tasa de interés fija de largo plazo. La proporción de los valores gubernamentales a tasa fija y vencimiento igual o superior a un año se estimó de 49,8% del total a finales de 2006, más de tres veces superior a la registrada a finales de 2000 (14,5%).

² BPI (2002): «The development of bond markets in emerging economies», *BIS Papers*, no 11, junio-julio.

4. Perfil de amortización. A finales del año 2000, el 56% de los vencimientos se concentraban en el año siguiente y el 25% de la deuda vencía en tres años o más, mientras que a finales de 2006, estos porcentajes eran del 33% y el 55% respectivamente.
5. Costo en Riesgo (CaR). Entre los años 2000 y 2006 se redujo considerablemente la probabilidad de un deterioro repentino de la situación fiscal por cambios desfavorables en las variables financieras. El CaR medido en relación a los costos esperados pasó de 1,47 en 2000 a 1,11 en 2006 en el caso de una alteración de la tasa de interés, y desde 1,04 hasta 1,02 en el caso de una alteración en el tipo de cambio. Como resultado de la reciente administración de la deuda pública, la sensibilidad del costo financiero de la deuda del Gobierno Federal frente a mayores tasas de interés o tipos de cambio era en 2006 aproximadamente un tercio de sus valores en el año 2000.³

Uno de los retos para la implementación de una estrategia subyacente consiste en determinar cómo seguir dichos lineamientos teniendo en cuenta las condiciones imperantes. Un buen ejemplo de una posible técnica para hacerlo ha sido la emisión de warrants de intercambio de deuda en México. Estos títulos concedían a sus tenedores el derecho a intercambiar bonos denominados en moneda extranjera (UMS) por otros en pesos a largo plazo (bonos), por un valor de 2.500 millones de dólares. Esta medida contribuyó al desarrollo endógeno del mercado de deuda en moneda local, aumentando la cantidad de bonos en circulación sólo en condiciones favorables. Al limitarse este intercambio a los títulos a largo plazo, se evitaba que el Gobierno tuviera que reducir la duración de su deuda interna. Además, el impacto de este marcado incremento se vio atenuado a medida que la mayor oferta de bonos se fue incorporando gradualmente al mercado. Los warrants ofrecían a los tenedores de títulos UMS protección frente a los riesgos

³ Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Plan anual de Financiamiento 2007

por cambiar a instrumentos de deuda locales, algo que resultaba especialmente importante en años de elecciones, lo que explica que todas las fechas de vencimiento sobrepasaran el mes de las elecciones presidenciales, julio de 2006. Por último, esta operación no introdujo riesgo cambiario alguno para los tenedores de los warrants, ya que los montos ofrecidos y abonados estaban denominados en dólares de Estados Unidos hasta la fecha de ejercicio.

I.5 La Contribución de las instituciones financieras internacionales (IFI)

La comunidad internacional puede ayudar a mejorar la gestión de la deuda respaldando el desarrollo de nuevos mercados y nuevos instrumentos para que los países puedan reducir al mínimo los riesgos del endeudamiento soberano, mantener los costos de obtención de préstamos a niveles moderados y mejorar la secuencia cíclica de la política fiscal.

Existe un amplio consenso acerca de la conveniencia de que el conjunto de instrumentos de deuda emitidos por un Gobierno incluya una proporción significativa de deuda pública en moneda nacional.

Las instituciones financieras internacionales podrían acelerar este proceso ayudando a ampliar el alcance de los instrumentos disponibles en moneda local dentro del país y en el extranjero. Una de las opciones que tienen es ofrecer sus propios pasivos en el mercado. Ya las entidades multilaterales comenzaron a emitir bonos públicos denominados en moneda de economías emergentes, aunque a menudo el objetivo ha sido reducir al mínimo sus propios costos de obtención de préstamos.

Al obtener préstamos en moneda local, las instituciones financieras internacionales también podrían apoyar el desarrollo de mercados de esos instrumentos. Uno de los principales factores que limitan la capacidad de un país para emitir deuda pública externa en su propia moneda es el tamaño reducido del mercado. Las monedas de muchos mercados emergentes se consideran

“exóticas” y entrañan sustanciales primas por liquidez. Una ambiciosa propuesta en este sentido es crear una unidad de cuenta sintética que combine el riesgo cambiario de un grupo amplio y diversificado de economías emergentes y que la comunidad financiera internacional tome medidas para desarrollar liquidez en esta unidad de cuenta.

La emisión de bonos en monedas exóticas por parte de las instituciones financieras internacionales sería una manera de disociar el riesgo soberano del riesgo cambiario.

A continuación se hacen comentarios acerca de la experiencia del BID en este sentido:

Durante los últimos años el BID ha contribuido a la expansión de los mercados de bonos en moneda nacional al emitir sus propios títulos de deuda en las monedas de los países miembros. En abril de 2004 se convirtió en el primer emisor institucional que lanzó un bono global denominado en pesos mexicanos, ofreciendo así una nueva clase de activos a inversionistas nacionales e internacionales. Esta fue la primera emisión de bonos internacionales que se puso a disposición de los mercados de capital nacionales bajo el nuevo marco regulatorio financiero adoptado por México en 2003 y el primer bono AAA emitido en el mercado de capitales mexicano. Después de esa primera emisión, el BID ha emitido otros 18 bonos en monedas de países latinoamericanos.⁴

Las emisiones del BID en monedas nacionales tienen dos propósitos. En primer lugar, proporcionan financiamiento que puede utilizarse para otorgar préstamos en moneda local a los países miembros, lo que constituye una opción sensata para muchos proyectos cuyos ingresos no guardan ninguna relación con el tipo de cambio. En segundo lugar, dada su excelente calificación como prestatario, el BID amplía la gama de riesgos de crédito disponible en monedas locales, tanto en mercados nacionales como en internacionales, lo que puede ayudar a atraer más inversionistas en instrumentos emitidos en moneda local y a desarrollar una curva

⁴ Banco Interamericano de Desarrollo

de rendimientos de referencia, que resulta muy valiosa para determinar los precios y proporcionar liquidez a los instrumentos emitidos por distintos prestatarios.

Cabe señalar en particular el uso potencial de bonos en moneda local para financiar préstamos en moneda local. Dado que el BID no puede asumir un riesgo cambiario, no puede crear préstamos en moneda local sino simplemente actuar como intermediario financiero. Para hacerlo tiene dos opciones: obtener préstamos de ahorristas en moneda local y prestar los recursos, u obtener préstamos en moneda local y protegerse contra el riesgo cambiario.

Los efectos del financiamiento en moneda local sobre el nivel agregado de crédito disponible y la distribución de descalces monetarios en una economía son complejos y dependerían de lo siguiente:

1. La manera en que la intermediación del BID en los mercados (de títulos de deuda e instrumentos derivados) en moneda local afecte la composición por monedas de la oferta nacional de crédito en el país.
2. La manera en que la intermediación del BID en los mercados en moneda local afecte la asignación de deuda en moneda local en las empresas y en el gobierno.
3. La manera en que la sustitución de la intermediación en los mercados en moneda extranjera por una intermediación en los mercados en moneda local, afecte la oferta total (nacional y extranjera) de crédito disponible en el país.

En el mejor de los casos, el BID podría financiarse a sí mismo de manera tal que promueva la disposición de los ahorristas.

En términos concluyentes las ventajas que podrían alcanzarse si las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) apoyaran los bonos en moneda local son las siguientes:

- Las IFI proporcionaban en muchos casos considerable asistencia para ayudar a desarrollar el marco jurídico y regulador aplicable a las emisiones extranjeras en el momento de lanzar su primer bono en moneda local en un determinado mercado doméstico, abriendo con ello el mercado a otros emisores extranjeros.
- Algunas IFI también involucraron al sector financiero doméstico en el proceso de emisión, transfiriendo con ello “el saber cómo” (know-how) financiero. Al seguir las mejores prácticas del mercado (por ejemplo en cuanto a la documentación), las IFI también sirvieron de ejemplo a los emisores locales. Sin embargo, la medida en que los bonos de las IFI en moneda local puedan usarse de referencia líquida para los emisores locales (en concreto para las empresas) depende del número y el volumen de emisiones (incluido el relanzamiento de emisiones) y puede quedar algo limitada por la mayor calificación crediticia de que suelen gozar las IFI con respecto a estos otros emisores.
- Este «efecto llamada» puede atraer a otros emisores e inversionistas extranjeros. No obstante, ningún estudio ha analizado sistemáticamente hasta ahora el desarrollo de los mercados de emisión extranjera ni de la participación de los inversionistas extranjeros tras la emisión inicial por las IFI. El grado en que esta primera emisión fomente otras en moneda local y se incremente la demanda de los inversionistas extranjeros dependerá del atractivo del mercado, que a su vez viene determinado principalmente por las decisiones y actuaciones del Gobierno local. En particular, el Gobierno debe mantener condiciones macroeconómicas y políticas financieras (incluyendo el marco jurídico y regulador y la infraestructura del mercado) que faciliten la integración de los mercados domésticos de capitales y de bonos a largo plazo con los mercados internacionales.
- Hay indicios de que las IFI pueden ayudar a ampliar la curva de rendimientos locales, pero de nuevo, para que el impacto sea duradero, se necesita la colaboración del Gobierno local, que debe estar en disposición de tomar el relevo de las IFI y emitir bonos con vencimientos largos.

Asimismo, la actuación del Gobierno para ampliar la base de inversionistas institucionales domésticos puede generar un círculo virtuoso de mayor demanda y oferta para los títulos de deuda a medio y largo plazo.

- En algunos casos, la emisión de bonos en moneda local por las IFI ha contribuido al desarrollo de los mercados de derivados y swaps, pero las pruebas al respecto son todavía bastante anecdóticas.
- Por último, las emisiones individuales de bonos en moneda local (especialmente las emitidas como bonos extranjeros «tradicionales» o bonos globales) han solido acabar en manos de los inversionistas locales (en concreto, institucionales). Así pues, la emisión de bonos en moneda local por las IFI ha ofrecido a los inversionistas locales oportunidades de diversificación de sus carteras. Aunque con ello se contribuye a la estabilidad del mercado financiero, su impacto general depende una vez más del número y el volumen de dichas emisiones.

II. Cambio de composición de la deuda de moneda extranjera a moneda local.

Aquí se mencionan los principales elementos del cambio en la composición de la deuda de moneda extranjera a local. Un factor a destacar es que la emisión de bonos públicos domésticos En México ha aumentado con respecto a la emisión internacional. Otro es el incremento de la emisión internacional de bonos denominados en monedas de los mercados emergentes como México, en detrimento de las principales monedas internacionales. También ha cambiado la estructura de la emisión de la deuda doméstica, al reducirse la proporción de títulos denominados en moneda extranjera de los últimos años. En cuanto a la diferencia de la deuda internacional y la deuda interna se ha reducido considerablemente en los últimos años, dado que los tenedores de bonos emitidos en mercados nacionales pueden ser inversionistas internacionales y que los inversionistas nacionales pueden tener en su poder bonos emitidos en mercados internacionales. Además, pueden utilizarse instrumentos como los derivados de crédito para distribuir el riesgo entre diferentes inversionistas casi instantáneamente y no existe una manera práctica de llevar registro de los resultados de un volumen cada vez mayor de estos instrumentos derivados. Si bien el mercado de deuda soberana internacional es líquido y profundo, por momentos las primas del mercado mexicano han sido sumamente volátiles, con una tendencia a experimentar grandes aumentos repentinos y reversiones subsiguientes, y los factores externos han sido a menudo importantes factores determinantes de los diferenciales o márgenes en el mercado mexicano. No obstante, en los últimos años las condiciones mundiales han sido muy favorables para los prestatarios de los mercados emergentes y los diferenciales llegaron a niveles históricamente bajos. Las condiciones favorables del mercado obedecen, en parte, al fortalecimiento de las políticas fiscales y a la mejora de los saldos en cuenta corriente, que han reducido la dependencia del ahorro externo. Pero también fueron, en parte, resultado de la abundante liquidez de los mercados financieros, de la fase expansiva de la economía mundial y de los precios de los

productos primarios, así como de las expectativas de apreciación de la moneda y de recortes de las tasas de interés nacionales, lo que no puede continuar en forma indefinida. Los préstamos de las instituciones financieras multilaterales y los créditos bilaterales oficiales también son importantes fuentes tradicionales de financiamiento y siguen representando una proporción relativamente estable en el endeudamiento internacional, tanto para las economías de bajo ingreso sin acceso a los mercados como para las economías emergentes de la región. Los mercados nacionales de títulos de deuda, aunque siguen siendo menos desarrollados que los internacionales, están adquiriendo importancia y pueden desempeñar un papel fundamental para reducir las vulnerabilidades. Si bien América Latina no tiene mercados de bonos comparativamente grandes, la magnitud de estos mercados es semejante a la de los mercados financieros generales de la región. Es decir, aunque los mercados de bonos latinoamericanos no son grandes como proporción del PIB, tampoco son pequeños como proporción del crédito bancario cuando se los compara con los de otras regiones emergentes. Los títulos públicos, en cambio, son muy voluminosos en relación con los títulos emitidos por empresas privadas. Un volumen de transacciones abundante en títulos públicos puede contribuir al desarrollo del mercado al proporcionar una curva de rendimientos de referencia, pero también puede plantear inquietudes en torno a un posible desplazamiento de los prestatarios privados. Los mercados nacionales de bonos constituyen una alternativa para mantener en operación a los mercados financieros cuando los bancos nacionales no están en condiciones o no están dispuestos a asumir riesgos de crédito adicionales en sus propias carteras, y estos mercados pueden fomentar el uso de instrumentos en moneda nacional.

El crecimiento de los recursos de los inversionistas institucionales, tales como los fondos de pensiones, y la demanda demostrada por los inversionistas internacionales proporcionarán la base necesaria de inversionistas si el marco jurídico e institucional resulta propicio para el desarrollo del mercado de bonos.

II.1 Deuda pública internacional denominada en moneda local

Tradicionalmente el gobierno de México se ha enfrentado a serias dificultades en los mercados internacionales a la hora de emitir deuda pública denominada en su propia moneda. No obstante, México ha emitido recientemente este tipo de deuda, lo que podría indicar un cambio permanente en la manera en la que los prestatarios nacionales acceden a los mercados internacionales de deuda. Aun así, queda por ver hasta qué punto la emisión de deuda internacional denominada en moneda local complementa el desarrollo de los mercados nacionales de deuda.

Diversos factores hicieron posible estas emisiones. Hasta cierto punto, las crisis financieras por las que atravesó nuestro país prácticamente no dejaron otra elección al Gobierno. En el pasado, aquellos países que lograron superar las dificultades para emitir deuda en moneda local lo hicieron., después de haber sufrido importantes perturbaciones, lo que los animó a soportar el elevado coste inicial que conlleva este tipo de financiación. En el caso de México, las tensiones financieras de mediados de los años 90 obligaron al gobierno de México a buscar fuentes alternativas de financiación para reducir su vulnerabilidad externa. En efecto, desde entonces las autoridades han optado por emitir deuda en mercados internacionales con vencimientos a más largo plazo, han intentado evitar problemas de refinanciación relacionados con la acumulación de vencimientos y ahora, para evitar los descalces cambiarios, se han decantado por la emisión en moneda local. Las crisis también estimularon la implementación de reformas estructurales a escala nacional con el fin de atraer inversionistas

México, en concreto, impulsó desde mediados de los 90 importantes programas de reforma económica e institucional y ha progresado significativamente en la adopción de un sistema de tipo de cambio flexible y de un esquema creíble de objetivos de inflación. Tras la reestructuración de su deuda a principios de la década de 2000, se han puesto en marcha importantes reformas que han

permitido mejorar el perfil económico y financiero del país. Los cambios estructurales a escala mundial también han propiciado la emisión internacional de títulos en moneda local. Para empezar, la tendencia a la desinflación mundial ha contribuido a los esfuerzos antiinflacionarios realizados por las economías como la mexicana, disipando así los riesgos asociados a los altos niveles de inflación. Al mismo tiempo, la creciente integración entre los mercados emergentes y los de países desarrollados ha ampliado la gama de inversionistas que prefieren invertir en títulos de economías emergentes.

