

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
FACULTAD DE ECONOMÍA

CENTRO DE EDUCACIÓN CONTINUA Y VINCULACIÓN
SEMINARIO DE TITULACIÓN EN ECONOMÍA PÚBLICA

CETESDIRECTO

**UN PROGRAMA GUBERNAMENTAL PARA RESOLVER UN FALLO DEL
MERCADO EN LA COLOCACIÓN DE INSTRUMENTOS DE DEUDA PÚBLICA**

E N S A Y O

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

PRESENTA:

CARMEN LILIA BOBADILLA CAMACHO

DIRECTOR DEL ENSAYO:

LICENCIADO SERGIO JAVIER MERAZ MARTÍNEZ

CIUDAD UNIVERSITARIA

OCTUBRE DE 2012



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis 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.

AGRADECIMIENTOS

A mis padres: Javier y Lupita, por darme la vida y brindarme su confianza.

A Miriam, por compartir la vida conmigo. Gracias hermana.

A Carolina y Francisco Javier, por ser el motor de mi vida y la realización de mí más grande anhelo, ser madre.

A Rafa, por ser mi cómplice, mi confidente, mi apoyo, mi amigo, mi maestro y el amor de mi vida. Gracias amor.

A mis maestros de seminario: Javier, Fausto, Jorge y Gerardo, por su compromiso, enseñanzas y motivación en la culminación de esta etapa de mi formación profesional.

Gracias a la Facultad de Economía y a la Universidad Nacional Autónoma de México por brindarme la oportunidad de formar parte de una comunidad libre, crítica, productiva, solidaria y con valores sociales, la cual ha dejado una honda huella en mí ser.

ÍNDICE

Introducción	5
Capítulo 1. Fundamentos de la economía del bienestar y del mercado de bonos del gobierno	7
1.1 La eficiencia del mercado	7
1.2 Fallo de mercados incompletos	9
1.3 Medición de los beneficios sociales	9
1.4 Mercado de bonos del gobierno	10
Capítulo 2. Mercado de valores y de deuda pública mexicana	12
2.1 El mercado de valores mexicano	12
2.1.1 Valores que se negocian	12
2.1.3 Función del mercado de valores	13
2.1.4 Registro Nacional de Valores e Intermediarios	13
2.1.5 Intermediarios bursátiles	13
2.1.6 Bolsa Mexicana de Valores	14
2.1.7 Comisión Nacional Bancaria y de Valores	14
2.1.8 Instituto para el Depósito de Valores	15
2.1.9 Los inversionistas individuales e institucionales	15
2.2 El mercado de deuda pública mexicana	16
2.2.1 Historia de la deuda pública mexicana a partir de los ochentas	16
2.2.2 Instrumentos principales	19
2.2.3 Operación del mercado primario	20
2.2.4 Fallo del mercado secundario	22

Capítulo 3. Programa gubernamental “CetesDirecto”	32
3.1 Antecedentes	32
3.2 Lanzamiento	33
3.3 Funcionamiento	36
3.4 Resultados	39
3.5 Evaluación	44
Conclusiones y recomendaciones	56
Anexo 1. Bancos que operan en México	59
Anexo 2. Casas de bolsa que operan en México	62
Referencias	64

INTRODUCCIÓN

México es lo que se denomina una economía mixta, es decir, mientras que muchas actividades económicas son realizadas por empresas particulares, muchas otras son realizadas por el Estado mexicano. Sin embargo, el Estado no compite con las empresas particulares en el abastecimiento de bienes y servicios, sino que complementa su actividad en aquellas áreas en donde el mercado tiene fallos innegables: competencia imperfecta, bienes públicos, externalidades, mercados incompletos, información incompleta y paro.¹

En lo que se refiere al mercado financiero de instrumentos de deuda gubernamental, en México, está dividido en un mercado de colocación primaria y un mercado de colocación secundaria. En su estructura primaria, es un mercado monopolista porque en las subastas primarias de los instrumentos de deuda gubernamental hay un solo vendedor: el gobierno federal, y algunos compradores: las casas de bolsa y los bancos autorizados. En su estructura secundaria, es un mercado oligopolista, ya que está dominado por un pequeño grupos de casas de bolsa y bancos, que se encargan de colocar entre el público inversionista los instrumentos de deuda pública del gobierno mexicano: Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos.

En los mercados incompletos, según Stiglitz se habla de fallo: “Siempre que los mercados privados no suministran un bien o un servicio aun cuando el coste de suministrarlo sea inferior a lo que los consumidores están dispuestos a pagar”.² En México, sería interesante saber: ¿si se presenta el fallo de mercados incompletos en la colocación que hacen las casas de bolsa y bancos comerciales de Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos entre el público inversionista? Y ¿si se ha puesto en marcha algún programa gubernamental para resolverlo?

En este sentido, el presente ensayo tiene como objetivo general contrastar las siguientes hipótesis de trabajo, que responden tentativamente a las anteriores interrogantes:

1. Las casas de bolsa y bancos privados que colocan entre el público inversionista, en el mercado secundario, los instrumentos de deuda pública del gobierno federal, es decir, Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos, incurrir en el fallo de mercado incompleto al no atender a todos los posibles compradores, en particular a los pequeños ahorradores.
2. El programa gubernamental “Cetesdirecto”, lanzado en diciembre del 2010 por el gobierno federal, resuelve este fallo de las casas de bolsa y bancos

¹ Stiglitz, Joseph, La economía del sector público, Tercera edición, España: Antoni Bosch, 2000, p.101.

² Ibídem, p. 96.

privados, al permitir a los pequeños ahorradores comprar a través de la banca de desarrollo de manera directa Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos.

Para alcanzar este objetivo general se proponen los siguientes objetivos particulares:

- Exponer de manera sintética los fundamentos de la economía del bienestar que se relacionan con el mercado financiero de bonos gubernamentales y que nos servirán de marco teórico. Lo cual se abordará en el primer capítulo de este ensayo.
- Describir las características de los Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos, además de su colocación primaria y secundaria, enmarcándolos dentro de la estructura del mercado de valores y de la historia de la deuda pública mexicana. Asunto que se tratará en el segundo capítulo.
- Presentar los antecedentes, el lanzamiento, los resultados y las características de funcionamiento del programa Cetesdirecto lo más detallado posible. Cuestión que se trabajará en el capítulo tercero.
- Y, por último, evaluar los resultados del programa Cetesdirecto para saber si en realidad está proporcionando un beneficio neto positivo a los pequeños ahorradores que participan en él, sin empeorar el bienestar de ningún otro sector.

En cuanto a la delimitación del objeto de estudio, es claro que solo se abordará el mercado de instrumentos de deuda pública del gobierno federal mexicano: Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos. Todos los demás mercados de instrumentos financieros que se negocian en el país quedan fuera de la presente investigación, dado que no son objeto de negociación del programa Cetesdirecto.

A su vez, el marco temporal de la parte histórica, no irá más allá de 1978, fecha de introducción de los Cetes al mercado de dinero, y la parte sustancial abarcará de diciembre del 2010 a marzo del 2012, que es el periodo de evaluación y operación del programa Cetesdirecto al cierre de elaboración del presente ensayo.

Abordar la evaluación de ese programa gubernamental es importante para millones de posibles beneficiarios, ya que les permitirá por primera vez adquirir instrumentos de deuda emitidos por el gobierno federal de manera directa a través de una cuenta bancaria. Pero aún hace falta medir el beneficio neto, si es que lo hay, que les traería cambiar del ahorro bancario común, a instrumentos deuda gubernamental a través del programa Cetesdirecto. Aportación principal y justificación del presente ensayo.

CAPÍTULO 1. FUNDAMENTOS DE LA ECONOMÍA DEL BIENESTAR Y DEL MERCADO DE BONOS DEL GOBIERNO

En este capítulo se presentarán algunos conceptos importantes de la teoría del bienestar, los cuales se utilizan en los dos siguientes para analizar el programa reciente del gobierno mexicano denominado “CetesDirecto” que tiene como propósito la colocación de instrumentos de deuda pública entre las personas de bajos ingresos.

Se explicará el significado de la eficiencia del mercado, el fallo de mercados incompletos, la manera en que se miden los beneficios sociales y los conceptos más importantes de los bonos.

1.1 La eficiencia del mercado

El primer teorema de la economía del bienestar afirma que: “Toda economía competitiva es eficiente en el sentido de Pareto.”³ Y, por añadidura, también todo mercado competitivo particular.

Un mercado perfectamente competitivo se define como muchos compradores y vendedores de un producto homogéneo en el cual ninguno de ellos tiene la fuerza suficiente para tener un impacto significativo en el precio o en las cantidades compradas y vendidas del producto. Tanto vendedores como compradores son tomadores de precios y pueden vender y comprar todo el producto que deseen al precio de equilibrio del mercado.⁴

Una curva de demanda típica tiene pendiente negativa. Lo que significa que si todo lo demás permanece constante – precios de bienes sustitutos y complementarios, ingreso, gustos, número y expectativas de los consumidores-, la cantidad demandada aumentará cuando el precio disminuya y disminuirá cuando éste aumente. Mientras que una curva de oferta típica de un mercado perfectamente competitivo tendrá una pendiente positiva. Es decir, si los precios de los insumos, la tecnología, el número y las expectativas de los productores permanecen constantes, la cantidad ofrecida aumentará cuando el precio aumente y disminuirá cuando éste disminuya. El equilibrio del mercado se establecerá cuando la cantidad demandada se iguale a la cantidad ofrecida. En ese punto los

³ *Ibidem*, p. 73.

⁴ Mankiw, Gregory, *Principios de economía*, Quinta edición, México: GENGAGE Learning, 2011, p.66.

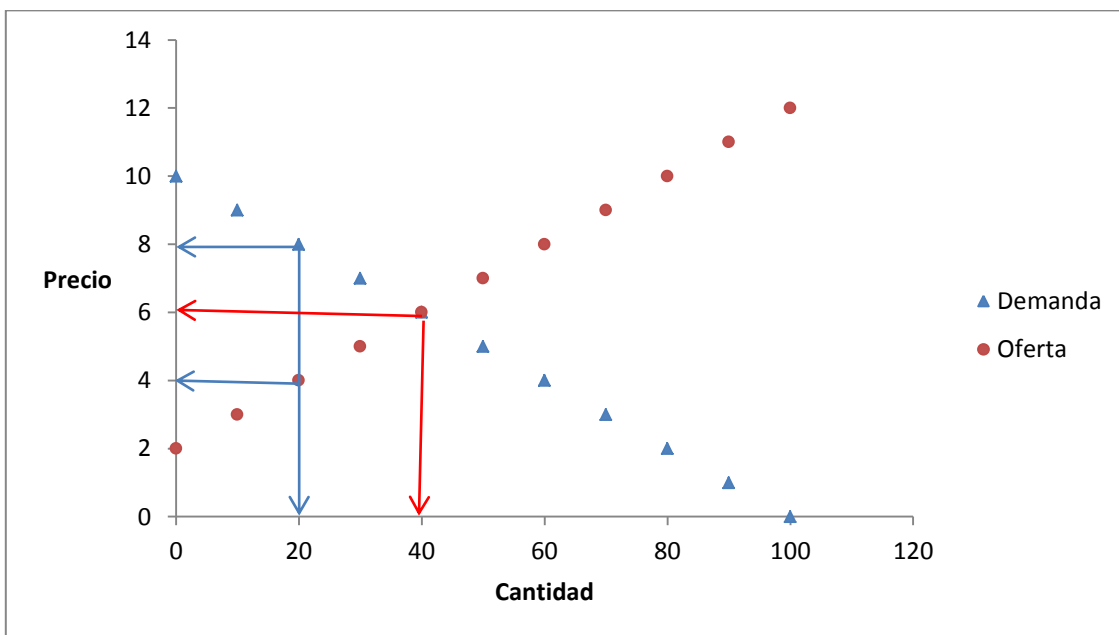
compradores habrán comprado todo lo que querían comprar y los vendedores habrán vendido todo lo que querían vender, siempre a un mismo precio.⁵

Por lo que se refiere al principio de Pareto, citando a Hal Varian, se establece que. “...si podemos encontrar una manera de mejorar el bienestar de algunas personas sin empeorar el de ninguna otra, estamos ante una asignación ineficiente... Si no es posible encontrar ese tipo de mejora..., la asignación es eficiente.”⁶

Véase la siguiente gráfica en donde la cantidad ofrecida de 20 unidades de producto es inferior a la cantidad de competitiva de equilibrio de 40 unidades de producto: los consumidores estarán dispuestos a pagar un precio de 8 unidades monetarias que es superior al que los oferentes están dispuestos a vender de 4 unidades monetarias.