Gráfico: 2



Fuente: Banco de México; cifras en millones de pesos

También han incidido favorablemente otros factores de naturaleza cíclica, como la coincidencia de bajos tipos de interés en las economías desarrolladas y la abundante liquidez en los mercados financieros. Como resultado de ello, los inversionistas han aceptado un mayor riesgo en los mercados financieros a través de un amplio abanico de instrumentos, entre ellos los títulos de deuda de mercados emergentes como el mexicano. De hecho, los diferenciales de tasas de

interés tanto de la deuda corporativa de países desarrollados como de los de mercados emergentes han registrado un descenso sostenido desde 2002.¹ Otro factor, probablemente de naturaleza cíclica, que ha atraído a los inversionistas ha sido la apreciación sostenida del tipo de cambio en México. Esta tendencia se ha visto acentuada por acontecimientos internacionales como el reciente encarecimiento de las materias primas y la debilidad del dólar de E.U.A., así como por la mejora de los indicadores fundamentales en la economía mexicana. Ahora bien, a pesar de su potencial, no es claro si esta tendencia reciente hacia las emisiones internacionales en moneda local será algo permanente o transitorio. De hecho, la capacidad de un país para realizar este tipo de emisiones; en un momento dado, no garantiza que pueda seguir haciéndolo en el futuro. Es probable que un mayor compromiso hacia sistemas de tipos de cambio más flexibles augure la sostenibilidad de este tipo de emisiones. De hecho, México está avanzando en la consolidación de un régimen monetario y financiero liberalizado, acompañado de políticas cambiarias más flexibles y determinadas por el mercado. Y es que si bien los tipos de cambio flotantes exponen a los inversionistas a una mayor volatilidad a corto plazo, pueden reducir riesgos y vulnerabilidades de cara al futuro; por el contrario, los regímenes de tipo de cambio fijo eliminan la vulnerabilidad a corto plazo, pero conllevan el riesgo de una repentina devaluación. Asimismo, las monedas cuyo valor no está fijado (o semi-fijado) al dólar de Estados Unidos ofrecen mayores posibilidades de diversificación que aquellas que están virtualmente ancladas. Otro aspecto igualmente relevante, es que es posible que al emitir este tipo de bonos en moneda local sea necesario desarrollar a una escala mucho mayor los mercados de cobertura de riesgo.

Los mercados nacionales de bonos en América Latina no son particularmente grandes (651.000 millones USD en 2004)² en comparación con los de otras

¹ Banco de Pagos Internacionales, BPI (2000): «Managing foreign debt and liquidity risks», *BIS Policy Papers*, nº 8, septiembre.

² Banco Mundial, BM (2001): *Developing government bond markets: a handbook*, Washington DC.

regiones emergentes. Por ello, cabría preguntarse por qué algunos países decidieron dar prioridad a la emisión de bonos internacionales denominados en su propia moneda en lugar de desarrollar sus mercados nacionales. En efecto, hay una serie de razones por las cuales la emisión de bonos globales en moneda local puede ser perjudicial para el desarrollo del mercado nacional de bonos. Una en particular, es que las emisiones de bonos internacionales puede fragmentar la liquidez en el mercado nacional, que como bien sabido es necesaria para desarrollar estos mercados.

En México diversos factores institucionales restringían la participación de los inversionistas extranjeros en los mercados locales de deuda, por lo que la emisión internacional resultaba ser la segunda mejor opción para ampliar la base de inversionistas en el país y reducir los riesgos asociados con el descalce de monedas. En muchos casos, los títulos de deuda internacionales han permitido a los no residentes soslayar los obstáculos que les impedían adquirir títulos en los mercados locales de la región. Además, al emitirse estos títulos en los mercados internacionales, el inversionista evita cualquier obstáculo asociado a la inversión en títulos del mercado local (por ejemplo, los requisitos de registro, la retención de impuestos o los controles de capitales).

II.2 La estructura de títulos de deuda en México

Existe una amplia gama de instrumentos en el mercado mexicano de deuda, que incluye títulos a largo plazo y a tasa fija (en términos nominales y reales); títulos a tasa flotante con cupón ajustado a la tasa de interés a corto plazo; títulos denominados en moneda extranjera (o vinculados al tipo de cambio); y títulos vinculados a la inflación. Las exposiciones al riesgo que genera cada uno de estos instrumentos son muy diversas, al igual que su repercusión en las políticas.

a) Deuda a tasa fija nominal

La emisión de deuda a largo plazo a tasa fija favorece en mayor medida la estabilidad financiera, al proteger a los prestatarios de la depreciación de la

moneda y del incremento de las tasas de interés, pero también presenta otras ventajas. Si se opta por este tipo de financiamiento el gobierno protege sus déficits fiscales de cualquier fluctuación de las tasas de interés a corto plazo, se reduce la presión para que el banco central mantenga demasiado bajas dichas tasas. En los principales países industriales, la gran mayoría de la deuda pública en circulación consiste en bonos a tasa fija nominal.

b) Emisiones a tasa flotante

La deuda a tasa flotante, en cambio, expone a los prestatarios al riesgo de incrementos de las tasas de interés a corto plazo. Un gran problema al que se enfrentan las autoridades económicas de los países donde predomina este tipo de títulos es que una política monetaria restrictiva pueda deteriorar en gran medida las cuentas públicas. También puede verse comprometida la solvencia de las empresas locales que dependen de este tipo de títulos, lo que agudiza el riesgo de una crisis financiera y plantea complicados dilemas para la política fiscal. La gran dependencia de la deuda a tasa flotante hace que la exposición al riesgo de tasas de interés siga siendo significativa.

c) Deuda denominada en moneda extranjera o vinculada al tipo de cambio

La deuda en divisas expone a los prestatarios a las oscilaciones del tipo de cambio. Los datos disponibles sobre deuda denominada en moneda extranjera o ligada al tipo de cambio sugieren que esta última se ha reducido en México.

d) Deuda ligada a la inflación

No resulta fácil evaluar las implicaciones que tiene la deuda ligada a la inflación para la estabilidad financiera. Estos bonos presentan muchas de las ventajas de la deuda nominal tradicional a tasa fija sobre la estabilidad, al generar una tasa de interés a largo plazo determinada por el mercado que no está directamente relacionada con la tasa oficial establecida por el banco central. Además, al estar

denominados en moneda local, estos bonos evitan los descalces de moneda. También reducen los riesgos de tasa de interés o refinanciación. Dado que los impuestos que recauda el Gobierno están ligados a la inflación, tiene sentido que éstos emitan este tipo de deuda.

En economías como la mexicana en donde queda un camino por recorrer en cuanto a credibilidad la política monetaria se ve un tanto afectada, los bonos indexados a la inflación pueden permitir al gobierno alargar el vencimiento de su deuda y por tanto fomentar el desarrollo de mercados de capitales a largo plazo.

Entre los argumentos que suelen citarse en contra de los bonos indexados se encuentran los efectos nocivos que tuvo la amplia indexación que se sucedió en los años 70 y 80 en periodos de inflación elevada y volátiles. Estos bonos, al hacer que la inflación se acepte más fácilmente, pueden perpetuar las presiones inflacionistas. México, ha adoptado medidas destinadas a reducir el alcance de la indexación con el fin de acabar con la psicología de expectativas de inflación bien arraigadas. Sin embargo, no existe necesariamente una relación directa entre las prácticas de indexación y los niveles de inflación. Las presiones inflacionarias proceden principalmente de políticas macroeconómicas débiles.

II.3 Tipos de instrumentos en México

- **CETES:** Los Certificados de la Tesorería de la Federación son títulos de crédito al portador en los que se consigna la obligación de su emisor, el Gobierno Federal, de pagar una suma fija de dinero en una fecha predeterminada. Valor nominal \$10 pesos, amortizables en una sola exhibición al vencimiento del título. Plazo: las emisiones suelen ser a 28, 91, 182 y 364 días, aunque se han realizado emisiones a plazos mayores, y tienen la característica de ser los valores más líquidos del mercado. Rendimiento a descuento. Garantía: son los títulos de menor riesgo, ya que están respaldados por el gobierno federal.

- **Udibonos:** Este instrumento está indizado (ligado) al Índice Nacional de Precios al Consumidor (INPC) para proteger al inversionista de las alzas inflacionarias, y está avalado por el gobierno federal. Valor nominal 100 Udis. Plazo: de tres y cinco años con pagos semestrales. Rendimiento: operan a descuento y dan una sobretasa por encima de la inflación (o tasa real) del periodo correspondiente. **Bonos de desarrollo:** Conocidos como Bondes, son emitidos por el gobierno federal. Valor nominal: \$100 pesos. Plazo: su vencimiento mínimo es de uno a dos años. Rendimiento: se colocan en el mercado a descuento, con un rendimiento pagable cada 28 días (CETES a 28 días o TIIE, la que resulte más alta). Existe una variante de este instrumento con rendimiento pagable cada 91 días, llamado Bonde91.
- **Pagaré de Indemnización Carretero:** Se le conoce como PIC-FARAC (por pertenecer al Fideicomiso de Apoyo al Rescate de Autopistas Concesionadas), es un pagaré avalado por el Gobierno Federal a través del Banco Nacional de Obras y Servicios S.N.C. en el carácter de fiduciario. Valor nominal: 100 UDIS. Plazo: va de 5 a 30 años. Rendimiento: el rendimiento en moneda nacional de este instrumento dependerá del precio de adquisición, con pago de la tasa de interés fija cada 182 días. Garantía: Gobierno Federal.
- **Bonos BPAS:** emisiones del Instituto Bancario de Protección al Ahorro con el fin de hacer frente a sus obligaciones contractuales y reducir gradualmente el costo financiero asociado a los programas de apoyo a ahorradores. Valor nominal: \$100 pesos, amortizables al vencimiento de los títulos en una sola exhibición. Plazo: 3 años. Rendimiento: se colocan en el mercado a descuento y sus intereses son pagaderos cada 28 días. La tasa de interés será la mayor entre la tasa de rendimiento de los CETES al plazo de 28 días y la tasa de interés anual más representativa que el Banco de México de a conocer para los pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento (PRLV's) al plazo de un mes. Garantía: Gobierno Federal.

Instrumentos de deuda a Corto Plazo

- **Aceptaciones bancarias:** Las aceptaciones bancarias son la letra de cambio (o aceptación) que emite un banco en respaldo al préstamo que hace a una empresa. El banco, para fondearse, coloca la aceptación en el mercado de deuda, gracias a lo cual no se respalda en los depósitos del público. Valor nominal: \$100 pesos. Plazo: va desde 7 hasta 182 días. Rendimiento: se fija con relación a una tasa de referencia que puede ser CETES o TIIE (tasa de interés interbancaria de equilibrio), pero siempre es un poco mayor por que no cuenta con garantía e implica mayor riesgo que un documento gubernamental.
- **Papel comercial:** Es un pagaré negociable emitido por empresas que participan en el mercado de valores. Valor nominal: \$100 pesos. Plazo: de 1 a 360 días, según las necesidades de financiamiento de la empresa emisora. Rendimiento: al igual que los CETES, este instrumento se compra a descuento respecto de su valor nominal, pero por lo general pagan una sobretasa referenciada a CETES o a la TIIE (Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio). Garantía: este título, por ser un pagaré, no ofrece ninguna garantía, por lo que es importante evaluar bien al emisor. Debido a esta característica, el papel comercial ofrece rendimientos mayores y menor liquidez.
- **Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento:** Conocidos como los PRLV's, son títulos de corto plazo emitidos por instituciones de crédito. Los PRLV's ayudan a cubrir la captación bancaria y alcanzar el ahorro interno de los particulares. Valor nominal: \$1 peso. Plazo: va de 7 a 360 días, según las necesidades de financiamiento de la empresa emisora. Rendimiento: los intereses se pagarán a la tasa pactada por el emisor precisamente al vencimiento de los títulos. Garantía: el patrimonio de las instituciones de crédito que lo emite.
- **Certificado Bursátil de Corto Plazo:** Es un título de crédito que se emite en serie o en masa, destinado a circular en el mercado de valores, clasificado como un instrumento de deuda que se coloca a descuento o a rendimiento

y al amparo de un programa, cuyas emisiones pueden ser en pesos, unidades de inversión o indizadas al tipo de cambio.

Instrumentos de deuda a mediano plazo

- **Pagaré a Mediano Plazo:** Título de deuda emitido por una sociedad mercantil mexicana con la facultad de contraer pasivos y suscribir títulos de crédito. Valor nominal: \$100 pesos, 100 UDIS, o múltiplos. Plazo: va de 1 a 7 años. Rendimiento: a tasa revisable de acuerdo con las condiciones del mercado, el pago de los intereses puede ser mensual, trimestral, semestral o anual. Garantía: puede ser quirografaria, avalada o con garantía fiduciaria.

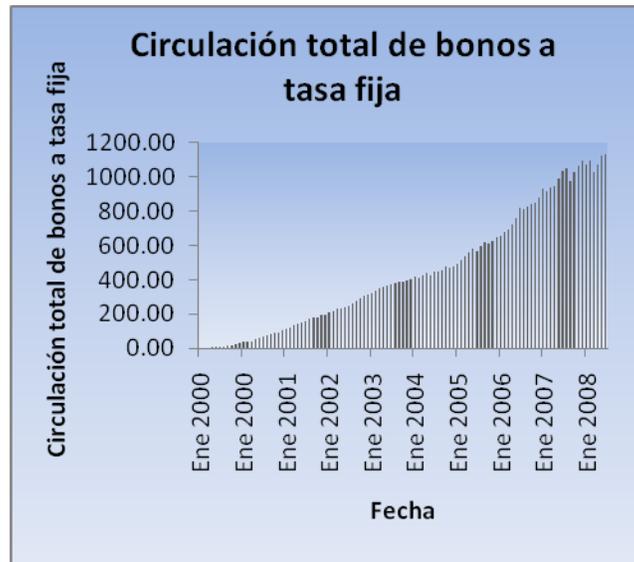
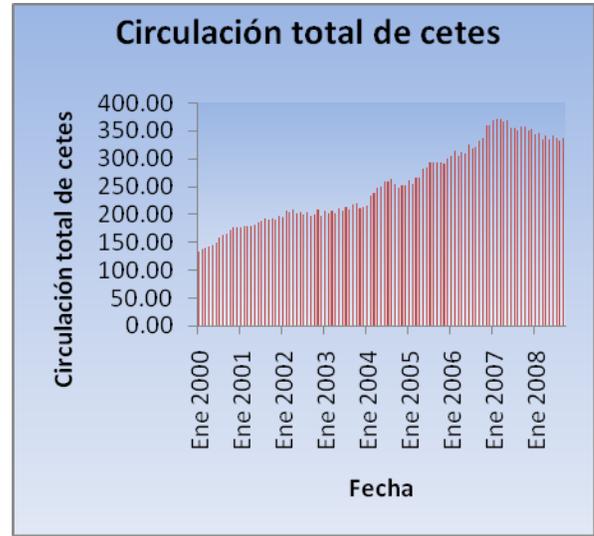
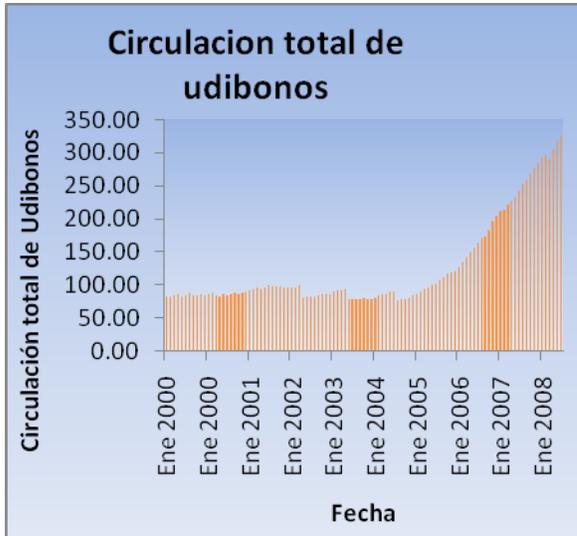
Instrumentos de deuda a largo plazo

- **Obligaciones:** Son instrumentos emitidos por empresas privadas que participan en el mercado de valores. Valor nominal: \$100 pesos, 100 UDIS o múltiplos. Plazo: De tres años en adelante. Su amortización puede ser al término del plazo o en parcialidades anticipadas. Rendimiento: dan una sobretasa teniendo como referencia a los CETES o TIIE. Garantía: puede ser quirografaria, fiduciaria, avalada, hipotecaria o prendaria.
- **Certificados de participación inmobiliaria:** Títulos colocados en el mercado bursátil por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio se integra por bienes inmuebles. Valor nominal: \$100 pesos. Plazo: De tres años en adelante. Su amortización puede ser al vencimiento o con pagos periódicos. Rendimiento: pagan una sobretasa teniendo como referencia a los CETES o TIIE.
- **Certificado de Participación Ordinarios:** Títulos colocados en el mercado bursátil por instituciones crediticias con cargo a un fideicomiso cuyo patrimonio se integra por bienes muebles. Valor nominal: \$100 pesos o 100 UDIS Plazo: De 3 años en adelante, y su amortización puede ser al vencimiento o con pagos periódicos. Rendimiento: Pagan una sobretasa, teniendo como referencia a los CETES o TIIE, o tasa real.