Gráfica 1.

Equilibrio del mercado de un bien o servicio



Fuente: Elaboración propia.

Si se establece un precio intermedio de 6 unidades monetarias, entonces los consumidores pagarán un precio inferior al que estarían dispuestos a pagar y los productores cobrarían un precio mayor al que están dispuestos a vender. De ahí que los dos mejorarían su bienestar: los consumidores pagando dos unidades

⁵ Ibídem, pp: 67-77.

⁶ Varian, Hal, Microeconomía intermedia. Un enfoque moderno, Tercera edición, España: Antoni Bosch, 1994, p.15.

monetarias menos por unidad de producto y los vendedores cobrando dos unidades monetarias más por unidad de producto. Por lo que se hace evidente que vender cantidades de productos al precio de equilibrio del mercado es una asignación eficiente en el sentido de Pareto.

Sin embargo, no siempre los mercados logran una eficiencia económica. Existen algunos casos en los que el mercado falla y el gobierno tiene que intervenir para remediarlos. A continuación se expone el caso del fallo de mercados incompletos.

1.2 Fallo de mercados incompletos

Si un conjunto de consumidores están dispuestos a pagar un precio superior al costo de producción de un bien, los empresarios que siempre andan a la caza de beneficios, se supone producirían ese bien. Este sería el caso de un mercado completo que suministra todos los bienes que demandan los consumidores. Pero no siempre es así, dado que el beneficio puede no ser lo suficientemente atractivo para que la clase empresarial invierta en ese tipo de producto. Stiglitz caracteriza a esta situación como una falla de mercados incompletos, asegurando que: “Siempre que los mercados privados no suministran un bien o un servicio aun cuando el coste de suministrarlo sea inferior a lo que los consumidores están dispuestos a pagar, existe un fallo en el mercado.”⁷

Cuando lo anterior ocurre, entonces el gobierno tiene que intervenir para proporcionar a los compradores no atendidos los bienes y servicios que requieren y que las empresas privadas no son capaces de ofrecerles. En este sentido, la intervención del gobierno complementa la actividad empresarial sin competir por los mercados que son abastecidos por la iniciativa privada.

1.3 Medición de los beneficios sociales

En la práctica, los gobiernos para corregir las fallas del mercado, primero intentan identificar y medir los beneficios netos de los diferentes grupos involucrados en un programa gubernamental y si encuentran que mejora el bienestar de unos grupos sin empeorar el de algunos otros, entonces llevan a cabo esos programas. Usualmente los beneficios de los diferentes grupos se miden por su disposición a pagar por una situación en comparación con otra. Debe observarse “...que la

⁷ Stiglitz, Joseph, op.cit., p. 96.

cantidad que está dispuesta a pagar una persona es diferente de la cantidad que *tiene* que pagar...Lo que tenga que pagar depende de los precios de mercado: lo que está dispuesto a pagar refleja sus preferencias.”⁸ Por lo tanto, para medir el beneficio neto de un grupo de personas, se resta a lo que están dispuestos a pagar, lo que realmente pagan, a lo cual se llama excedente del consumidor.

Sin embargo, cuando se trata de los mercados financieros, el beneficio neto de las inversiones que realizan los individuos o grupos involucrados, se mide de otra manera. Se mide a partir del concepto de costo de oportunidad, es decir, a partir del “...rendimiento que podrían generar los fondos en otra parte”.⁹ O sea, si se restar del rendimiento que se obtiene de una inversión, el rendimiento que se podría obtener en otra que no se hizo, se llega al beneficio neto de la inversión.

1.4 Mercado de bonos del gobierno

Cuando el gobierno gasta más de lo que logra obtener como ingresos, se produce un déficit público. Para cubrir este déficit público, el gobierno tiene que endeudarse y una forma muy utilizada para conseguir estos recursos es vendiendo bonos en los mercados financieros.

Los bonos son pagarés que especifican la obligación del deudor a pagar al tenedor del bono el principal más intereses. Más específicamente: “El bono define el tiempo en el cual la deuda va a ser pagada, a la que se le llama *fecha de vencimiento*, y la tasa de interés que pagará durante cada periodo hasta la fecha de vencimiento de dicho bono...El comprador puede mantener el bono hasta la fecha de vencimiento o lo puede vender a alguien más en un momento antes de la fecha de vencimiento de éste.”¹⁰

Los bonos en general difieren en dos características básicas. Difieren en cuanto al plazo de vencimiento: mientras que unos vencen en meses, otros tienen una larga duración en muchos años. También difieren en riesgo crediticio, es decir, en “la probabilidad de que el emisor del bono falle al pagar intereses o el principal.”¹¹

En el caso de los bonos del gobierno se consideran libres de riesgo y, por ende, pueden pagar intereses más bajos de los que pagan las empresas particulares a sus acreedores, dado que no existe la posibilidad de que el gobierno deje de

⁸ *Ibidem*, p. 125.

⁹ *Ibidem*, p. 314.

¹⁰ Mankiw, Gregory, *op.cit.*, 576-577.

¹¹ *Ibidem*, p. 577.

pagar sus compromisos. Sin embargo, para no abundar más en este tema con generalidades, en el capítulo tercero de este ensayo se desarrollarán las características de los bonos gubernamentales mexicanos.