- Certificado Bursátil: Instrumento de deuda de mediano y largo plazo, la emisión puede ser en pesos o en unidades de inversión. Valor nominal: \$100 pesos ó 100 UDIS dependiendo de la modalidad. Plazo: de un año en adelante. Rendimiento: puede ser a tasa revisable de acuerdo a condiciones de mercado por mes, trimestre o semestre, etc. Fijo determinado desde el inicio de la emisión; a tasa real, etc. El pago de intereses puede ser mensual, trimestral, semestral, etc. Garantía: quirografaria, avalada, fiduciaria, etc.
- Pagaré con Rendimiento Liquidable al Vencimiento a Plazo Mayor a un Año: Conocidos como los PRLV's, son títulos emitidos por instituciones de crédito. Los PRLV's ayudan a cubrir la captación bancaria y alcanzar el ahorro interno de los particulares. Valor nominal: \$1 peso. Plazo: de un año en adelante. Rendimiento: los intereses se pagarán a la tasa pactada por el emisor precisamente al vencimiento de los títulos. Garantía: el patrimonio de las instituciones de crédito que lo emite.³

Gráficos 3,4 y 5:

³ Bolsa Mexicana de Valores



Fuente: Banco de México; cifras en millones de pesos.

Como se puede observar México ha aumentado considerablemente la circulación de deuda a lo largo del tiempo, así como también ha logrado aumentar la diversificación de los instrumentos logrando proliferar instrumentos de diversos plazos rendimientos y garantías que impulsan el mercado de títulos de deuda dada su heterogeneidad.

II.4 Deuda pública con respecto al PIB en México

El coeficiente de la deuda es el que expresa cuánto significa la deuda en un momento determinado respecto al valor de los bienes y servicios finales generados por la economía en un período de tiempo que normalmente es un año (no en una fecha puntual).

Cuarto trimestre 2001

En términos del PIB, la deuda interna neta se ubicó en 10.4 por ciento, un aumento de 1.4 puntos porcentuales con relación al cierre de 1999.

En materia de deuda interna, durante el 2000 se emitieron por primera vez bonos a tasa fija a plazos de 3 y 5 años, medida que coadyuvo a fomentar el desarrollo de un mercado de deuda interna de largo plazo y a cumplir con el requisito fundamental de establecer una tasa de referencia libre de riesgo crediticio a esos plazos. Por otro lado, destaco la creación de la figura de formador de mercado, que facilitaron la colocación de títulos de largo plazo denominados en pesos al garantizar una liquidez adecuada en el mercado secundario.

El saldo de la deuda interna neta del Gobierno Federal al cierre de diciembre de 2000 se ubicó en 606 mil 182.2 millones de pesos, superior en 151 mil 895.5 millones de pesos con respecto al saldo registrado al cierre de 1999.

Cuarto trimestre 2001

El monto de la deuda pública neta como porcentaje del PIB se ubicó en 23.3 por ciento, porcentaje ligeramente inferior al alcanzado al cierre del año 2000 (23.4 por ciento) y el menor observado en los últimos 30 años. De esta cifra, 11.7 por ciento del PIB corresponde a la deuda externa y 11.6 por ciento a deuda interna. Por lo que se refiere a la política de deuda interna, durante este año se dieron avances muy importantes que mejoran la estructura de los pasivos internos del

Gobierno Federal. Así, el plazo promedio de vencimiento de los valores gubernamentales se incrementó en casi 40 por ciento, y los Bonos de Desarrollo a tasa nominal fija se constituyeron en la principal fuente de financiamiento del Gobierno Federal. Con la emisión de los Bonos de Desarrollo a tasa nominal fija a un plazo de 10 años iniciada durante 2001, se dieron pasos adicionales que permitieron reforzar la tendencia de aumento del plazo de la deuda . El endeudamiento interno neto del Gobierno Federal en 2001 fue de 80 mil 209.4 millones de pesos.

Cuarto trimestre 2002

La relación deuda pública neta a PIB se ubicó en 25.2 por ciento, cifra superior en 1.8 puntos porcentuales con respecto a la observada al cierre de 2001. Este incremento se explico por un aumento de 0.5 puntos porcentuales en la relación deuda externa neta a PIB derivada de la depreciación del 12.8 por ciento del peso con respecto al dólar en este lapso. Si elimináramos dicho efecto, la relación deuda pública externa neta a PIB hubiera disminuido en 0.95 puntos porcentuales. Por su parte la deuda interna neta como porcentaje del PIB presentó un incremento de 1.3 puntos porcentuales con respecto a la observada al cierre de 2001, lo que nos da un porcentaje de 12.9.

En el mes de diciembre del 2002 el Gobierno Federal dio a conocer la nueva estructura en ese entonces de subasta de valores gubernamentales que estaria vigente durante el primer trimestre de 2003. En este programa destaca la reducción del monto mínimo a subastar de los Cetes a 28 días, así como el incremento en el monto mínimo a subastar de los Cetes a 91 y 182 días, de los Bonos de Desarrollo a tasa nominal fija en todos sus plazos y de los Bondes con cupón revisable cada 182 días. Esta medida permitió continuar con la estrategia de ampliar el plazo promedio de la deuda interna. Al respecto, vale la pena destacar que el plazo promedio ponderado de vencimiento de la deuda interna se incrementó en 68 días al pasar de 748 días al cierre de 2001 a 816 días al cierre de 2002.

Cuarto trimestre 2003

En el último trimestre del 2003, el monto de la deuda pública neta como porcentaje del PIB se ubicó en 26.0 por ciento, porcentaje superior a lo observado en el último trimestre del 2002. Lo anterior se explica en gran medida por un aumento en la relación deuda externa neta a PIB de 0.7 puntos porcentuales derivado de la depreciación del peso con respecto al dólar estadounidense registrada en ese periodo. Si se aísla dicho efecto, la relación deuda externa neta a PIB hubiera disminuido en 0.4 puntos porcentuales. Por otra parte, la deuda interna neta como porcentaje del PIB reportó un porcentaje de 14.0 puntos porcentuales, esto debido a que las necesidades de financiamiento del Gobierno Federal, al igual que en los dos años anteriores, empezaron a ser cubiertas en el mercado interno. En materia de deuda interna, durante 2003, los objetivos centrales fueron incrementar el plazo promedio de vigencia de los títulos, reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante fluctuaciones adversas en las tasas de interés y promover el desarrollo del mercado nacional de deuda. Para alcanzar dichos objetivos, el Gobierno Federal modificó la oferta de valores gubernamentales para incorporar instrumentos a tasa nominal fija en moneda nacional a plazos más largos. En este sentido, a partir del cuarto trimestre de 2003 el programa de colocación de valores gubernamentales incluyó un nuevo bono a tasa nominal fija con un plazo de veinte años, el cual fue colocado en octubre del 2003 a una tasa de 8.39 por ciento anual. Dicha colocación marcó la primera vez en nuestra historia y la de América Latina en la que se coloca un instrumento a tasa fija de este plazo, en moneda local y en el mercado interno.

Cuarto trimestre 2004

Al cierre del periodo que se informa, el monto de la deuda pública neta como porcentaje del PIB se ubicó en 23.9 por ciento, porcentaje inferior en 1.3 puntos porcentuales al observado al cierre de 2003. Lo anterior refleja disminuciones de la deuda interna y externa de 0.2 y 1.1 puntos del PIB, respectivamente.

Cuarto trimestre 2005

Al cierre del periodo que se informa, el monto de la deuda pública neta como porcentaje del PIB se ubicó en 21.9 por ciento, porcentaje inferior al observado al cierre de 2004. Lo anterior se explica por una reducción de 2.4 puntos porcentuales en la deuda externa neta del sector público y por un incremento de 1.1 puntos porcentuales en la deuda interna neta, ambas cifras como proporción del tamaño de la economía. Durante 2005, la estrategia de emisión de deuda interna se sustentó en las siguientes líneas de acción específicas: a) privilegiar la captación neta de recursos mediante las emisiones de Bonos a tasa nominal fija a largo plazo, b) eliminar gradualmente las emisiones de instrumentos con tasa revisable, con el propósito de ceder por completo este nicho de mercado al Instituto para la Protección al Ahorro Bancario, y c) fortalecer la referencia de los Cetes a 6 meses mediante un incremento en el monto a subastar de este instrumento. De conformidad con lo anterior, durante el cuarto trimestre de 2005 el endeudamiento interno neto se obtuvo principalmente a través de la emisión de Cetes a seis meses y Bonos de Desarrollo a tasa nominal fija.

Cuarto trimestre 2006

Como porcentaje del PIB, la deuda se ubicó en 20.2 por ciento, correspondiendo 15.8 por ciento a la deuda interna y 4.4 por ciento a la deuda externa.

El objetivo principal de la estrategia de manejo de la deuda durante 2006 fue satisfacer las necesidades de financiamiento del Sector Público al menor costo financiero posible y bajo un nivel de riesgo prudente. Con base en este objetivo, la política de deuda se instrumentó conforme a tres vertientes: i) financiar el déficit público en su totalidad mediante endeudamiento interno y alcanzar un desendeudamiento externo neto del Sector Público, ii) privilegiar la captación de recursos en el mercado interno a través de emisiones de instrumentos a tasa nominal fija de largo plazo, y iii) mejorar las condiciones de los pasivos públicos denominados en moneda extranjera. Cabe destacar que las acciones

emprendidas en las tres vertientes mencionadas han permitido alcanzar una mejor composición de la deuda entre sus fuentes internas y externas.

Durante 2006, en el renglón del manejo de los pasivos externos destacaron las operaciones de cancelación anticipada de bonos soberanos emitidos en los mercados internacionales, los prepagos de créditos contratados con organismos financieros internacionales y los resultados de los vencimientos de warrants para el intercambio de deuda externa por interna. En el ámbito interno, destacó la colocación en el mercado nacional de un bono a tasa nominal fija con un plazo de 30 años, con lo cual se culminaron exitosamente los esfuerzos para ampliar la curva de rendimiento en pesos de los valores gubernamentales.

Como resultado de las acciones realizadas en materia de deuda pública, en 2006 se logró disminuir la vulnerabilidad de las finanzas públicas ante perturbaciones en los mercados externos e internos y se fortaleció la estructura de los pasivos públicos. Cabe subrayar que los indicadores de riesgo de portafolio asociados a la deuda, definidos por la SHCP para evaluar el desempeño de la política de crédito público, mostraron una mejoría generalizada en 2006.

Cuarto trimestre 2007

Como porcentaje del PIB, la deuda pública se ubicó en 21.4 por ciento, cifra superior a la observada en el 2006, correspondiendo 17.1 puntos porcentuales a la deuda interna y 4.3 a la deuda externa. Durante 2007 las principales acciones en materia de deuda interna estuvieron dirigidas a fortalecer las referencias a lo largo de la curva de rendimiento de los bonos a tasa fija, desarrollar la curva de tasas de interés reales mediante la emisión de Udibonos e impulsar el desarrollo del mercado local de deuda a través de mejoras en su microestructura. Durante el año, destacaron los anuncios de las calificadoras Fitch Ratings y Standard & Poor's en los meses de septiembre y octubre, respectivamente, sobre el aumento de las calificaciones de deuda soberana de México denominada en moneda nacional y extranjera. La calificadora Fitch destacó que, entre las razones que motivaron la revisión al alza de las calificaciones de la deuda de México,

estuvieron la aprobación de la Reforma Hacendaria, la estabilidad de la economía mexicana en un contexto externo desfavorable, así como la política de administración prudente de la deuda. Por su parte, Standard & Poor's destacó que la revisión al alza fue reflejo del fortalecimiento esperado de los ingresos fiscales en los próximos años, así como de los elementos de dinamismo de la economía mexicana que reducen el riesgo de estancamiento. También, la calificadora internacional señaló que la aprobación de la Reforma Hacendaria fue un paso importante para reducir la vulnerabilidad fiscal respecto de las fluctuaciones de los precios de petróleo y las crecientes presiones de gasto.

Cabe notar que durante el último trimestre del año se dio a conocer el Plan Anual de Financiamiento para 2008, el cual contiene la estrategia para el manejo de la deuda interna y externa del Gobierno Federal para el año. Al concluir 2007, el saldo de la deuda neta del Gobierno Federal se ubicó en 2 billones 236 mil 911 millones de pesos.

11

⁸ Secretaria de Hacienda y Crédito Público "Informes sobre la situación económica y las finanzas y Deuda Publica.2000,2001, 2002,2003,2004,2005,2006 y 2007.

III. Análisis de la exposición a los distintos riesgos

El desarrollo de instrumentos en moneda local y los cambios en la estructura del financiamiento de la deuda han tenido un gran impacto en la exposición al riesgo tanto de los prestatarios como de los prestamistas.

III.1 Riesgo cambiario

Se ha señalado anteriormente que la moneda de denominación puede aumentar considerablemente el riesgo del financiamiento soberano. Según esto, frente a una deuda denominada en moneda extranjera, los países deudores netos presentan un descalce cambiario en términos agregados; en ese contexto, una devaluación en el tipo de cambio real aumentaría la porción de pasivos netos en términos del producto nacional, en tanto que una apreciación real la reduciría, lo que introduce un riesgo de exposición a fluctuaciones cambiarias. Los países como México que han sido deudores pueden adoptar políticas que apuntan a eliminar el descalce o a evitar que se origine, en primer lugar, pero esto a menudo acarrea grandes gastos. Por ejemplo, se puede intentar cambiar la denominación de la deuda de moneda extranjera a moneda nacional, pero a corto plazo esa política podría resultar prohibitiva. Otra posibilidad consistiría en eliminar el descalce endeudándose únicamente hasta lo permitido por la oferta de fondos en moneda nacional, lo que en la mayoría de los casos reduciría significativamente el nivel de endeudamiento neto. Pero esta autolimitación no eliminaría el problema de fondo, ya que los países aún deberían administrar el stock de deuda existente. Además, los países que optaran por una autonomía financiera no se podrían beneficiar de las oportunidades de diversificación de riesgo y acceso al capital que ofrece el endeudamiento externo. Una estrategia intermedia consistiría en eliminar el descalce implícito en los flujos de corto plazo a través de la acumulación de reservas en moneda extranjera. De esta manera, se asegurarían que en un futuro cercano no fueran a enfrentar una insuficiencia de liquidez en moneda extranjera,

a costa de financiar reservas de baja rentabilidad con una deuda soberana costosa.

El problema de México por muchos años ha sido que el país cuenta con mercados internos limitados y una constante dependencia de fondos externos.

Hay elementos que indican que el uso de deuda externa denominada en moneda extranjera se asocia a calificaciones crediticias bajas, a una mayor volatilidad tanto del crecimiento del PIB como de los flujos de capital, y a una capacidad limitada para aplicar una política monetaria independiente. Asimismo, la deuda externa en moneda extranjera aumenta la sensibilidad de los diferenciales soberanos a fluctuaciones del tipo de cambio real y conduce a devaluaciones contractivas .

Otro factor importante que afecta el riesgo del endeudamiento soberano es la estructura de vencimientos de la deuda. La deuda de corto plazo, al agrupar pagos (especialmente aumentando el tamaño de las obligaciones que vencen en un momento determinado) intensifica el riesgo de refinanciamiento y propicia el terreno para una posible crisis de deuda. Esto ocurre sobre todo cuando la deuda está denominada en moneda extranjera, pero incluso cuando toda la deuda está denominada en moneda nacional y el gobierno cuenta con un superávit primario, la concentración de pagos originada por la deuda de corto plazo crea una brecha financiera.

Algunos analistas en crisis de deuda se han enfocado en la combinación de estos dos riesgos y demuestran que la deuda externa (mayormente denominada en moneda extranjera) de corto plazo es una variable que predice las crisis de deuda. Se ha demostrado que en un país a mayor proporción de deuda de corto plazo en dólares sobre las reservas internacionales, mayor probabilidad de que se desate una crisis. Con eso, se sentó el fundamento para lo que pasó a ser conocido como la regla de reservas adecuadas, según la cual los países deberían siempre mantener reservas suficientes para cubrir por lo menos sus obligaciones externas con vencimientos al año.

No es de sorprender que haya muchos menos elementos que muestren un vínculo entre las crisis de deuda y la deuda interna de corto plazo denominada en moneda nacional. Esto se debe a que cuando se deteriora la capacidad de pago de país un soberano, la deuda en moneda extranjera ofrece una alternativa al incumplimiento inmediato de las obligaciones externas: el gobierno puede continuar con el servicio de la deuda “emitiendo dinero” a un costo inmediato aparentemente insignificante. El resultado es, desde luego, inflación y tasas de interés más altas en anticipación de la inflación esperada sobre la vida del bono. Si la inflación gana la carrera contra las tasas de interés nominales —lo que siempre es posible pero requeriría acelerar la inflación hasta alcanzar niveles de hiperinflación—, el valor real de la deuda efectivamente se atenúa y el gobierno recupera la solvencia. De hecho, en la mayoría de los casos, los gobiernos enfrentados a una gran deuda en moneda nacional han preferido recurrir a la inflación (y a veces a la hiperinflación) antes de declarar una suspensión de sus pagos.