CAPÍTULO 2. MERCADO DE VALORES Y DE DEUDA PÚBLICA MEXICANA

En este capítulo se abordarán las características más sobresalientes del mercado de valores mexicano, la historia de la deuda pública a partir de los años ochentas y, después, se describirán las características de los principales instrumentos de deuda que actualmente utiliza el gobierno de México. Una vez hecho esto, se describirá con cierto grado de detalle los mecanismos de colocación de los instrumentos de deuda pública entre los intermediarios financieros a través de las subastas organizadas por el Banco de México y se presentarán los datos que confirman la falla de mercados incompletos del mercado secundario de deuda gubernamental.

2.1 El mercado de valores mexicano

El mercado de valores mexicano es el conjunto de organizaciones públicas y privadas a través de las cuales se realizan transacciones de títulos-valor en la Bolsa Mexicana de Valores conforme a las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores.

En su artículo primero, la Ley del Mercado de Valores establece que ésta: “es de orden público y observancia general en los Estados Unidos Mexicanos y tiene por objeto desarrollar el mercado de valores en forma equitativa, eficiente y transparente; proteger los intereses del público inversionista; minimizar el riesgo sistemático; y fomentar una sana competencia entre sus participantes...”¹²

2.1.1 Valores que se negocian

Los título-valor que se negocian en el mercado bursátil son acciones, obligaciones, bonos, certificados y demás títulos de crédito que se emiten en serie o en masa. Pueden ser emitidos por el gobierno o por instituciones particulares: Los títulos emitidos por el gobierno son instrumentos de deuda y los títulos emitidos por las instituciones privadas son acciones y títulos de deuda como aceptaciones y bonos

¹² Ley del Mercado de Valores, en línea <http://www.diputados.gob.mx>, Consulta:24/05/2012.

bancarios, certificados bursátiles, certificados de depósito, obligaciones, pagarés o papel comercial.

2.1.2 Función del mercado de valores

El mercado de valores cumple una función esencial para la economía del país al facilitar el flujo de recursos financieros entre oferentes y demandantes de títulos-valor. Sin embargo, no menos importante es la función de transferir los excedentes de valor de los agentes superavitarios hacia las empresas y entidades gubernamentales que los necesitan.

2.1.3 Registro Nacional de Valores e Intermediarios

A fin de llevar un control, tanto de los títulos que se negocian en el mercado bursátil como de los intermediarios financieros que los operan, se ha instituido un Registro Nacional de Valores e Intermediarios, el cual está a cargo de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

Esta Comisión está capacitada para suspender o cancelar el registro de valores, ya sea porque éstos o sus emisores dejen de cumplir con los requisitos u obligaciones establecidos por la Ley del Mercado de Valores en sus artículos 85 y 90, o porque los emisores proporcionen información falsa sobre su situación financiera.¹³

2.1.4 Intermediarios bursátiles

Los intermediarios bursátiles básicamente apoyan la toma de decisiones sobre inversiones en valores y sobre la ejecución de las mismas a nombre de los inversionistas, para lo cual cobran una comisión. Estas operaciones se llevan a cabo por cuenta y riesgo del inversionista y se conocen como operaciones por cuenta de terceros. Los intermediarios también pueden realizar, como parte de sus actividades regulares, la compra y venta de valores de su propia cartera, asumiendo el riesgo de estas operaciones.

¹³ Ley del Mercado de Valores, en línea <http://www.diputados.gob.mx>, Consulta:24/05/2012.

Es importante apuntar que hasta 1990, las casas de bolsa eran las únicas que podían fungir como intermediarios en el mercado bursátil. Sin embargo, con la integración de los grupos financieros se ha permitido que los bancos puedan ofrecer a través de sus oficinas los servicios de casa de bolsa del grupo al que pertenecen.

2.1.5 Bolsa Mexicana de Valores

La Bolsa Mexicana de Valores es el lugar al que acuden los intermediarios financieros bursátiles para realizar las operaciones que les competen. Originalmente se trataba de un lugar físico, en el cual se reunían los operadores de los intermediarios financieros a fin de realizar las transacciones de compra y venta de valores. Pero en la actualidad, el piso de remates al que acudían los intermediarios financieros para realizar la compra y venta de los valores a viva voz ha sido reemplazado por un sistema electrónico que les permite a todos los actores del mercado operar desde sus propias oficinas.

La Bolsa Mexicana de Valores es una institución privada que opera por concesión de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, con apego a la Ley del Mercado de Valores y bajo la supervisión del Banco de México y de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores. Su objetivo es operar como una empresa independiente y proporcionar a los intermediarios, a los emisores y a los inversionistas los medios necesarios para llevar a cabo de manera segura y ordenada la compra-venta de títulos-valor.

2.1.6 Comisión Nacional Bancaria y de Valores

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, cuyo objetivo es supervisar y regular las entidades financieras, a fin de procurar su estabilidad y correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar un desarrollo sano y equilibrado de todo el sistema financiero, en protección de los intereses del público.

Las disposiciones de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, respecto de operaciones con títulos y actividades de intermediarios, están contenidas en circulares agrupadas por series, según los temas que abordan.

Cuando los intermediarios incurren en faltas graves o reiteradas contraviniendo la Ley del Mercado de Valores o las disposiciones de las circulares, la Comisión está capacitada por la misma Ley para sancionar o revocar la autorización de dichos intermediarios.

2.1.7 Instituto para el Depósito de Valores

En México, la única empresa autorizada para operar como depositaria de valores es el Instituto para el Depósito de Valores (Indeval), el cual ofrece los servicios de custodia, administración y transferencia de valores, así como de compensación y liquidación de operaciones en un ambiente de inmovilidad física, garantizando al público inversionista la existencia de títulos que se negocian en el mercado de valores y facilitando las transacciones que con ellos se realizan.