La crisis mexicana de 1994 ilustra esta situación. A comienzos de 1994, México prácticamente no tenía deuda interna en moneda extranjera, pero cerca del 60% de su deuda interna eran instrumentos de corto plazo denominados en pesos (llamados Certificados de la Tesorería de la Federación, CETES). Con el correr del año, la agitación política preelectoral, amplificada por el asesinato del candidato a la presidencia Luis Donaldo Colosio y por una sublevación en el Estado de Chiapas, hizo prever una devaluación monetaria y un aumento brusco de la tasa de interés de los CETES (que, dado su corto vencimiento, debían ser renegociados durante ese año). De hecho, en el mes del asesinato de Colosio, la tasa de los CETES saltó del 10% al 16%.¹ Considerando improbable la necesidad de una devaluación, las autoridades mexicanas decidieron sustituir los Tesobonos denominados en dólares por algunas de sus tenencias en CETES. El resultado fue una multiplicación considerable de riesgos: si el régimen cambiario sobrevivía al ataque a la moneda mexicana, el costo de defender la paridad cambiaria del país

¹ Cárdenas Enrique, “La política económica en México 1950-1994”, Fondo de Cultura Económica, México (1996).

sería mucho menor, pero si era inevitable una devaluación monetaria (como sucedió), las pérdidas por parte del gobierno serían mucho mayores. En retrospectiva, el canje de CETES por Tesobonos fue probablemente una mala decisión, pero las alternativas (pagar una tasa de interés alta o perder la paridad para acomodar las expectativas inflacionarias) resultaban sumamente costosas tanto desde una perspectiva política como económica. Esas otras posibilidades fueron determinadas en gran medida por la presencia de deuda interna de corto plazo en moneda nacional y por el hecho de que las autoridades mexicanas sabían bien que la mezcla de incluir deuda de corto plazo con inflación podía ser implacable, ya que la vía hacia una inflación alta puede ser gradual, no planificada y difícil de revertir.

III.2 Dilema en la denominación del plazo

Cuando un Gobierno goza de poca credibilidad con respecto a la inflación, la deuda en moneda nacional a corto plazo a menudo se presenta como una opción más factible que la deuda en moneda nacional a largo plazo. Desde la perspectiva de los inversionistas, es razonable suponer que el riesgo de un brote inflacionario aumente con el correr del tiempo, sólo como resultado de una creciente incertidumbre. De hecho, en los países con expectativas inflacionarias hay una tendencia a acortar los vencimientos de sus instrumentos de deuda o a adoptar tasas de interés ajustables con frecuencia. Desde la perspectiva del gobierno, hay también una tendencia a preferir plazos cortos si las autoridades anticipan que la inflación se mantendrá baja y que la credibilidad aumentará gradualmente.

Los gobiernos no querrán atarse a tasas de interés altas que impliquen temor a una inflación alta sobre los instrumentos de largo plazo y preferirán emitir deuda de corto plazo hasta que la credibilidad aumente y los vencimientos puedan prolongarse a tasas de interés más bajas.

Sin embargo, es fundamental destacar que incluso si el endeudamiento en moneda local con vencimientos prolongados es de hecho sumamente costoso por algunas de las razones mencionadas anteriormente, hay casos en los que el

endeudamiento en moneda extranjera aún puede ser una opción inferior. Puede valer la pena pagar el costo más alto de la deuda en moneda local a largo plazo de manera anticipada a cambio de obtener los beneficios que esta brinda en términos de seguro. La decisión final va a depender, en general, del precio que el soberano esté dispuesto a pagar para mejorar la calidad de la deuda y limitar los riesgos del endeudamiento soberano.

Este argumento sugiere una perspectiva menos benévola sobre por qué un gobierno evita emitir deuda a largo plazo en moneda local. Incluso sin distorsiones, la prima cambiaria incluye en general compensación por una posible devaluación súbita, a la manera de un seguro frente a un ajuste repentino del tipo de cambio real. Dado que la prima compensa exactamente por el riesgo cambiario, un responsable de formular políticas con visión de futuro elegiría la seguridad de la deuda en moneda local por los beneficios en materia de seguro que conlleva. Por el contrario, un encargado de formular políticas que sólo se interesa por el corto plazo correspondiente a su propio mandato va a hacer caso omiso de los eventos negativos que pudieran ocurrir una vez que no ocupe más su cargo y si, como es habitual, la probabilidad de que ocurra un ajuste cambiario aumenta con el plazo, considerará que la prima es cara en relación con el riesgo de corto plazo, prefiriendo la deuda en moneda extranjera o de corto plazo, y dejando al siguiente gobierno expuesto a un financiamiento público riesgoso.

Por otra parte, uno debe considerar las externalidades positivas que implica la emisión de deuda en moneda nacional —aspecto que el marco de referencia estático de costo-beneficio descrito anteriormente ignora— desde el punto de vista del desarrollo de un nuevo mercado y de la creación de una base inversora para los instrumentos en moneda nacional, que pueden prosperar una vez que se haya ganado credibilidad. Ante los costos iniciales, un soberano podrá decidir emitir parte de su deuda en moneda nacional aun cuando los costos sean excesivos, simplemente para mantener abierta la opción de recurrir al endeudamiento en moneda nacional en el futuro.

III.3 Indexación a la inflación

La deuda indexada no es tan segura como la deuda nominal, ya que una aceleración de la inflación puede deteriorar la solvencia fiscal. Por otro lado la inflación es una variable que evoluciona lentamente y, desde el punto de vista del soberano, los bonos indexados a la inflación claramente son más seguros que los bonos de corto plazo en moneda local o que los bonos de largo plazo en moneda extranjera, porque reducen el riesgo de refinanciamiento y no generan efectos de balance ante una devaluación real. Si se ponen de manifiesto algunas experiencias de este tipo de bonos en otros países se encuentra que en algunos países, la indexación de los contratos financieros se extendió a toda la economía y generó una situación de indexación generalizada (incluidos salarios, pensiones y subsidios) que amplificó los ciclos inflacionarios, en un contexto en el que incrementos en los precios llevaban a un aumento de los salarios que inmediatamente volvían a alimentar aumentos en los precios (Bernanke, 2005).² En consecuencia, el sentido común llevó a evitar toda forma de indexación. En la medida en que el índice de precios se mida con un retraso (o se promedie sobre un período más largo), no protege totalmente a los inversionistas ante una aceleración de la tasa de inflación y, por lo tanto, no los protege ante una hiperinflación.

Otro aspecto importante a considerar es que los bonos indexados a la inflación pueden ser sencillamente muy costosos dadas las expectativas inflacionarias imperantes, anomalía que puede deberse a varias distorsiones. La prima puede reflejar la naturaleza incipiente de los mercados de bonos indexados —asociada a la falta de volumen de negocios y de corredores especializados—, la desconfianza en las estadísticas sobre inflación producidas por el gobierno o, simplemente, la falta de confianza en este nuevo instrumento. Está claro que ninguna de estas razones constituye una objeción esencial al uso de bonos indexados a la inflación;

² Ben Bernanke (2005). *Essays on the Great Depression*. Princeton University Press.

más bien son obstáculos pasajeros que deberían tomarse en cuenta al concebir las políticas para promover su utilización.

III.4 Exposición al riesgo de tasas de interés

Al reemplazar la deuda en moneda extranjera por deuda doméstica a corto plazo denominada en moneda local, puede haber aumentado la exposición al riesgo de tasas de interés. Al igual que ocurre con la exposición a divisas, en este caso también existe un componente de riesgo de liquidez y otro de riesgo de balance (la sensibilidad del patrimonio o ingresos netos de un prestatario a las oscilaciones de la tasa de interés a corto plazo). Dado que el riesgo de liquidez, especialmente para prestatarios soberanos, es menos común para la deuda en moneda local, la mayoría de las medidas de exposición al riesgo de tasas de interés se centran en el segundo componente.

Deuda a tasa de interés flotante; En algunos países, una proporción significativa de la deuda a largo plazo se emite a tasa flotante. Aunque es posible obtener de fuentes nacionales datos sobre la emisión a tasa fija y variable para títulos de deuda del gobierno central, estos datos no se obtienen tan fácilmente a partir de fuentes internacionales. Esto supone una brecha informativa importante, ya que la proporción de la deuda a tasa flotante tiene un gran impacto sobre la exposición al riesgo de tasa de interés. Esto implica que los costos del servicio de la deuda de una proporción significativa de títulos a largo plazo son sensibles a las variaciones de las tasas de interés a corto plazo. A lo largo de los últimos años, esta circunstancia no se reveló como un problema, al haberse reducido dichas tasas en prácticamente todo el mundo, pero continúa siendo una fuente de vulnerabilidad frente a posibles incrementos de las tasas interés.

Activos y deuda neta: La exposición de un prestatario a la tasa de interés depende tanto sus activos como de sus pasivos. Dado que gran parte del incremento bruto de la deuda doméstica en México ha ido asociado a un incremento sustancial de los activos de reserva en divisas, los cambios recientes en las posiciones

deudoras brutas observados no resultan muy útiles como aproximación a sus posiciones netas. Por ejemplo en general en las economías emergentes a comienzos de los años 90, el valor de las reservas de divisas (que representan un activo para los bancos centrales) fue inferior al valor de billetes y monedas en circulación (un pasivo para el banco central), por lo que los bancos centrales no tuvieron que emitir títulos de deuda domésticos para financiar sus tenencias de reservas en divisas. Sin embargo, el crecimiento de las reservas en la última década por encima del valor de billetes y monedas en circulación ha llevado a las autoridades monetarias a emitir deuda en moneda local para poder financiar la adquisición de reservas. Esto implica que el gran incremento de la deuda bruta a corto plazo ha ido acompañado de un aumento muy similar de los activos a corto plazo, resultando en una menor exposición a la tasa de interés en términos netos. Resulta difícil cuantificar las implicaciones de esta circunstancia para las posiciones deudoras netas. Las operaciones de esterilización suelen consistir en emitir títulos de deuda a corto plazo, pero también puede optarse por modificar los requerimientos de reservas bancarias³. La emisión de títulos por el banco central sólo es una medida parcial de las operaciones de esterilización, ya que en algunos países también se utilizan con dicho fin los títulos del gobierno.

³ BPI (2007): *Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local*, CGFS Papers nº 28.

IV. Liquidez en el mercado de deuda pública mexicano

Pese a los avances en el desarrollo del mercado de deuda pública en México y de una estructura de emisión más estable, aún hay margen para mejorar la liquidez en este mercado. Aunque no existe una definición universal de liquidez del mercado, los analistas suelen citar tres propiedades básicas a la hora de determinar la liquidez de un mercado: su profundidad, su tensionamiento (o margen de negociación) y su aguante. La profundidad indica la capacidad de un mercado para absorber fuertes volúmenes de contratación sin oscilaciones bruscas en el precio de equilibrio; el tensionamiento mide la eficiencia de las transacciones en función de su costo, a tenor de los diferenciales entre los precios de oferta y de demanda; y el aguante se refiere a la capacidad del mercado para absorber perturbaciones. En consecuencia, un mercado líquido se caracterizaría por un elevado volumen de contratación, diferenciales estrechos entre los precios de compra y de venta, y una reducida volatilidad de los precios en situaciones normales y de tensión.

El aumento de esta liquidez es un factor fundamental para la creación de un mercado de deuda maduro. En circunstancias normales, la mayor liquidez del mercado se traducirá en una reducción de la prima por riesgo de liquidez incluida en el rendimiento de la deuda pública, moderando así el costo de financiación para el Gobierno. El aumento de la liquidez del mercado de deuda pública tiene además una gran importancia en el desarrollo de otros segmentos del mercado financiero, pues permite la creación de una curva representativa de rendimientos “libres de riesgo” que sirve de referencia en la formación de precios y en la negociación de otros activos financieros. Una mayor liquidez del mercado resulta también crucial para la conducción de la política monetaria, dada la importancia de contar con mercados de activos líquidos para la ejecución de las operaciones de mercado abierto y para la formación de las expectativas de mercado. La liquidez

del mercado es asimismo relevante para la estabilidad financiera, pues si escasea o se evapora en situaciones de tensión, sus consecuencias pueden ser muy negativas para la estabilidad del sistema financiero.

En México la reapertura de emisiones en el marco de la subasta primaria ha impulsado el desarrollo del mercado de deuda interna, al promover la liquidez e incrementar la profundidad del mercado de dinero en México. Los avances que se han observado en el mercado de deuda interna han propiciado el desarrollo del mercado de derivados de largo plazo. En este mercado se ofrecen actualmente derivados de tipo de cambio y de tasas de interés, con plazos de hasta cinco años. Estos instrumentos de largo plazo de alguna manera promueven la liquidez y profundidad de la curva de rendimientos dado que:

- Pueden ser utilizados como puntos de referencia.
- Juegan un papel muy importante en el proceso de descubrimiento de precios.
- Generan un círculo virtuoso con el mercado e contado, dándole mayor profundidad y liquidez al mercado secundario de valores gubernamentales.

En octubre del 2000 se implementó el programa de Formadores de Mercado¹ a partir de este año se empezaron a colocar bonos a tasa fija de largo plazo.

Los objetivos de este programa son los siguientes:

- Aumentar la liquidez y la profundidad del mercado secundario de deuda interna.
- Promover la inversión en títulos gubernamentales.
- Procurar la transparencia en la selección de los Formadores de Mercado, a través del cálculo de un índice de actividad que cuantifique el volumen operado por las instituciones financieras.

¹ Secretaría de Hacienda y Crédito Público “Informes sobre la situación económica y las finanzas y Deuda Pública. 2002.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) es responsable de la regulación en torno al programa de Formadores de Mercado y el Banco de México se encarga de su operación y administración.

Los Formadores de Mercado tienen las siguientes obligaciones:

- Presentar ofertas por al menos el mínimo de $[1/n, 20\%]$ del valor subastado para cada emisión de cetes y bonos, donde n es el número de Formadores de Mercado.
- Mantener ofertas de compra y venta de cetes y bonos a través de medios electrónicos con operadores autorizados por un monto de mínimo de 20 millones de pesos.
- Proporcionar a las autoridades toda la información necesaria para cuantificar su actividad en los mercados.
- Mantener una administración de riesgos que cumpla con la regulación establecida por el Banco de México.

Todo esto a cambio de diversos beneficios como por ejemplo: contar con la opción de comprar valores adicionales después de la subasta primaria. También se puede contar con préstamos de valores por parte del Banco Central. Con la creación de este programa se ha identificado el desarrollo de mercado de amplia liquidez. Pese a las iniciativas de índole estructural antes descrita, se ha observado que la liquidez del mercado de deuda pública al contado continúa siendo relativamente escasa.

En la actualidad se pueden identificar diversos factores que han perjudicado a la liquidez como los que se describen a continuación:

a) Entorno Financiero

Durante buena parte de la historia financiera mexicana, distintos periodos de volatilidad han lastrado la mejora de la liquidez en los mercados de renta fija. Sin embargo, la mayor solidez del entorno macroeconómico y financiero de los últimos

años ha creado las condiciones necesarias para un aumento de la liquidez, especialmente para los valores de renta fija a corto y mediano plazo.

b) Tipo de valores negociados

El tipo de valores negociados puede afectar a la actividad del mercado secundario. En México, las altas tasas de inflación observadas en los ochenta y las diversas crisis financieras registradas llevaron a utilizar las tasas de interés a un día. Pese a los progresos para reducir la inflación y la volatilidad en los mercados financieros, estas referencias a corto plazo siguen gozando de popularidad. En general, la negociación de estos valores indicados es menos activa que la de los instrumentos del mercado monetario o la de los valores a interés fijo. Los valores a interés variable resultan fundamentales para los sistemas de gestión de tesorería y de deuda de las instituciones financieras, al satisfacer su demanda de posiciones de corta duración. Sin embargo, los agentes del mercado apenas tienen incentivos para negociar estos valores con el fin de conseguir plusvalías, ya que la elevada frecuencia de las revisiones del cupón que pagan limita las oportunidades de obtener tales plusvalías. Algo similar cabe decir de la negociación de deuda indicada a la inflación. En cambio la contratación de deuda a interés fijo es mucho más activa que la de los valores a tasa variable, pues al ser mayor su duración, su precio es más variable, por lo que suele atraer a los inversionistas especulativos en busca de mayor rentabilidad.

c) Tamaño del mercado de deuda y de las emisiones realizadas

El tamaño del mercado de deuda y de las distintas emisiones realizadas suele considerarse un indicador importante de su liquidez. Un mercado de deuda más amplio permite albergar más participantes con expectativas de mercado y estrategias de negociación más diversas. Así pues, suele existir una relación positiva entre la cantidad de deuda pública en circulación y el volumen de negociación en los mercados al contado y de derivados. Además, un mayor volumen de negociación suele asociarse a diferenciales más estrechos entre los

precios de compra y de venta, al facilitar a los creadores de mercado la gestión de sus riesgos de cartera.

d) Función esencial de los derivados

Ningún análisis de la liquidez del mercado brasileño de deuda estaría completo sin hacer referencia a la actividad en segmentos complementarios, como los derivados negociados en mercados organizados. De hecho, los derivados son una forma muy eficiente de ajustar las posiciones de riesgo. Estos instrumentos permiten separar los diversos tipos de riesgos de precio incorporados en los activos subyacentes, facilitan la transferencia de los riesgos hacia los agentes más capacitados para su asunción y gestión, y propician la utilización de estrategias de arbitraje que aúnan varios segmentos de mercado. Estas propiedades convierten a los derivados en importantes herramientas complementarias para la creación de coberturas, la toma de posiciones o el ajuste de duraciones. Asimismo, pueden actuar como sustitutos de los activos del mercado al contado en toda una gama de estrategias de negociación. En algunos países, los derivados gozan de mayor liquidez y negociación que los valores subyacentes. De hecho, dada la creciente sofisticación de los mercados financieros, puede que los inversionistas en valores de renta fija no necesiten realizar tantas operaciones en el mercado al contado como en el pasado, ya que el reajuste del perfil de riesgo de sus carteras suele ser más sencillo con la utilización de instrumentos derivados. En México, la elevada actividad en el segmento de futuros a corto plazo (sobre la tasa de interés interbancaria de equilibrio, TIIE, a 28 días) parece haber beneficiado al tramo más largo de la curva de rendimientos; al ayudar a valorar correctamente los swaps de tasa de interés a largo plazo.