2.1.8 Los inversionistas individuales e institucionales

“Hay dos grandes categorías de inversionistas, el inversionista individual y el inversionista institucional. La diferencia entre el inversionista individual y el inversionista institucional es que el inversionista individual fija sus objetivos de inversión según sus propias metas y tolerancia hacia el riesgo, y tiene una libertad total para cambiarlos cuando quiera. El inversionista institucional deriva sus objetivos de inversión de la naturaleza de la institución: muchas veces los objetivos de inversión se fijan por medio de sus propios estatutos.”¹⁴

Los objetivos de los inversionistas individuales están determinados no solamente por su tolerancia al riesgo, sino también por las etapas de su vida. En la etapa de inicio de su carrera el inversionista individual tiene prioridades de gasto muy altos como casa, coche o educación de los hijos, si tiene excedentes de liquidez se puede dar el lujo de invertir con un mayor riesgo, para ganar un mayor rendimiento. En la etapa intermedia de su carrera, su ingreso empieza a ser mayor que su gasto y los excedentes de liquidez consolidan una cartera de valores diversificada. En la etapa de fin de carrera los gastos del inversionista se cubren no del ingreso, sino por activos acumulados como inversiones o programas de

¹⁴ Heyman, Timothy, Inversión en la globalización. Análisis y administración de las nuevas inversiones mexicanas, México: Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., 1998, p. 301.

pensión. En esta última etapa el inversionista pone mayor énfasis en la seguridad de las inversiones, y por lo tanto reduce el nivel de riesgo de su cartera.¹⁵

En cuanto a los inversionistas institucionales existen seis categorías principales: sociedades de inversión, fondos de pensiones, fondos de beneficencia, compañías de seguros, instituciones financieras y empresas de todo tipo.

2.2 El mercado de deuda pública mexicana

En lo que se refiere a los instrumentos de deuda pública que pueden adquirir los inversionistas, tanto individuales como institucionales, en el mercado de valores, hay que considerar que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, a través del Banco de México, primero coloca los instrumentos entre los intermediarios bursátiles: casas de bolsa y bancos, por medio de un mecanismo de subastas. Después estos intermediarios financieros colocan los títulos comprados entre el público inversionista, que a su vez puede venderlos a través de los intermediarios financieros en el mercado secundario de valores. En lo que sigue se describirá el mercado de deuda pública mexicana.

2.2.1 Historia de la deuda pública mexicana a partir de los ochentas

A principios de la década de los ochenta, México tuvo graves desequilibrios macroeconómicos como resultado de la reducción pronunciada de los precios internacionales del petróleo y el alza continua de las tasas externas de interés, lo que obligó a las autoridades hacendarias a solicitar a los grandes acreedores internacionales bancarios, en los años de 1982 y 1983, una moratoria para los pagos del principal de la deuda pública contraída hasta esos años. En 1982 se había acumulado un retraso de 8 mil millones de dólares, y en los tres años siguientes se acumularían otros 14 mil millones de dólares.¹⁶ Las renegociaciones tuvieron éxito y el gobierno mexicano pudo seguir cumpliendo con el pago del servicio de la deuda, pero solamente hasta 1986, en donde de nueva cuenta, con el desplome de los precios internacionales del petróleo, “se puso de manifiesto

¹⁵ *Ibidem*, p. 304.

¹⁶ Amieva-Huerta, Juan, *Finanzas públicas en México*, México: Editorial Porrúa, 2010, p. 276-277.

que el problema de México no era de flujo de efectivo, sino más bien que la carga de la deuda imponía severas limitaciones sobre su potencial de crecimiento.”¹⁷ De ahí que en 1987 los bancos comerciales internacionales empezaran a cambiar parte de la deuda pública mexicana por bonos a 20 años, que ofrecían una sobretasa y un bono del Tesoro de los Estados Unidos, no negociable, como garantía.

Sin embargo, a finales de 1994 se presentaron aumentos importantes en las tasas internacionales de interés, lo cual obligó al gobierno en turno a cambiar deuda de corto plazo por deuda de largo plazo. El mecanismo fue contratar deuda de largo plazo del Banco Mundial, del Banco de Pagos Internacionales y de las autoridades financieras de Estados Unidos y Canadá, para liquidar Tesobonos, que eran deuda de corto plazo denominada en moneda extranjera, por un monto cercano a 29 mil millones de dólares. Adicionalmente, “la amortización total de los Tesobonos en circulación en febrero de 1996, la mayor colocación de Bonos del Gobierno Federal (Bondes), a plazos de uno y dos años, y la emisión de bonos denominados en Unidades de Inversión (Udibonos), a plazos de tres y cinco años, permitieron ampliar, respecto a diciembre de 1994, el plazo promedio de los valores gubernamentales en poder del público.”¹⁸

Durante la última parte de los noventa y hasta la fecha, el gobierno mexicano se ha orientado a atender el refinanciamiento de la deuda histórica acumulada, al mismo tiempo que a garantizar las necesidades de financiamiento de sus programas sociales. Sin embargo, la deuda pública se ha mantenido en el orden de un 30% del Producto Interno Bruto.¹⁹

Dada la importancia de la deuda pública para el desarrollo del país, los dos últimos gobiernos se han dado a la tarea de alcanzar los siguientes objetivos estratégicos:

- i) Mejorar el perfil de amortizaciones de la deuda pública;
- ii) disminuir el costo de financiamiento del sector público;
- iii) reducir la vulnerabilidad de las finanzas públicas a movimientos en las tasas de interés y tipo de cambio, y
- iv) atenuar el impacto de perturbaciones externas que resulten en cambios en la disposición de recursos en los mercados internacionales de capitales.”²⁰

¹⁷ *Ibidem*, p. 277.

¹⁸ *Ibidem*, p. 278.

¹⁹ *Ibidem*, p. 281.

²⁰ Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002-2006, México: SHCP, 2002, en línea, <http://www.hacienda.gob.mx>, Consulta: 26/03/2012.