En líneas generales, el elevado desarrollo del mercado de futuros ha contribuido a compensar en cierta medida la escasa liquidez del mercado de deuda pública al contado. Los futuros han permitido a los agentes del mercado ajustar sus posiciones de riesgo con un costo reducido y han propiciado la creación de una curva de rendimientos libres de riesgo para los mercados de renta fija.

e) Impuesto sobre operaciones financieras en México

Los impuestos sobre las ganancias por intereses de los títulos de deuda comenzaron a gravarse en enero de 2003, estando exentos los valores emitidos antes de esa fecha.

La retención impositiva ya no es aplicable a los inversionistas extranjeros, pero continúa vigente para los inversionistas domésticos, ya sean personas físicas o sociedades no financieras. En el artículo 196, fracción IV de la Ley de Impuesto sobre la renta se impone una exención en operaciones financieras derivadas de deuda, cuando el beneficiario efectivo de los intereses o de la ganancia, según corresponda, es un residente extranjero. Entre las ventajas que ha ocasionado esto se pueden citar las siguientes:

En primera instancia, pretenden dar certeza jurídica a los contribuyentes, debido a que se incluye en el texto de Ley las reglas de carácter general que otorgan beneficios a los residentes en el extranjero que obtienen ingresos por los conceptos anteriormente mencionados.

El objetivo de exentar a los residentes en el extranjero es dar un mayor impulso a nivel internacional al mercado mexicano de derivados y a los títulos de crédito emitidos por el Gobierno Federal y el Banco de México. Además de que se ha convertido en una necesidad el hecho de regular esto de la mejor manera, debido a la situación que se vive hoy en día con los mercados financieros globales, tanto en el mercado de dinero, en el mercado de capitales y en el mercado de derivados.

Además, se reconocen los problemas prácticos a que se enfrentan los intermediarios financieros en el desarrollo diario de sus actividades, como es el caso de no poder reconocer en algunas operaciones al beneficiario efectivo de los intereses, sin embargo, se permite que esto no limite el aprovechamiento del beneficio de la exención.

V. Base emisora, bursatilización y base inversora

V.1 Base emisora

La emisión de deuda doméstica en México está dominada principalmente por sector público central y gobierno federal. En 2004, los instrumentos de deuda del sector público (incluidos los emitidos por el banco central) representaban un 72.7% de la deuda doméstica en circulación, muy por encima del promedio en los países industriales. La emisión del banco central es mucho más elevada, como reflejo de su gran acumulación de reservas de divisas. Las empresas financieras constituyen el siguiente emisor en importancia, con un 17.3% de la deuda en circulación en 2004. Pese a las ventajas que reporta al sector empresarial el acceso a los mercados de deuda locales, la deuda corporativa únicamente representa un 10% del volumen total en circulación.

Cuadro 1:

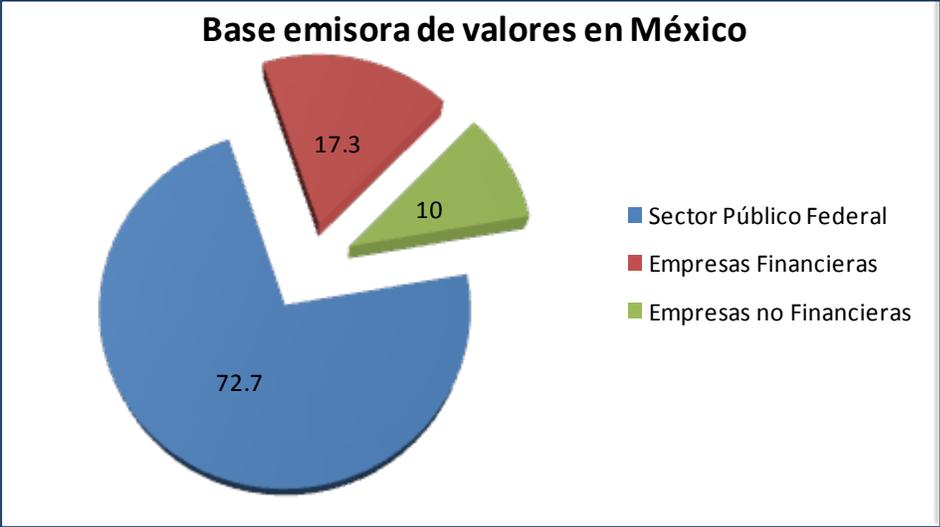
Sector Público Federal %		Empresas financieras %	Empresas no financieras %	
Bondes	20.1	Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento	Acciones	2.6
Cetes	11.0	Certificados bursátiles	Acciones de empresas Extranjeras cotizadas	
Udibonos	9.0	Papel comercial	En México	1.8
Brems	8.2	Bonos Bancarios	Pagaré de mediano Plazo	1.1
Bonos de protección Al ahorro bancario	7.9	Certificados de Depósito	Otros títulos	4.5
Certificados bursátiles Gubernamentales	3.8	Otros títulos		
Otros títulos	12.7	TOTAL	TOTAL	10.0
TOTAL	72.7			

Fuente: INEGI, Censos Económicos 2004.

La cartera de valores por tipo de instrumento y emisor permite evaluar aquellos títulos más negociados en el mercado. Las inversiones en títulos emitidos por el gobierno, como ya se comentó, representaron 72.7% del total y éstas se adquirieron, como: Bonos de desarrollo (Bondes), 20.1%; Certificados de la tesorería de la federación (Cetes), 11%; Bonos de desarrollo en unidades de inversión (Udibonos), 9%; Bonos de regulación monetaria (Brems), 8.2%; Bonos de protección al ahorro bancario 7.9%; Certificados bursátiles del gobierno 3.8%; y Otros títulos cuyo nombre no fue especificado, 12.7 por ciento. Por otra parte, las inversiones en títulos emitidos por las empresas financieras representaron 17.3% del total, siendo las más representativas: Pagaré con rendimiento liquidable al vencimiento, 7.4%; Certificados bursátiles, 2.5%; Papel comercial, 1.8%; Bonos bancarios, 1.1%; Certificados de depósito, 0.9%; y Otros títulos, 3.6 por ciento. Finalmente, las inversiones en títulos emitidos por las empresas no financieras representaron 10% de las inversiones totales, las más importantes fueron:

Acciones (principalmente comerciales), 2.6%; Acciones de empresas extranjeras cotizadas en México, 1.8%; Pagaré de mediano plazo, 1.1%; y Otros títulos, 4.5 por ciento.

Gráfico 6:



Fuente: INEGI, Censos Económicos 2004

Sector público

En México se manejan dos conceptos de deuda pública, uno en sentido estricto y otro en sentido amplio. La primera (tradicional) abarca la deuda neta del Gobierno federal y de otras entidades federales bajo control presupuestario directo (incluida la seguridad social). Por su parte, la definición amplia engloba los pasivos netos del Gobierno federal y de todas las entidades del sector público, es decir, empresas públicas no financieras, bancos de desarrollo y fideicomisos extra-presupuestarios. También incluye la deuda del Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), del Fideicomiso de Apoyo para el Rescate de Autopistas Concesionadas (FARAC) y de proyectos de inversión del sector público con diferentes cuentas financieras (Proyectos de Infraestructura Diferidos en el Registro del Gasto, PIDIREGAS).

Creado en 1999, el IPAB gestiona la deuda relacionada con el rescate del sector bancario tras la crisis financiera de finales de 1994, cuando el Gobierno federal proporcionó una garantía implícita a la mayoría de los pasivos de los bancos y asumió la mayor parte del costo del rescate bancario. En el año 2000, este organismo comenzó a emitir Bonos de Protección al Ahorro (BPA). La creación del FARAC también fue consecuencia de la crisis financiera y su propósito fue rescatar las compañías privadas de peaje. En cuanto a PIDIREGAS, cabe destacar que parte de la deuda emitida para financiar sus proyectos es asumida en un principio por el sector privado y se transfiere más tarde al Gobierno federal una vez realizados los proyectos. Esta deuda está incluida en las estadísticas de la deuda federal.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP) asume toda la responsabilidad de las actividades relacionadas con la deuda del Gobierno federal y coordina sus actuaciones con otras agencias federales para determinar el tipo de instrumentos a emitir, las cantidades y el momento de cada emisión. Los dos principales emisores de deuda negociable en el mercado interno, el Gobierno federal y el IPAB, hacen públicos sus calendarios trimestrales informando sobre el volumen y la composición de sus emisiones futuras.

El Gobierno federal emite instrumentos con una amplia variedad de plazos (cetes, bondes, Udibonos y bonos) mientras que el IPAB se concentra en los BPA a medio plazo, indexados a las tasas de los cetes a 28, 91 y 182 días. Al cierre de 2004, el total en circulación de la deuda local negociable del Gobierno federal y el IPAB ascendía a 1,08 billones y 383.000 millones de pesos mexicanos respectivamente.

El Banco de México ha sido también un participante importante en el mercado de deuda interna. Aunque tradicionalmente utilizaba bonos gubernamentales para incrementar o disminuir la liquidez en el sistema, a partir del año 2000 comenzó a emitir su propio papel, los Bonos de Regulación Monetaria del Banco de México (BREM), con el fin de esterilizar el constante flujo de reservas internacionales de divisas. Los BREM son bonos indexados a una tasa interbancaria diaria y, a

finales de 2004, el total en circulación ascendía a 233.000 millones de pesos mexicanos. Para el Banco de México, la esterilización a través de estos instrumentos le permite alcanzar mejor sus objetivos de política monetaria con menos distorsiones para el mercado de deuda gubernamental. Los BREM no se contabilizan en las estadísticas de deuda del sector público.¹

Principales valores emitidos por el sector público mexicano de manera interna

Valores emitidos por el Gobierno Federal

Cuadro 2:

Instrumento	Tipo de cupón	Plazo	Frecuencia de emisión
Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes)	Cero	28,91,182 y 364 días	Semanal y mensual
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (bondes)	Indexado a la tasa de cetes	5 años	Quincenal
Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal Denominados en Unidades de Inversión (Udibonos)	Indexado a la tasa de inflación	10 años	Mensual
Bonos a Tasa Fija (bonos)	Fijo	3,5,7,10 y 20 años	Mensual

¹ Banco de México, Material didáctico.

Valores emitidos por otros emisores importantes del sector público

Cuadro 3:

Instrumento	Tipo de cupón	Plazo	Frecuencia de emisión
Bonos de Protección al Ahorro (BPA)	Indexado a la tasa de cetes	3,5y7 años	Semanal y quincenal
Bonos de Regulacion Monetaria del Banco de México (BREM)	Indexado a la tasa de fondeo	1 y 3 años	Semanal
Pagares de Indemnización de Carreteras (PIC) del FARAC	Indexado a la tasa de inflación	20 y 30 años	Mensual

Fuente: Programa de colocación de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público

El sector público federal domina la emisión de deuda pública en México, dado el importe relativamente escaso emitido por gobiernos estatales y municipales. Si bien se han hecho esfuerzos para que se dé una descentralización del gasto público en servicios sociales e infraestructuras, al mismo tiempo se debe evitar que el endeudamiento de los niveles estatales y municipales inferiores socave la disciplina fiscal nacional. Importantes obstáculos, como la falta de transparencia y las deficiencias de los sistemas contables, dificultan el endeudamiento a través del mercado de las entidades públicas subordinadas al gobierno.

Empresas Financieras

Las emisiones de las empresas financieras representaban en el 2004 el 17.3 %de la deuda en circulación. Sin embargo, esta cifra en México continúa siendo inferior a la de los países desarrollados, donde las instituciones financieras emiten más de la mitad del volumen de deuda en circulación. Para muchos analistas, esta evolución resulta natural, pues el desarrollo del mercado de bonos comienza con los títulos gubernamentales, seguida de las emisiones de las instituciones financieras y, finalmente, de la deuda corporativa. La ventaja de que se emita deuda por parte de las empresas financieras es que estas pueden diversificar

mejor sus riesgos y, en muchos casos, se benefician de las garantías explícitas o implícitas que ofrece el Gobierno.

Empresas no financieras

En México, las empresas no obtienen suficiente crédito a largo plazo en moneda local. De hecho, la estructura del pasivo del sector privado doméstico (elevado apalancamiento, vencimientos cortos y denominación en divisas) agravó la crisis registrada durante los años 90. Las ventajas, del desarrollo de mercados de deuda corporativa en moneda local es que podría ayudar a reducir las vulnerabilidades del sector empresarial. Con el fin de ofrecer una fuente más estable de financiamiento a largo plazo en moneda local, aunque también para estimular el crecimiento. Este desarrollo podría fomentar la estabilidad financiera por diversas vías. Posiblemente, la ventaja más importante resida en que la publicación de información detallada – requisito necesario para la emisión de deuda – induce una mejora general de la calidad de la información empresarial divulgada.

Por otro lado, con el apoyo de los analistas financieros y de las agencias de calificación, la emisión de deuda corporativa permitiría reforzar la estabilidad financiera al fomentar la disciplina de mercado.

Riesgo asociado al tipo de emisor

Una cuestión importante a analizar es hasta qué punto la entidad emisora puede afectar a la estabilidad financiera. El sector público federal es el mayor emisor de deuda local, lo cual conlleva algunas ventajas. Por ejemplo, el gobierno suele ser clave para el desarrollo de mercados de deuda líquidos mediante la creación de curvas de rendimiento libres de riesgo que se utilizan como referente para la emisión del sector privado. No obstante, una dependencia excesiva de la emisión pública en el mercado local presenta diversos inconvenientes, con posibles implicaciones para la estabilidad financiera. Se debe de analizar hasta qué punto la concentración de la emisión plantea un riesgo. Un problema bien conocido de la emisión gubernamental es su impacto sobre las tasas de interés locales y sobre el

riesgo de crédito. Un exceso de emisión pública puede presionar al alza la curva de rendimientos del país, forzando así al sector corporativo a pagar más cara su financiación, en posible perjuicio de las empresas más endeudadas. Además, también puede expulsar al sector privado del ámbito emisor e impedir su desarrollo u obligarle a financiarse en el extranjero, con lo cual se agravaría cualquier descalce de monedas existente.

Otro problema en México parte de que los mercado de bonos corporativos está dominado por unos cuantos emisores, algunos de ellos interrelacionados. Así pues, la concentración puede reducir la diversificación entre aquellos inversionistas que adquieren estos títulos. América Móvil, Cemex, Coca-Cola, Telmex, Bimbo, Ford, Grupo Carso e IMSA se reparten aproximadamente la mitad del mercado de títulos privados en circulación en México. América Móvil, Telmex y Grupo Carso pertenecen a un mismo empresario, Carlos Slim.

Otro problema es la falta de liquidez en el mercado secundario para valores corporativos, de modo que los inversionistas pueden verse atrapados con estos títulos en mercados bajistas. Por último, la estabilidad también puede verse dañada si las filiales corporativas extranjeras emiten en el mercado local sin el aval de sus empresas matriz.

V.2 Bursatilización de activos

La Bursatilización o (Securitization) de activos y flujos de efectivo futuros, es un proceso estructurado en el cual, activos similares se agrupan y suscriben para crear títulos valor negociables para colocarlos entre el gran público inversionista en un mercado de valores organizado. La Bursatilización es un esquema fiduciario estructurado que permite a la empresa obtener Financiamiento Bursátil, al dar liquidez a activos no líquidos, o bien, para obtener recursos del mercado de valores para el financiamiento de proyectos productivos dando valor presente a los ingresos futuros de los mismos. Esta técnica permite a los bancos aminorar una exposición excesiva al riesgo de crédito en un determinado sector o frente a un determinado prestatario. Asimismo, la titularización puede transformar activos a

largo plazo sujetos a riesgos de crédito y de liquidez (como arrendamientos, créditos hipotecarios o préstamos a pequeñas empresas) en instrumentos negociables con un riesgo de crédito notablemente inferior. Por tanto, la agrupación y venta de diferentes categorías de activos reduce los riesgos de crédito, de tasa de interés y de liquidez en las carteras bancarias, pudiendo mejorar el financiamiento de importantes sectores de la economía (como vivienda, pequeñas empresas e infraestructuras).