Sin embargo, en materia de financiamiento, el gobierno del presidente Calderón, se ha propuesto en el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2008-2012, tres líneas de acción para la deuda interna: “i) fortalecer la liquidez y eficiencia de los títulos gubernamentales en sus distintos plazos y tipos de tasas, ii) desarrollar el mercado de títulos de tasas reales en todos sus segmentos, y iii) mejorar el acceso de los pequeños inversionistas al mercado primario de valores gubernamentales.”²¹

En lo referente a la tercera línea de acción, para mejorar el acceso de los pequeños inversionistas al mercado primario de valores gubernamentales, la Secretaría de Hacienda se propuso “crear un programa de colocación directa de títulos gubernamentales entre los pequeños ahorradores”. En el año de 2008 este organismo manifestaba que: “la única forma en que un inversionista privado puede adquirir títulos gubernamentales es recurriendo a las instituciones de crédito o casas de bolsa. Para ello, el ahorrador debe cumplir con los requisitos que dichos intermediarios le imponen, principalmente en cuanto a los montos mínimos requeridos para la apertura de contratos, lo cual limita la participación del pequeño ahorrador en la adquisición de valores gubernamentales y por consiguiente en el mercado de dinero.”²²

Dicha Secretaría concluía en ese año su exposición de intenciones respecto a este punto, argumentando que: “Desde la perspectiva de adquisición de la deuda, la venta de títulos en directo ofrece beneficios importantes para el Gobierno Federal, pues abre un canal de distribución adicional de los títulos gubernamentales y permite acceder a un segmento del mercado que normalmente no adquiere este tipo de valores. En este sentido, las perspectivas de mediano y largo plazo respecto de las estrategias de diversificación de la base de inversionistas y acceso a fondos de ahorro en la economía mejorarían con el programa de venta de títulos en directo. Así, la colocación directa de títulos gubernamentales entre el público en general representa una alternativa interesante tanto para el Gobierno Federal como para los pequeños ahorradores.”²³

²¹ Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2008-2012, p. 134, en línea <http://www.hacienda.gob.mx>, Consulta:29/03/2012.

²² *Ibidem*, p. 135.

²³ *Ibidem*, p. 135.

2.2.2 Instrumentos principales

Los principales instrumentos de deuda del gobierno mexicano son cuatro: los Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes), los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (Bondes), Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal con Tasa Fija (Bonos) y los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal denominados en Unidades de Inversión (Udibonos) .

Los Cetes son títulos de crédito al portador en los que se consigna la obligación del gobierno federal de pagar el valor nominal del título a la fecha de su vencimiento. Su valor nominal es de diez pesos, amortizables en una sola exhibición al vencimiento del título. Su plazo suele ser de 28, 91, 175, 182 y 364 días. Estos instrumentos de crédito se colocan a descuento, con lo que su precio de colocación siempre es inferior a su valor nominal. Al estar plenamente garantizados por el gobierno federal se consideran libres de riesgo de pago.²⁴

Los Bondes son instrumentos de crédito a mayor plazo que los Cetes, se emiten a plazos de uno y dos años, también como los Cetes se venden a descuento, a un valor inferior de su valor nominal que se paga a la fecha de vencimiento y que es de cien pesos. Además paga intereses cada 28 días a una tasa flotante, la que sea mayor entre la tasa de Cetes a 28 días y el pagaré bancario a un mes.²⁵

Los Bonos son instrumentos de inversión gubernamentales a plazos disponibles de 3, 5, 7, 10, 20 y hasta 30 años. Pagan intereses cada seis meses y la tasa de interés se mantiene fija a lo largo de la vida del mismo. Se adquieren por debajo, arriba y a la par de su valor nominal de \$100 pesos.²⁶

Los Udibonos son activos financieros que se emiten a plazos de tres y cinco años. También, como los Cetes y los Bondes, se venden a descuento por medio de subastas organizadas por el Banco de México. Su valor nominal es de 100 Udis, cuyo valor en pesos aumenta conforme el aumenta el Índice Nacional de Precios al Consumidor. Este instrumento paga una tasa real de manera semestral, garantizando al tenedor un rendimiento efectivo por arriba de la inflación.²⁷

²⁴ Díaz Mata, Alfredo y Víctor Manuel Aguilera Gómez, El mercado bursátil en el sistema financiero, México: McGraw-Hill, 2005, pp: 110-111.

²⁵ Heyman, Timothy, Inversión en la globalización. Análisis y administración de las nuevas inversiones mexicanas, México: Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., 1998, p. 125.

²⁶ Nacional Financiera, Cetesdirecto, en línea <http://www.cetesdirecto.com>, Consulta: 11/01/2012.

²⁷ Heyman, Timothy, op.cit., p. 126.

2.2.3 Operación del mercado primario

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público emite los instrumentos de deuda del gobierno federal y el Banco de México tiene el encargo de actuar como agente colocador. En el caso de los Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos, el Banco de México los coloca entre los intermediarios financieros autorizados por medio de un procedimiento de subasta, que a continuación se describe, y después éstos intermediarios los venden entre el público inversionista.

De acuerdo a las “Reglas para la colocación de valores gubernamentales” emitidas por el Banco de México solo podrán presentar posturas y adquirir valores gubernamentales las Casas de bolsa y las Instituciones de crédito del país.²⁸

“Las subastas podrán ser:

A tasa o precio único: que son aquéllas en las que los Valores se asignan a partir de la mejor postura para el emisor y en las que todas las posturas que resulten con asignación se atienden a la misma tasa o precio, según corresponda, y

A tasa o precio múltiple: que son aquéllas en las que los Valores se asignan a partir de la mejor postura para el emisor y dichos Valores son asignados a la tasa o precio solicitado.”²⁹

El Banco de México pone a disposición de las Casas de bolsa y las Instituciones de crédito autorizadas, “las convocatorias de las subastas, a partir de las 12:00 horas del último día hábil de la semana inmediata anterior a aquélla en que se efectuará la subasta de que se trate”, en donde se establece: “la fecha de colocación; el número de la convocatoria; la clave de la emisión, el tipo de subasta de que se trate; el monto máximo ofrecido en cada convocatoria, así como las demás características de las subastas respectivas.”³⁰

Tratándose de CETES, para el caso de subastas de tasa única, “el postor deberá indicar el monto y la menor tasa de descuento a la que esté dispuesto a adquirir los VALORES objeto de la subasta. Dicha tasa se expresará en forma porcentual, cerrada a centésimas, en términos anuales y con base en años de 360 días.” En el caso de subastas a tasa múltiple, “el postor deberá indicar un monto y la tasa de descuento a la que desea adquirir los VALORES objeto de la subasta. Dicha tasa

²⁸ Banco de México, Reglas para la colocación de valores gubernamentales, p.2, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 05/04/2012.

²⁹ *Ibidem*, p. 2.

³⁰ *Ibidem*, p.2.

se expresará en forma porcentual, cerrada a centésimas, en términos anuales y con base en años de 360 días.”³¹

Para los Bondes, Bonos y Udibonos, en las subastas de precio único, “el postor deberá indicar el monto y el mayor precio unitario al que esté dispuesto a adquirir los VALORES objeto de la subasta. Dicho precio se expresará cerrado a cienmilésimos.” Cuando se trate de subastas a precio múltiple, “el postor deberá señalar el monto de BONDES o UDIBONOS y el precio unitario al que desea adquirir los mismos.”³²

Para el límite de las posturas en cualquier tipo de subasta, el Banco de México establece que: “La suma de los montos de las posturas que presente cada postor, para la subasta definida en cada convocatoria, no deberá exceder del sesenta por ciento del monto máximo ofrecido para dicha subasta.” Y que este límite “será aplicable al conjunto de posturas que presenten instituciones de banca múltiple y casas de bolsa integrantes de un mismo grupo financiero o controladas por un mismo accionista.”³³

Cada casa de bolsa e institución de crédito autorizada “podrá presentar una o más posturas en una misma subasta”, pero “deberán presentarse especificando el monto, a valor nominal de los VALORES solicitados, en cantidades redondeadas a cinco mil pesos o múltiplos de esa cantidad, si se trata de CETES o BONDES”. Cuando se trata de UDIBONOS las posturas “deberán presentarse especificando el monto, a valor nominal, en cantidades redondeadas a cinco mil unidades de inversión o múltiplos de esa cantidad.”³⁴

“Las posturas deberán presentarse el segundo día hábil bancario inmediato anterior a la fecha de colocación de los VALORES por subastar, a más tardar a las 11: horas.” Estas posturas deberán entregarse en sobre cerrado en la Gerencia de Operaciones Nacionales de Banco de México.³⁵

“El Banco de México informará a cada postor en lo particular... a más tardar una hora después de la hora límite para la presentación de las posturas de la subasta de que se trate, la cantidad de VALORES que, en su caso, le hayan sido asignados y los precios totales que deberán cubrir por dichos VALORES.”³⁶

“El Banco de México, actuando como agente financiero del Gobierno Federal, con fundamento en el artículo 2312 del Código Civil Federal, se reservará la propiedad

³¹ *Ibidem*, p.3.

³² *Ibidem*, p.2.

³³ *Ibidem*, p. 3.

³⁴ *Ibidem*, p. 3.

³⁵ *Ibidem*, p. 4.

³⁶ *Ibidem*, p. 5.

de los VALORES objeto de compraventa, hasta el momento en que el postor efectúe el pago del precio correspondiente...³⁷

Una vez que las casas de bolsa y las instituciones de crédito autorizadas realicen el pago correspondiente por los VALORES en el Instituto para el Depósito de Valores (Indeval), el Banco de México depositará en la cuenta de cada postor en el Indeval los VALORES correspondiente asignados en las subastas.³⁸

Desde el momento en que los intermediarios financieros tienen en su cuenta de VALORES en el Indeval, los pueden ofrecer a los inversionistas institucionales e individuales en el mercado secundario o de reventa. Entre los inversionistas institucionales se cuentan los fondos de pensiones, los fondos de beneficencia, las compañías de seguros y las empresas. Los inversionistas individuales son todas las personas físicas que tienen un excedente de dinero por encima de su consumo corriente y que están dispuestas a adquirir estos valores para incrementar su capital.

2.2.4 Fallo del mercado secundario

De acuerdo con Catherine Mansell en los países como México con un mercado de deuda pública moderno, la Tesorería de la Federación emite instrumentos de deuda pública con distintos periodos de vencimiento y “los subasta en el **mercado primario**” entre los intermediarios financieros autorizados. Después estos “operadores primarios comercian posteriormente el papel en el **mercado secundario** con otros bancos, instituciones financieras, empresas y personas físicas.”³⁹

Enseguida se probará que al colocar los instrumentos de deuda pública mexicana: Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos entre el público inversionista, la banca múltiple y las casas de bolsa incurren en el fallo de mercados incompletos. Porque a pesar de que los pequeños ahorradores estarían dispuestos a invertir sus excedentes de dinero en estos títulos de deuda, los bancos y las casas de bolsa requieren de un mínimo de inversión, que hace prohibitivo para los pequeños ahorradores comprar esos instrumentos de deuda pública federal.

El primer intermediario financiero que se analizará son las instituciones de banca múltiple. De acuerdo con el Banco de México, éstas “son sociedades anónimas

³⁷ *Ibidem*, p. 5.

³⁸ *Ibidem*, p. 6.