En México la bursatilización de activos, ya se ha convertido en el más activo de América Latina, alcanzando su emisión 5.400 millones de dólares en 2004 y 4.800² millones en 2005. Gran parte de la actividad en los últimos años se ha debido a operaciones de gran cuantía respaldadas por préstamos mantenidos por el Instituto para la Protección al Ahorro Bancario (IPAB), aparte de las operaciones del IPAB, la mayor parte de la actividad en el mercado mexicano se ha desarrollado en la bursatilización de préstamos «puente» para el sector de la construcción e hipotecas para la adquisición de vivienda. La promoción de los mercados primario y secundario de crédito hipotecario se encomendó a la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), una institución semipública de banca de desarrollo creada en 2001 con el objetivo de ofrecer financiamiento, garantías financieras y aseguramiento hipotecario a bancos e instituciones financieras no bancarias del sector privado (Sofoles) que operan en los sectores inmobiliario e hipotecario.

La SHF, en calidad de banco y garante hipotecario, se encarga de: (i) proporcionar financiación a largo plazo a los intermediarios financieros y cubrir el riesgo de tasas de interés; (ii) proporcionar seguros hipotecarios; y (iii) asegurar la oportuna amortización de los bonos. Así pues, esta institución ha cerrado una importante brecha relacionada con la falta de las garantías gubernamentales necesarias para introducir los bonos de bursatilización hipotecaria en los mercados secundarios.

² BPI (2002): «The development of bond markets in emerging economies», *BIS Papers*, no 11, junio–julio.

No obstante, a partir de 2009 la SHF tiene prohibido por ley financiar a los intermediarios financieros, por lo que deberán encontrarse fórmulas alternativas para financiar las hipotecas y ya existen planes para favorecer el desarrollo de un mercado de bursatilización de hipotecas como fuente principal de financiación para el mercado de la vivienda. Además, aunque todos los títulos de la SHF están actualmente respaldados por el Gobierno federal, a partir de 2013 dejará de ser así y pasará a ser autosuficiente. La disponibilidad de activos titularizados con vencimientos largos les permite a los inversionistas institucionales prolongar la duración de sus carteras de activos, contribuyendo a reducir los descalces entre el activo y el pasivo. En vista de estos beneficios el gobierno mexicano ha emprendido iniciativas para fomentar la bursatilización. Los bonos de bursatilización hipotecaria y de bursatilización de activos constituyen un segmento pequeño, pero creciente, del mercado de renta fija en el mercado mexicano.

Emisión de bonos de bursatilización de activos México, promedio anual

Cuadro 4:

Bonos de bursatilización de activos				Bonos de bursatilización hipotecaria			
1998-2003	2004	2005	2006	1998-2003	2004	2005	2006
1.016	5.320	1.273	2.792	24	657	740	1.225

Fuente: Dealogic Bondware. En millones de dólares de EUA.

En México se han emitido con éxito los bonos de bursatilización de activos en los que los flujos del colateral subyacente están denominados en pesos, mientras que el bono se denomina en una de las principales divisas globales. Sin duda, este tipo de estructura genera un descalce de monedas que exige mercados de swaps bien desarrollados para cubrir el riesgo de tasa de cambio.

Ventajas de la Bursatilización

- Completa los mercados financieros domésticos

La bursatilización puede hacer más completos los mercados financieros domésticos principalmente de dos maneras. La primera es creando activos

líquidos a partir de otros que no lo son tanto, como los préstamos hipotecarios para vivienda, el crédito a los hogares y otros derechos de cobro. En segundo lugar, puede mejorar la calidad crediticia de los activos estructurados a través de técnicas de mejora del crédito, ayudando así a cerrar la brecha entre la calidad de los instrumentos que los prestatarios pueden ofrecer y la que los inversionistas prefieren mantener.

- Reduce el riesgo soberano

Durante años, la bursatilización transfronteriza ha ofrecido a México una fuente viable de financiación, al contribuir a reducir el riesgo soberano. Las empresas locales a menudo solían toparse con obstáculos históricos que dificultaban su financiación en el exterior, a causa de las bajas calificaciones crediticias del país o del riesgo político percibido, independientemente del historial crediticio del que gozaran dichas sociedades.

- Asegura una fuente de financiación en momentos de crisis

Los mercados domésticos de bursatilización podrían ayudar a asegurar la financiación en momentos difíciles en los que no fuera posible acceder a los mercados de deuda internacionales

- Financiación para vivienda

La bursatilización de préstamos residenciales puede ofrecer una importante alternativa o mejora para la financiación de la vivienda. Al agruparse los préstamos hipotecarios y crearse nuevos títulos destinados al mercado secundario, es posible conceder préstamos sin que tengan que estar respaldados por depósitos. De este modo, la bursatilización soluciona un posible problema de desfase de vencimientos que podría restringir la concesión de préstamos para adquisición de vivienda, al tiempo que reduce la concentración geográfica del crédito.

Limitaciones de la Bursatilización

- Reducido tamaño de los mercados

Para que la bursatilización sea viable desde el punto de vista económico, el volumen de los activos agrupados debe ser suficiente para justificar el costo del proceso.

- Marco jurídico

La eficacia de la bursatilización depende sobremanera del marco jurídico. En el caso de México, el desarrollo de la bursatilización permaneció restringido durante algún tiempo debido a la prohibición impuesta a los fideicomisos que emitían deuda, aunque también influyó la lentitud de los procesos para ejecutar las garantías, por lo que sólo fue posible su utilización tras la introducción de importantes reformas legales. En 1996, se aprobaron una serie de leyes para acelerar los trámites de ejecución de las garantías y facilitar la transferencia de las hipotecas, a las que siguieron diversas reglamentaciones en 2000 y 2003 para permitir que los fideicomisos actuaran como entidades instrumentales especializadas.

- Limitaciones informativas

La bursatilización de activos exige el manejo de numerosa información. Así, para estructurar una operación, hay que informar con gran detalle sobre la naturaleza de los activos agrupados y su rendimiento.

- Ampliar la base inversora

La existencia de una importante demanda de títulos estructurados es sin duda crucial para el desarrollo del mercado mexicano.

La aun limitada base de inversionistas en México podría explicarse por las restricciones a la inversión por parte de instituciones. En México, los fondos de pensiones sólo estaban autorizados a invertir en títulos gubernamentales y, al abolirse esta prohibición, su falta de experiencia en la administración de activos les hizo interesarse sólo por las obligaciones de las sociedades de mejor calificación crediticia.

V.3 La base inversora doméstica

La base inversora es fundamental para el desarrollo del mercado de deuda en México, para este trabajo se tomaron en cuenta los datos recopilados en el censo económico de 2004 elaborado por el INEGI que brindan un panorama general sobre las inversiones en valores en México. Para esto el INEGI hace una división de tres tipos de empresa: Las Instituciones bursátiles, instituciones crediticias y financieras y empresas de seguros y fianzas. Las empresas contenidas en estos tres grandes ramos se desglosa como sigue:

Cuadro 5:

Inversiones en títulos		
Instituciones Bursátiles	Casas de Bolsa	7346
	Sociedades de Inversión (incluyen sociedades de inversión especializadas en fondos de retiro)	616530
	Operadoras de SI	964
	Auxiliares del mercado	1313
	Casas de cambio	941
Instituciones crediticias y financieras	Banca múltiple	341958
	Banca de desarrollo	109453
	Fondos y fideicomisos	92518
	Arrendadoras financieras	303
	Factoraje financiero	728
Sociedades financieras de objeto limitado	4020	
Seguros y fianzas	Seguros	178760
	Fianzas	4714
	Administradoras de fondos de pensiones	8422
TOTAL		1367970

Fuente: INEGI, censo económico 2004, cifras en millones de pesos.

Se estima que del total de 1367970 el 72.4% son inversiones en títulos de deuda, el 10.0% en acciones y el 17.6% en otros títulos.

El problema de la base inversora en México es que es muy estrecha, por mucho tiempo las restricciones a la inversión de las empresas en activos de alto riesgo generaron distorsiones en los mercados mexicanos. Asimismo, la exigencia de

rendimientos mínimos a los fondos de pensiones ha limitado su predisposición a invertir en deuda corporativa.

Inversionistas institucionales

Además de los bancos comerciales, los inversionistas institucionales como los fondos de pensiones, las compañías de seguros y los fondos de inversión han acaparado las inversiones en el mercado mexicano, al tiempo que ha aumentado la presencia de inversionistas extranjeros.

Emisiones del gobierno y las inversiones institucionales

Los inversionistas institucionales constituyen una fuente importante de financiamiento para el gobierno central.

Aunque los inversionistas institucionales revisten una importancia crucial para el funcionamiento del mercado de deuda pública interna de un país, no constituyen un grupo homogéneo con objetivos de inversión similares. Por el contrario, cada tipo de inversionista institucional sigue sus propias directrices de inversión y, como resultado, la demanda de títulos públicos abarca desde letras de tesorería a corto plazo hasta instrumentos a largo plazo.

Fondo de pensiones

El desarrollo del sector de los fondos de pensiones en México es relativamente reciente. Este sector comenzó a crecer a mediados de la década de 1990 como resultado de la creación de administradoras privadas de fondos de pensiones, cuando esos países comenzaron la transición de sistemas jubilatorios con régimen de reparto a sistemas con régimen de capitalización plena.

Por lo general, las tenencias de deuda del sector público son particularmente elevadas cuando en un país se establece inicialmente un sistema privado de pensiones. Esto se debe en parte al diseño de las reformas jubilatorias, que a menudo tienen como objetivo ayudar a los gobiernos a financiar los costos de la

transición de un sistema de seguridad social administrado por el gobierno y transferir los pasivos remanentes a la población que se va jubilando. Pese a que estos requisitos pueden ser muy estrictos, en ocasiones los fondos de pensiones han tenido proporciones aún más altas de títulos de deuda pública debido a las limitadas oportunidades de inversiones atractivas que ofrecía el sector privado y a las restricciones legales respecto de las tenencias de activos externos. Al establecer inicialmente los sistemas privados de pensiones, México fijó directrices especiales y permitieron que los fondos de pensiones mantuvieran una fracción amplia de sus activos en títulos públicos para poder reducir los riesgos de financiamiento de la transición de un sistema con régimen de reparto a uno de capitalización plena. En México las tenencias de deuda pública en el sistema de pensiones comenzaron a niveles muy elevados y así se han mantenido, aunque están disminuyendo de manera gradual.

Las Compañías de Seguros

Una de las ventajas de contar con un gran sector de seguros es que en la mayoría de las compañías aseguradoras no están obligadas a ajustar diariamente el valor de sus activos a su precio de mercado, lo que les permite enfrentar períodos breves de volatilidad del mercado sin tener que contabilizar pérdidas de corto plazo. Aunque con anterioridad en México la mayoría de estas compañías mantenían una correspondencia entre activos y pasivos. Dado que en México una gran proporción de los contratos de seguros de vida estaba especificada en moneda extranjera, y a menudo a las compañías de seguros no se les permitía mantener una proporción amplia de activos externos, estas compañías terminaban con tenencias cuantiosas de deuda externa soberana denominada en dólares.

Fondos Comunes de Inversión

Los activos de los fondos comunes de inversión de México se incrementaron rápidamente en el segundo quinquenio de los años noventa y luego se estabilizaron en el período 2000–2003. Esta tendencia se debió a una contracción

de los activos en manos de los fondos comunes de inversión en los países emergentes de Asia y a una expansión continua en América Latina.

Puesto que los fondos de inversión suelen gestionarse de forma activa, éstos son sensibles a las variaciones a corto plazo de las tasas de interés, pudiendo actuar como contrapeso a los inversionistas que compran valores para mantenerlos.

Los Bancos

El incremento de las carteras de títulos gubernamentales en los últimos años se explica por factores tanto de oferta como de demanda. Por el lado de la demanda, las empresas no financieras adoptaron prácticas de financiamiento más prudentes tras la crisis de finales de los 90, incluida una notable disminución del apalancamiento de sus balances. Desde entonces, la inversión empresarial se ha mantenido reducida, en vista de los excesos inversores previos. Se acometieron iniciativas para reducir la dependencia de la deuda y mejorar la generación de flujos de caja internos, con el consiguiente descenso de la demanda de préstamos bancarios. La mayor aversión al riesgo por parte de los bancos después de la crisis en México fue otro factor igualmente importante; así, la escasa ponderación del riesgo de la deuda pública en moneda local para efectos del cálculo del capital regulador podría haber alentado su demanda por parte de bancos mal capitalizados, al ser aquélla preferible a la concesión de préstamos a empresas con una ponderación por riesgo del 100%. En México, la mayor demanda de valores del gobierno indexados al dólar, utilizados como protección frente al riesgo cambiario, contribuyó en ocasiones a esta tendencia.

Por el lado de la oferta, los principales factores fueron el intenso endeudamiento público con elevados déficits fiscales, el cambio en la composición de la deuda en detrimento de la financiación externa en divisas, los esfuerzos concertados tendentes al desarrollo del mercado de deuda doméstica y las operaciones de intervención esterilizada por el banco central de México.

Las abultadas carteras bancarias de títulos de deuda pública podrían tener diversas repercusiones sobre el sistema financiero, como un posible aumento del

riesgo de tasa de interés. Un volumen de deuda pública elevado o creciente podría incluso afectar a la prima de riesgo de la deuda soberana. En casos extremos donde las pérdidas en las carteras bancarias de deuda pública volatilizan una importante proporción del capital del sistema bancario, el banco central podría ver cercenada su capacidad para elevar las tasas de interés.

Otro aspecto importante es la mayor necesidad de reforzar la gestión del riesgo en el sistema bancario. El desarrollo de los mercados de deuda está favoreciendo que las oscilaciones de precios en los mercados financieros puedan tener importantes repercusiones para los bancos. Los cambios en la estructura del activo y el pasivo de los balances bancarios exigen modificar las prácticas de gestión del riesgo, con posibles implicaciones para la estabilidad financiera.

Los bancos como tenedores de títulos públicos

Los bancos tienen un comportamiento peculiar en el mercado de títulos públicos. Por un lado, invierten en títulos públicos como parte de sus decisiones habituales de administración de activos manteniendo dichos títulos en sus carteras como si se tratara de cualquier otro crédito. Por otro lado, los bancos son principalmente operadores y creadores de mercado de los títulos públicos, lo que implica que participan en subastas regulares de tesorería y proporcionan liquidez para estos instrumentos en los mercados secundarios.

Existen por lo menos tres razones que inducen a los bancos a mantener títulos públicos en sus balances:

1. Los bancos mantienen títulos públicos (principalmente letras de tesorería a corto plazo) para fines de gestión de liquidez. Los títulos públicos son instrumentos ideales para este propósito porque en general tienen un mercado secundario líquido y pueden utilizarse para operaciones de recompra con el banco central o con otros bancos comerciales.

2. Los bancos mantienen títulos públicos como parte de sus decisiones de cartera. Para ello en general compran bonos de tesorería a más largo plazo que contabilizan en su cuenta de inversiones y mantienen hasta su vencimiento. Desde el punto de vista contable, esos títulos se consideran inversiones a largo plazo y se incluyen en la “cartera permanente” según su precio de compra.
3. Los bancos mantienen títulos públicos para efectuar operaciones de compra y venta y para ser creadores de mercado en el mercado secundario de estos títulos. En general, estas tenencias son de pequeña cuantía y están valoradas a precios de mercado.

Por otro lado existen diversas posibilidades de ampliar la base inversora en el país una de las posibilidades se remite a la existencia de mas instrumentos de deuda.

La existencia de una gama más amplia de instrumentos de deuda hace más completos los mercados y facilita la cobertura de diversos riesgos. Por el lado de la demanda, existe la necesidad de conocer a los posibles inversionistas en estos títulos, mantener un diálogo abierto con ellos y conocer sus necesidades. Así ocurrió en México, donde el fluido diálogo con los inversionistas extranjeros fue clave para la introducción de nuevos títulos, al ser éstos los mayores demandantes de valores a largo plazo. Para garantizar una sólida demanda, también se estimó necesario el diálogo con inversionistas institucionales como los fondos de pensiones.

Por el lado de la oferta, se destacó la importancia de una comunicación clara y transparente con el mercado, por ejemplo informando a los agentes sobre los planes de emisión. En este sentido, se recalcó la utilidad de los calendarios de emisión, que permiten a los inversionistas conocer con antelación el tipo de instrumentos que se emitirán, sus volúmenes y vencimientos. Además, también

ayudan a evitar la segmentación del mercado. En México aun se tiene que avanzar mucho en este sentido.

VI. Inversionistas no residentes

La demanda de los inversionistas no residentes por los valores en moneda local tiene una enorme influencia sobre la capacidad del mercado de deuda local para dispersar riesgos. Cuando la deuda doméstica se encuentra sobre todo en manos de residentes, los riesgos de mercado y de crédito asumidos por los acreedores se concentran en el propio país, mientras que la deuda externa en manos de no residentes transmite esos riesgos al exterior.

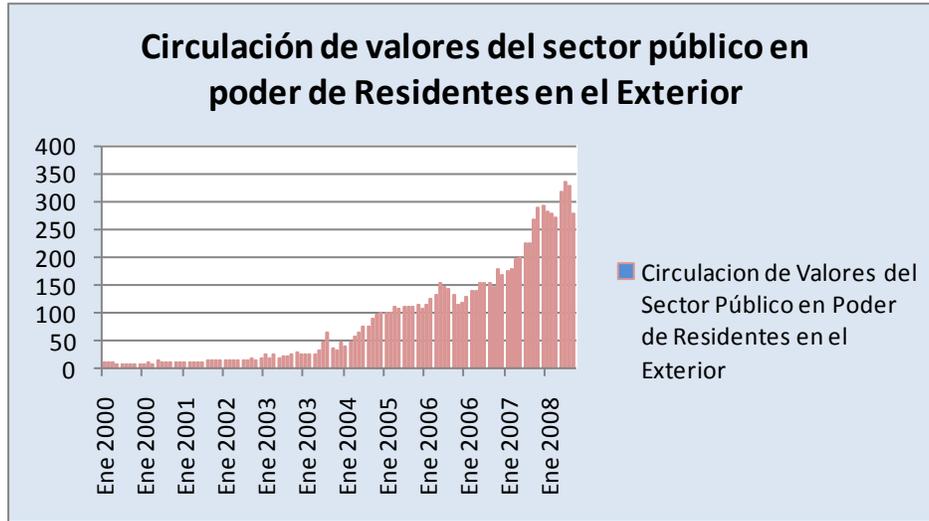
Es difícil dar a conocer hasta qué punto la presencia de inversionistas extranjeros influye sobre el mercado. Todo esto gracias a que los inversionistas extranjeros mantienen bonos locales como parte de una cartera internacional diversificada, su preferencia y tolerancia por el riesgo específico de un determinado país pueden ser mayores que las de los inversionistas domésticos. Es entonces, cuando los inversionistas extranjeros podrían contribuir a estabilizar el mercado doméstico cuando la aversión al riesgo de los inversionistas locales crece apresuradamente ante acontecimientos locales adversos.

Del lado opuesto, una alta participación extranjera, cualquier cambio de las condiciones monetarias o financieras internacionales puede llegar a modificar con rapidez la demanda de los inversionistas extranjeros por la inversión. En México los no residentes representan una fracción pequeña pero creciente de la base inversora en deuda doméstica denominada en moneda local, estimaciones de BPI aseguran que base inversora domestica total, la inversión de los no residentes en bonos denominados en moneda local es del 9% en México.¹

En México la participación de los inversionistas extranjeros después de la crisis de los noventa disminuyó considerablemente. De acuerdo a la gráfica siguiente se puede mostrar el aumento gradual de circulación de bonos públicos denominados en moneda local en poder de los residentes extranjeros.

¹ Banco de Pagos Internacionales, BPI (2000): «Managing foreign debt and liquidity risks», *BIS Policy Papers*, n° 8, septiembre.

Gráfico 7:



Fuente: Banco de México

Inversión a través de derivados

Los mercados de derivados están ganando peso en México. Los derivados son instrumentos apalancados que permite ajustar la exposición al riesgo de una forma muy eficiente. Esta técnica permite separar los distintos riesgos de precio que conllevan los activos subyacentes, facilitando así su transferencia a aquellos más capaces de soportarlos y gestionarlos y permitiendo la creación de estrategias de inversión y arbitraje que aúnan diversos segmentos del mercado. En vista de todas estas consideraciones, dichos instrumentos probablemente mejoran la eficiencia del mercado. En condiciones normales, es probable que ejerzan una influencia estabilizadora en los mercados subyacente, pero en periodos de tensión pueden exacerbar la volatilidad de precios a corto plazo debido a los efectos retroalimentados de la cobertura dinámica, la reposición de márgenes y de colateral, o la evaporación de la liquidez de mercado. Los reguladores de algunos países de la región han expresado su inquietud ante los posibles riesgos que conlleva la utilización de estos instrumentos y su capacidad para supervisar su utilización, algo que puede haber retrasado su desarrollo. Por supuesto, la

escasez de instrumentos de cobertura o su desarrollo extraterritorial también pueden plantear riesgos.

En la actualidad, numerosos participantes extranjeros en los mercados cambiarios y de deuda en moneda local parecen mostrar una marcada preferencia por obtener rendimientos a través de derivados.

Los inversionistas no residentes utilizan instrumentos y estrategias con derivados, incluido el uso de swaps de rendimiento total, bonos de titularización con vínculos crediticios, swaps y futuros sobre tasas de interés negociados en mercados organizados y no organizados (OTC) y contratos de divisas a plazo con liquidación por entrega o por diferencias. Se estima que los contratos utilizados para invertir en bonos locales mediante swaps de rendimiento total o bonos de titularización con vínculos crediticios se encuentran bastante estandarizados entre las distintas entidades financieras. Para los inversionistas que contemplan la posibilidad de entrar en nuevos mercados, esos contratos ofrecen costos de establecimiento y de monitoreo reducidos en comparación con las compras directas.

En México, la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado no organizado de swaps de tasas de interés (el mercado de swaps TIIE) se considera muy activa. De las discusiones con algunos agentes del mercado se desprende que las posiciones extranjeras a través de swaps OTC podrían ser de magnitud comparable a las posiciones directas en deuda mexicana a medio y largo plazo. Además, en el tramo corto de la curva, los contratos a plazo OTC suelen ser el vehículo preferido para la toma de posiciones a corto plazo en tasas de interés de ese país.

La participación extranjera mediante derivados introduce mayor profundidad y liquidez en los mercados locales de derivados y de contado, ampliando con ello la gama de estrategias de gestión del riesgo a disposición de los emisores e inversionistas locales y contribuyendo a la eficiencia del mercado.

Por otro lado, existencia de fuertes posiciones con derivados podría tener importantes consecuencias para la dinámica del mercado. En concreto, podría

permitir a ciertos inversionistas extranjeros adoptar estrategias de inversión complejas y potencialmente muy apalancadas, que podrían cerrar repentinamente en caso de agitación en los mercados.

Una implicación importante de la inversión extranjera en el mercado de derivados es que los derivados podrían utilizarse para transferir riesgo hacia o desde el sector privado doméstico de forma significativa, pero con escasa transparencia, lo que podría aumentar o reducir el riesgo cambiario que soportan el sector privado y el sistema financiero del país. Por ejemplo, en la medida en que los inversionistas extranjeros cubran el riesgo cambiario de sus inversiones locales, los inversionistas domésticos en su conjunto tomarán posiciones cortas en divisas que podrían revelarse onerosas en caso de agitación en los mercados.

En México se había desarrollado una creciente confianza en la evolución positiva actual y futura de los perfiles de solvencia y de las perspectivas de estabilidad macroeconómica. Dado la crisis financiera de E.UA. esta tendencia podría ser revertida. A pesar de ello la acumulación de grandes conglomerados de reservas, los progresos en la aplicación de nuevos regímenes monetarios en y cambiarios en los últimos años en nuestro país, y la tendencia predominante a alcanzar un alza en las calificaciones crediticias de la deuda soberana han sido propulsores en aumentar la tendencia en de los inversores extranjeros por títulos de deuda en moneda local.

Los bajos niveles de rentabilidad y volatilidad que han caracterizado a los mercados mundiales en los últimos años, la compresión de los diferenciales y el descenso de las emisiones de deuda externa soberana en México, unido a la depreciación del dólar desde 2002, han contribuido a estimular el interés por los mayores rendimientos que se asocian a la inversión en activos denominados en moneda local.

Por otro lado sigue existiendo cierta complejidad en el proceso de inversión en moneda local debida a la diligencia que no sólo requiere evaluar los aspectos tradicionales del riesgo país, sino también analizar con mayor frecuencia datos

sobre la evolución del entorno macroeconómico en México y sus implicaciones para la previsible evolución de los rendimientos en el mercado local. En México existe una ausencia de datos históricos o completos sobre riesgos y rendimientos debido a la falta de transparencia.

VI. Conclusiones

México ha progresado de manera constante en el desarrollo de su mercado local de bonos gubernamentales, pero no en todos los sentidos. En cuanto a la política adoptada en nuestro país existen ciertas divergencias y retos aún por cumplir. La política monetaria actual depende más que nunca de los títulos de deuda locales, en parte por la mayor utilización de los instrumentos de mercado y por la adopción de regímenes, que conceden mayor importancia a la función de desempeñan las tasas de interés. Así las cosas, las actuaciones del Banco de México en el mercado a corto plazo se han transmitido a los mercados a largo plazo, donde han resultado más eficaces, mejorando con ello el grado general de control monetario. Al mismo tiempo, los mercados de títulos de deuda, tanto a corto como a largo plazo, siguen estando poco desarrollados en el país, sobre todo por su falta de liquidez. Es posible que los bancos centrales aún puedan contribuir al desarrollo de estos mercados, pero ello exigirá mejor coordinación con la Secretaría de Hacienda para poder lograrlo.

En 1990 el endeudamiento a corto plazo demostró la creciente vulnerabilidad de la economía mexicana. Después de esta crisis la estabilidad macroeconómica alcanzada impulsó un fortalecimiento de la demanda de deuda pública. Las autoridades mexicanas también han influido en el aumento de esta demanda. Primeramente han fomentado la inversión institucional de manera creciente. A partir de 1997, el gobierno llevó a cabo una profunda reforma de su sistema de pensiones, ésta ha estado en boga mucho tiempo y en constante crítica. Todo esto debido en primer lugar a las aún altas comisiones que las administradoras de los fondos de pensiones están autorizadas a cobrar. Por otro lado en México se ha cuestionado mucho la inversión en fondos de pensiones en el exterior, señalando que sería preferible destinar estos fondos al mercado nacional, de modo de invertir en actividades productivas y de ese modo generar más fuentes de trabajo en el país. Aunque en el desarrollo de los capítulos anteriores se ha hecho evidente que la inversión de los no residentes en bonos de moneda local puede si bien disminuir los riesgos cuando el mercado local mexicano enfrente vertiginosos problemas en

su economía, y ser inclusive un factor de estabilización, aún queda demostrado la extrema vulnerabilidad del mercado mexicano en la actualidad a choques externos. Es entonces donde se debe poner de manifiesto un análisis de la evolución real del entorno macroeconómico en México y sus implicaciones para la previsible evolución de los rendimientos en los mercados locales. Importante es señalar la internacionalización de los mercados locales podría elevar la correlación y propiciar la transmisión de la volatilidad de los rendimientos locales entre países. En nuestro país la ausencia de datos históricos o completos sobre riesgos y rendimientos aunado a la falta de transparencia propicia la poca credibilidad de los inversionistas extranjeros aunado al abuso de éstos frente a las carencias jurídicas y de regulación de algunos inversionistas institucionales.

En la actualidad el financiamiento obtenido por el gobierno debe de estar encaminada a priorizar en aquellas aéreas de la economía en donde se pueda propiciar un crecimiento productivo que impulse sectores claves de la economía. Esto no será posible si no hay un manejo encaminado a la transparencia.

Por otro lado la fundación del Mercado Mexicano de Derivados (Mex Der) especializado en el intercambio de derivados sobre los activos financieros ha permitido desarrollar la negociación en instrumentos de renta fija. Esta actividad sobre tasas de corto plazo parece haber beneficiado al segmento más largo de la curva de rendimientos. Pese a que la utilización de los instrumentos derivados se ha ampliado significativamente, su mercado está controlado por unos cuantos intermediarios que reflejan una alta concentración de los instrumentos financieros derivados como proveedores de liquides ante la incertidumbre en los mercados y su funcionamiento como instrumentos de cobertura ante el riesgo, les ha favorecido su expansión paulatinamente. Llama la atención la expansión de los activos financieros en el contexto internacional, ya que ha estado a cargo de la titulación del crédito, la emisión accionaria y del amplio desarrollo de los productos financieros derivados, todo esto lo han utilizado los inversionistas como la manera de reconfigurar la cartera de los intermediarios financieros hacia las cambiantes expectativas de rentabilidad. Hay que destacar y poner en claro que la separación entre la esfera productiva y la esfera financiera no puede crecer sin límites.

En otro sentido México desde principios del 2000 ha seguido una clara estrategia encaminada a mejorar y agilizar su oferta. Esta estrategia engloba cinco elementos principales: financiamiento interno de los déficits fiscales; alargamiento de la estructura de plazos de la deuda; desarrollo de una curva de rendimientos líquida; emisión de la deuda más transparente y predecible, y medidas estructurales e aras de fortalecer el mercado de deuda gubernamental.

Para cumplir el primero de éstos objetivos el gobierno mexicano comenzó a enfocar el financiamiento de su déficit fiscal hacia el mercado interno y a disminuir la exposición del país a deuda externa.

Esto naturalmente está propiciando una menor dependencia del sector externo. Pero por otro lado la necesidad de financiación del gobierno sumado a que el volumen de comercialización se ha incrementado son factores que podrían mostrar un riesgo sobre el aumento de las tasas de interés; que también sería producto de la necesidad de retener ahorro interno. En segundo lugar el alargamiento de los plazos de deuda en México aún no es suficiente. El mercado financiero está concentrado principalmente en Bonos Cetes y Aceptaciones; instrumentos que en su conjunto representan una inversión a corto plazo sin duda seguir con una política de refinanciamiento mediante al alargamiento gradual de la estructura de plazos de deuda, prolongando el vencimiento de la deuda indexada a tasas de interés a corto plazo y a la inflación lanzando emisiones de bonos a interés fijo es el camino a seguir para mejorar en este sentido.

El Gobierno de México debe adoptar otra serie de medidas para incrementar la liquidez en el mercado secundario. Se debe relanzar con frecuencia un pequeño número de emisiones de referencia de modo que cada una de ellas alcance un grado de liquidez aceptable. Lo anterior para evitar una excesiva concentración de vencimientos en determinadas fechas, también se debe adoptar como política una estrategia aún más activa de gestión de pasivos, todo esto mediante el anuncio un programa para intercambiar bonos de corto plazo por bonos de largo. Con este programa se esperaría reducir el riesgo de refinanciamiento y el impacto de las grandes amortizaciones de deuda sobre la liquidez del mercado.

En cuanto a transparencia todavía queda mucho por hacer. El primer paso por lo pronto se dio cuando el Gobierno renunció a su derecho de fijar un límite máximo a las tasas de interés a las que estaba dispuesto a aceptar ofertas en las subastas del mercado primario. Asimismo, desde 2004 el Gobierno publica su programa de colocación de deuda para todo el año, como un complemento a la publicación trimestral de sus objetivos de subasta para cada tipo de título. Actualmente, el Gobierno emite un calendario trimestral de subastas donde especifica el volumen ofrecido para cada tipo de instrumento en cada subasta semanal, así como las emisiones concretas que se subastarán durante el trimestre. Aunque aún existen constantemente quejas denunciando que existen determinadas fugas de información preferencial para determinados inversionistas.

En cuanto a la bursatilización aunque ha crecido con rapidez en los últimos años, el mercado aún se encuentra en sus primeras etapas de desarrollo. La bursatilización puede aportar grandes beneficios para el país, en concreto al consolidar el desarrollo del mercado financiero locales y mejorar su capacidad de ajuste ante choques adversos. Todos estos beneficios hacen que deba promoverse y desarrollarse una sólida infraestructura en la que pueda apoyarse esta actividad. En este sentido, hay que resolver una serie de retos para poder facilitar este proceso y reducir sus costos. Al mismo tiempo, la experiencia reciente en los mercados desarrollados sirve de aviso sobre los riesgos que podría conllevar el proceso de bursatilización.

En resumen La economía mexicana ha avanzado significativamente en el desarrollo de sus mercados locales de deuda, pero aún quedan varios retos. Lo más acuciante es la necesidad de reducir la vulnerabilidad de las modalidades de deuda al riesgo de refinanciación y aumentar la liquidez en el mercado secundario. Asimismo, todavía hay que comprobar hasta qué punto estos mercados constituyen una fuente de financiación confiable y sostenible para nuestra economía. Si bien el país parece ahora menos vulnerable a los choques financieros, unas condiciones de mercado menos favorables podrían exponer a su

incipiente mercado de deuda a presiones adicionales imprevistas. En este sentido, los órganos encargados de las políticas deben fomentar un mayor desarrollo de dichos mercados.

Anexo Estadístico

Fecha	Circulación de la Deuda Interna del Sector Público por Valores	Circulación Total de Cetes	Circulación Total de Bondes	Circulación Total de Udibonos	Circulación Total de Bonos a Tasa Fija
Ene 2000	566.31	132.36	350.92	82.07	0.97
Feb 2000	586.92	136.89	364.33	83.43	2.28
Mar 2000	605.16	138.79	377.25	85.49	3.64
Abr 2000	617.57	141.87	384.55	86.25	4.90
May 2000	624.40	144.74	390.61	81.83	7.22
Jun 2000	641.56	149.52	398.67	84.81	8.57
Jul 2000	666.55	156.99	411.07	88.12	10.38
Ago 2000	677.19	162.59	414.40	85.51	14.69
Sep 2000	686.57	164.82	417.31	85.51	18.93
Oct 2000	697.30	171.29	415.04	86.28	24.70
Nov 2000	711.43	176.03	420.59	84.62	30.18
Dic 2000	716.84	175.07	420.26	86.64	34.87
Ene 2001	716.98	176.73	416.87	88.20	35.18
Feb 2001	719.34	178.16	415.85	84.55	40.79
Mar 2001	720.05	178.43	408.15	83.59	49.88
Abr 2001	721.83	177.84	399.92	85.90	58.17
May 2001	720.57	181.21	386.89	85.26	67.20
Jun 2001	725.48	184.96	380.93	85.99	73.60
Jul 2001	731.99	186.52	377.78	87.73	79.96
Ago 2001	748.80	191.50	378.02	86.98	92.29
Sep 2001	728.30	190.67	357.56	88.37	91.71
Oct 2001	752.63	192.11	364.44	90.83	105.26
Nov 2001	748.55	190.55	353.21	92.30	112.49
Dic 2001	762.84	196.67	348.99	94.85	122.33
Ene 2002	774.02	195.02	346.85	96.06	136.09
Feb 2002	795.60	205.52	353.55	94.24	142.30
Mar 2002	804.30	203.18	357.19	97.06	146.87
Abr 2002	826.03	207.26	361.11	99.58	158.08
May 2002	834.82	200.65	366.13	97.38	170.66
Jun 2002	850.27	202.82	366.60	98.27	182.58
Jul 2002	845.81	199.47	364.98	98.79	182.58
Ago 2002	859.69	204.24	363.05	96.87	195.53
Sep 2002	846.16	197.07	355.65	95.31	198.13

Oct 2002	861.30	198.79	355.17	96.19	211.15
Nov 2002	876.07	208.28	351.17	96.50	220.11
Dic 2002	875.64	197.44	343.35	99.77	235.09
Ene 2003	857.64	206.10	341.40	81.11	229.03
Feb 2003	862.48	200.24	342.23	81.87	238.14
Mar 2003	871.31	206.77	338.87	81.84	243.84
Abr 2003	880.93	201.36	339.49	81.90	258.18
May 2003	907.31	209.38	336.09	84.44	277.39
Jun 2003	923.79	205.62	342.51	86.84	288.82
Jul 2003	951.13	211.45	344.25	86.46	308.97
Ago 2003	955.50	206.96	351.47	86.75	310.32
Sep 2003	984.88	216.03	358.62	89.99	320.24
Oct 2003	1007.82	218.47	359.67	91.65	338.03
Nov 2003	1018.10	210.00	363.59	92.23	352.28
Dic 2003	1024.46	212.91	355.99	94.65	360.90
Ene 2004	1018.16	214.79	360.84	77.99	364.53
Feb 2004	1030.32	232.53	346.33	79.73	371.72
Mar 2004	1049.90	236.62	351.97	79.79	381.52
Abr 2004	1057.49	247.94	341.27	78.66	389.61
May 2004	1064.59	248.48	345.22	80.46	390.43
Jun 2004	1060.98	257.63	331.83	78.90	392.61
Jul 2004	1072.54	257.60	333.60	78.15	403.20
Ago 2004	1082.99	263.07	320.11	80.21	419.60
Sep 2004	1068.04	253.89	323.24	83.76	407.15
Oct 2004	1069.91	246.32	310.00	85.74	427.84
Nov 2004	1088.35	250.33	312.87	87.43	437.72
Dic 2004	1084.46	251.50	316.30	89.80	426.87
Ene 2005	1094.59	260.93	296.86	90.97	445.83
Feb 2005	1079.52	253.74	298.82	76.58	450.37
Mar 2005	1101.92	264.52	301.46	78.53	457.41
Abr 2005	1116.71	265.15	298.03	78.77	474.76
May 2005	1131.86	280.32	301.21	81.48	468.85
Jun 2005	1150.06	282.31	304.13	85.19	478.42
Jul 2005	1165.82	292.28	295.36	87.35	490.83
Ago 2005	1198.11	293.55	297.77	90.75	516.04
Sep 2005	1225.11	293.30	299.64	94.99	537.18
Oct 2005	1238.49	291.83	291.23	96.15	559.28
Nov 2005	1263.33	290.86	293.22	99.07	580.17
Dic 2005	1259.77	300.03	294.79	101.61	563.35
Ene 2006	1285.27	304.62	280.39	106.99	593.27
Feb 2006	1324.47	312.85	280.09	112.24	619.29
Mar 2006	1294.31	303.89	265.36	116.37	608.70
Abr 2006	1324.84	311.72	265.34	119.85	627.92

May 2006	1342.97	309.47	265.50	121.92	646.08
Jun 2006	1355.48	324.95	249.34	127.02	654.17
Jul 2006	1383.94	318.55	248.82	134.16	682.41
Ago 2006	1535.79	320.90	233.19	142.81	694.72
Sep 2006	1592.83	332.08	233.33	149.64	721.56
Oct 2006	1659.45	336.67	233.31	156.69	761.44
Nov 2006	1749.64	359.42	218.93	162.77	819.09
Dic 2006	1767.91	358.82	219.21	170.71	814.66
Ene 2007	1791.81	368.18	203.87	173.57	824.74
Feb 2007	1835.45	369.33	203.56	181.73	842.11
Mar 2007	1864.42	370.05	187.22	195.56	851.24
Abr 2007	1915.51	365.95	186.79	202.96	880.48
May 2007	1998.15	367.61	187.31	211.37	929.10
Jun 2007	1976.00	354.00	171.56	212.67	915.97
Jul 2007	2025.44	353.85	171.13	220.66	942.73
Ago 2007	1995.42	350.30	155.51	226.57	947.69
Sep 2007	2063.45	357.65	155.83	233.11	990.58
Oct 2007	2106.54	356.41	139.95	241.61	1037.29
Nov 2007	2139.52	350.70	140.16	252.01	1051.57
Dic 2007	2082.40	352.64	140.67	258.12	975.81
Ene 2008	2129.42	342.12	122.93	267.68	1032.04
Feb 2008	2182.26	345.76	123.25	276.93	1066.52
Mar 2008	2200.08	333.55	106.85	285.10	1098.42
Abr 2008	2196.32	340.55	106.45	292.49	1073.94
May 2008	2203.11	334.58	89.95	296.69	1093.86
Jun 2008	2149.97	340.17	90.02	290.34	1031.22
Jul 2008	2200.99	336.15	73.78	304.28	1075.82
Ago 2008	2233.56	331.64	73.91	318.22	1122.80
Sep 2008	2268.28	336.42	74.42	325.39	1134.97

Fuente: Banxico 2000-2008 (cifras en Millones de Pesos)

Año	Deuda Externa	Deuda Interna
2000	44.7	55.3
2001	40.4	59.6
2002	40.1	59.9
2003	40.5	59.5
2004	39.1	60.9
2005	33	67
2006	21.9	78.1
2007	20.1	79.9

Fuente: SHCP 2000- 2007 Composición de la deuda neta del Gobierno Federal

Fecha	Plazo promedio de vencimiento de valores gubernamentales
Ene 2000	552
Feb 2000	559
Mar 2000	563
Abr 2000	576
May 2000	571
Jun 2000	569
Jul 2000	549
Ago 2000	542
Sep 2000	538
Oct 2000	530
Nov 2000	536
Dic 2000	539
Ene 2001	539
Feb 2001	547
Mar 2001	571
Abr 2001	589
May 2001	619
Jun 2001	633
Jul 2001	653
Ago 2001	689
Sep 2001	711

Oct 2001	717
Nov 2001	740
Dic 2001	745
Ene 2002	755
Feb 2002	753
Mar 2002	764
Abr 2002	764
May 2002	786
Jun 2002	792
Jul 2002	802
Ago 2002	810
Sep 2002	827
Oct 2002	838
Nov 2002	846
Dic 2002	859
Ene 2003	896
Feb 2003	913
Mar 2003	909
Abr 2003	920
May 2003	912
Jun 2003	911
Jul 2003	906
Ago 2003	905
Sep 2003	893
Oct 2003	903
Nov 2003	903
Dic 2003	908
Ene 2004	947
Feb 2004	954
Mar 2004	948
Abr 2004	969
May 2004	969
Jun 2004	974
Jul 2004	979
Ago 2004	988
Sep 2004	1025
Oct 2004	1052
Nov 2004	1047
Dic 2004	1071
Ene 2005	1084
Feb 2005	1111
Mar 2005	1113
Abr 2005	1123

May 2005	1139
Jun 2005	1142
Jul 2005	1147
Ago 2005	1148
Sep 2005	1161
Oct 2005	1172
Nov 2005	1189
Dic 2005	1210
Ene 2006	1240
Feb 2006	1253
Mar 2006	1332
Abr 2006	1355
May 2006	1372
Jun 2006	1402
Jul 2006	1422
Ago 2006	1443
Sep 2006	1471
Oct 2006	1489
Nov 2006	1530
Dic 2006	1559
Ene 2007	1573
Feb 2007	1601
Mar 2007	1688
Abr 2007	1715
May 2007	1729
Jun 2007	1772
Jul 2007	1781
Ago 2007	1881
Sep 2007	1902
Oct 2007	1933
Nov 2007	1932
Dic 2007	2004
Ene 2008	2075
Feb 2008	2095
Mar 2008	2133
Abr 2008	2167
May 2008	2208
Jun 2008	2203
Jul 2008	2260
Ago 2008	2305
Sep 2008	2309
Oct 2008	2312

Fecha	Circulación de Valores del sector público en poder de residentes del exterior
Ene 2000	9929429.06
Feb 2000	10498641.56
Mar 2000	9834839.46
Abr 2000	8757596.66
May 2000	8690416.95
Jun 2000	8822307.34
Jul 2000	8265823.46
Ago 2000	8694779.32
Sep 2000	8574077.14
Oct 2000	8394920.28
Nov 2000	8980417.77
Dic 2000	8801784.04
Ene 2001	13026244.12
Feb 2001	12188458.67
Mar 2001	11723747.00
Abr 2001	12100801.26
May 2001	10547702.01
Jun 2001	11062860.64
Jul 2001	11066359.90
Ago 2001	11021178.92
Sep 2001	10588373.20
Oct 2001	10985214.10
Nov 2001	11179080.78
Dic 2001	15999111.98
Ene 2002	14131473.39
Feb 2002	13745730.31
Mar 2002	14279426.51
Abr 2002	15377171.80
May 2002	15034938.97
Jun 2002	13700604.82
Jul 2002	13880566.98
Ago 2002	12998833.62
Sep 2002	14090904.69
Oct 2002	16134214.88

Nov 2002	15432826.63
Dic 2002	16225751.44
Ene 2003	26522408.98
Feb 2003	18759849.86
Mar 2003	25077176.70
Abr 2003	19418223.03
May 2003	20796364.31
Jun 2003	21449956.19
Jul 2003	24458559.29
Ago 2003	27191081.09
Sep 2003	25862222.43
Oct 2003	25549361.63
Nov 2003	25947266.93
Dic 2003	24246625.74
Ene 2004	33110179.52
Feb 2004	46205681.57
Mar 2004	65623360.42
Abr 2004	34593773.88
May 2004	33706472.43
Jun 2004	46044839.44
Jul 2004	40190313.76
Ago 2004	44923855.06
Sep 2004	55376428.84
Oct 2004	66000095.99
Nov 2004	74219055.79
Dic 2004	76217638.21
Ene 2005	89262274.44
Feb 2005	97463335.93
Mar 2005	98639363.65
Abr 2005	101474785.70
May 2005	101502609.14
Jun 2005	109491103.18
Jul 2005	107327995.61
Ago 2005	110961612.19
Sep 2005	111541695.35
Oct 2005	112462354.53
Nov 2005	115334393.78
Dic 2005	108143466.89
Ene 2006	115940078.53
Feb 2006	124226800.18
Mar 2006	133509798.08
Abr 2006	154313317.83
May 2006	147066303.27

Jun 2006	143628129.48
Jul 2006	131740096.04
Ago 2006	114515567.42
Sep 2006	118389527.69
Oct 2006	128162633.80
Nov 2006	141060360.03
Dic 2006	137905807.83
Ene 2007	153247978.00
Feb 2007	153140831.04
Mar 2007	154599888.22
Abr 2007	147925425.91
May 2007	178579692.27
Jun 2007	167583281.97
Jul 2007	174444371.20
Ago 2007	178165058.32
Sep 2007	195311468.22
Oct 2007	201725440.12
Nov 2007	226022956.05
Dic 2007	226591204.84
Ene 2008	267777510.13
Feb 2008	288719064.11
Mar 2008	291477589.21
Abr 2008	283667123.10
May 2008	279033696.06
Jun 2008	271397313.24
Jul 2008	317164619.55
Ago 2008	336934405.53
Sep 2008	327967077.06
Oct 2008	277351240.30

Fuente: Banco de México 2000-2008

Bibliografía

- 1) Marin M. José, Rubio Gonzalo, "Economía Financiera", Antoni Bosch Editor, España (2001).
- 2) W.A.P. Manser "The financial Role of Multinacional Enterprises, Associated Business Programmes (1973).
- 3) Cuadrado R. Juan, "Política económica: objetivos e instrumentos", Mc Graw Hill Interamericana, (2001).
- 4) Ramos de Villarreal Rocío, "Objetivos e Instrumentos de Política Económica una aplicación a México", Fondo de Cultura Económica (2000).
- 5) Rudiger Dornbusch, "Macroeconomic", Stanley Fischer Richard, McGraw Hill, (2004).
- 6) Green Rosario, "Lecciones de la deuda externa de México de 1973 a 1977: de abundancias y escaseces" México: Fundación Colosio: Fondo de Cultura Económica (1997).
- 7) Secretaria de Hacienda y Crédito Público "Informes sobre la situación económica y las finanzas y Deuda Pública.
- 8) Cardenas Enrique, "La política económica en México 1950-1994", Fondo de Cultura Económica, México (1996).
- 9) Simon Gray " El manejo de la deuda gubernamental", Centro de Estudios de Banca Central, Banco de Inglaterra, Londres (1996).
- 10) Ponce Castillo A. Ramón, "Las restricciones de liquidez, el canal de crédito y la inversión en México" El Trimestre Económico, numero 277, (2003).
- 11) Ruiz Fernández Jorge, "La debilidad Financiera y el comportamiento depredador en la financiación de la deuda", El Trimestre Económico Numero 287, (2005).
- 12) Oks Daniel, Wijnbergen van Sweder, "México después de la crisis de la deuda: ¿Será sostenible el crecimiento?", Economía Mexicana nueva época, Volumen II Numero1, enero-junio México (1993).

- 13) Rojas Liliana-Suárez, “De la crisis de la deuda la estabilidad económica: un análisis de la congruencia de las políticas económicas en México”, Economía Mexicana nueva época, Volumen II, Numero 2, México, julio-diciembre (1993).
- 14) Roy L. Nersesian “Corporate Financial Risk Management, Praeger, EUA (2004).
- 15) Salazar Calderón Alfonso Jorge, Suárez García Miroslava, Mondragon Tello Alejandra, coordinador Martín Batres Guadarrama. “México: Reforma fiscal, política económica y deuda pública: análisis y alternativas, México Instituto de Estudios de la Revolución Democrática, (2002).
- 16) Fondo Monetario Internacional, “Assessing global financial risks, (2006).
- 17) Trillo Hernández Fausto, Amescua Villagomez, “Estructura de la deuda pública en México: Lecciones y Perspectivas” Banco Interamericano de Desarrollo, julio (2000).
- 18) Banco Mundial, “Segunda evaluación acerca de los avances de la iniciativa para la reducción de la deuda externa en los países pobres altamente endeudados”, mayo (2006).
- 19) Trillo Hernández Fausto, Escarpulli López Omar, “La Banca en México 1994-2000”, Economía Mexicana nueva época, Volumen X, Numero2, segundo semestre del 2001.
- 20) De León DIAZ Alejandro, Greenham Laura, “Política Monetaria y Tasas de Interés: Experiencia reciente para el caso de México”, Economía Mexicana nueva época, Volumen X, Numero2, segundo semestre del 2001.
- 21) Arechiga González Bernardo, Tinoco Díaz Jaime, Martínez Venegas Francisco, “Riesgo Cambiario, brecha de madurez y cobertura con futuros: análisis local y de valor en riesgo”, Economía Mexicana nueva época, Volumen X, Numero2, segundo semestre del 2001.
- 22) BPI (2002): «The development of bond markets in emerging economies», BIS Papers, no 11, junio–Julio.
- 23) Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Plan anual de Financiamiento 2007.
- 24) Banco de Pagos Internacionales, BPI (2000): «Managing foreign debt and liquidity risks», BIS Policy Papers, nº 8, September.

25) Banco Mundial, BM (2001): Developing government bond markets: a handbook,

Washington DC

26) Ben Bernanke (2005). Essays on the Great Depression. Princeton University Press.

Páginas de Internet:

1) www.shcp.gob.mx

2) www.banxico.org.mx

3) www.bmv.org.mx

4) www.consar.gob.mx

5) www.imf.org

6) www.bpi.org