³⁹ Mansell, Catherine, *Las nuevas finanzas en México*, México: Editorial Milenio, 1992, p. 137.

facultadas para realizar operaciones de captación de recursos del público y de colocación de éstos en el propio público. Estas operaciones se denominan servicios de banca y crédito. A estas instituciones se les conoce también como bancos comerciales.”⁴⁰

La banca múltiple está regulada por la Ley de Instituciones de Crédito y sus operaciones están establecidas en el artículo 46 de dicha Ley, que a la letra dice:

“Artículo 46.- Las instituciones de crédito sólo podrán realizar las operaciones siguientes:

- I. Recibir depósitos bancarios de dinero:
 - a) A la vista;
 - b) Retirables en días preestablecidos;
 - c) De ahorro, y
 - d) A plazo o con previo aviso;
- II. Aceptar préstamos y créditos;
- III. Emitir bonos bancarios;
- IV. Emitir obligaciones subordinadas;
- V. Constituir depósitos en instituciones de crédito y entidades del exterior;
- VI. Efectuar descuentos y otorgar préstamos o créditos;
- VII. Expedir tarjetas de crédito con base en contratos de apertura de crédito en cuenta corriente;
- VIII. Asumir obligaciones por cuenta de terceros, con base en créditos concedidos, a través del otorgamiento de aceptaciones, endoso o aval de títulos de crédito, así como de la expedición de cartas de crédito;
- IX. Operar con valores en los términos de las disposiciones de la presente Ley y de la Ley Mercado de Valores;
- X. Promover la organización y transformación de toda clase de empresas o sociedades mercantiles y suscribir y conservar acciones o partes de interés de las mismas, en los términos de esta Ley;
- XI. Operar con documentos mercantiles por cuenta propia;
- XII. Llevar a cabo por cuenta propia o de terceros operaciones con oro, plata y divisas, incluyendo reportos sobre estas últimas;
- XIII. Prestar servicios de cajas de seguridad;
- XIV. Expedir cartas de crédito previa recepción de su importe, hacer efectivos créditos y realizar pagos por cuenta de clientes;

⁴⁰ Banco de México, Catálogo de instituciones del sistema financiero, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 09/03/2012.

- XV. Practicar las operaciones de fideicomiso a que se refiere la Ley General de Títulos y Operaciones de Crédito, y llevar a cabo mandatos y comisiones;
- XVI. Recibir depósitos en administración o custodia, o en garantía por cuenta de terceros, de títulos o valores y en general de documentos mercantiles;
- XVII. Actuar como representante común de los tenedores de títulos de crédito;
- XVIII. Hacer servicio de caja y tesorería relativo a títulos de crédito, por cuenta de las emisoras;
- XIX. Llevar la contabilidad y los libros de actas y de registros de sociedades y empresas;
- XX. Desempeñar el cargo de albacea;
- XXI. Desempeñar la sindicatura o encargarse de la liquidación judicial o extrajudicial de negociaciones, establecimientos, concursos o herencias;
- XXII. Encargarse de hacer avalúos que tendrán la misma fuerza probatoria que las leyes asignan a los hechos por corredor público o perito;
- XXIII. Adquirir los bienes muebles e inmuebles necesarios para la realización de su objeto y enajenarlos cuando corresponda, y
- XXIV. Celebrar contratos de arrendamiento financiero y adquirir los bienes que sean objeto de tales contratos.
- XXV. Realizar operaciones derivadas, sujetándose a las disposiciones técnicas y operativas que expida el Banco de México, en las cuales se establezcan las características de dichas operaciones, tales como tipos, plazos, contrapartes, subyacentes, garantías y formas de liquidación;
- XXVI. Efectuar operaciones de factoraje financiero;
- XXVII. Intervenir en la contratación de seguros para lo cual deberán cumplir con lo establecido en la Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros y en las disposiciones de carácter general que de la misma emanen.”⁴¹

Al cierre del 2011 estaban operando en el país 40 instituciones de banca múltiple las cuales pueden consultarse en el anexo 1 de este ensayo.

De las operaciones que realizan estas instituciones y que están autorizadas por la Ley de Instituciones de Crédito, interesa destacar la IX que se refiere a la operación con valores.

Aunque no todas las anteriores instituciones de crédito operan con valores gubernamentales, las que sí lo hacen: los ofrecen en lo que se denomina Mesa de

⁴¹ Ley de Instituciones de Crédito, en línea <http://www.diputados.gob.mx>., Consulta: 18/03/2012.

Dinero. Por ejemplo, Ixe Banco ofrece este tipo de valores entre las personas físicas de la siguiente forma:

“Te ofrecemos toda gama de productos del Mercado de Dinero, desde Valores Gubernamentales, Papel Bancario, Instrumentos de Deuda...

Se manejan todo tipo de plazos, mismos que están en función a los montos invertidos y pueden ser operaciones que van desde un día hasta 20 años...

El monto mínimo para hacer operaciones en Mercado de Dinero es de 500,000.00 M.N. pesos, para inversiones a plazo el monto mínimo de apertura es de \$800,000.00 M.N...”⁴²

El Banco HSBC México, por su parte, en su Mesa de Dinero ofrece a las personas físicas “la opción de realizar inversiones mediante diversos instrumentos emitidos por el Gobierno Federal o Instituciones Bancarias...En las operaciones en directo se eligen los títulos emitidos por el Gobierno Federal...con inversión inicial de \$2,500,000.00 de pesos...”⁴³

Scotiabank Inverlat ofrece en su Mercado de Dinero a las personas físicas “los diferentes valores gubernamental, bancario o privado, que ofrecen atractivos rendimientos...con un monto mínimo de inversión de \$500,000.00 M.N.”⁴⁴

BBVA Bancomer oferta en Inversiones en Mercado de Dinero “papeles Gubernamental, Bancario o Comercial... a plazos desde 1 hasta 364 días...con inversiones desde \$5, 000, 000 pesos por contrato.”⁴⁵

Banco Mercantil del Norte, mejor conocido como Banorte, oferta en su Mesa de Dinero, entre las personas físicas, instrumentos de deuda gubernamentales con plazos desde “1 día hasta 30 años... con un monto mínimo de inversión de \$500,000.00”⁴⁶

Y, por último, Banco Interacciones escribe en su portal que: “...en el mercado de dinero se realizan operaciones con títulos de deuda, con el fin de satisfacer las necesidades, por un lado de los ahorradores o inversionistas, y por el otro las de las entidades que requieren financiamiento, como son el Gobierno, los Bancos y las Empresas. Hoy día los plazos que encontramos van desde 1 día hasta 30

⁴² Ixe Banco, Personas físicas, en línea <http://www.ixe.com.mx>, Consulta:15/03/2012.

⁴³ Banco HSBC México, Mesa de Dinero, en línea <http://www.hsbc.com.mx>, Consulta: 15/03/2012.

⁴⁴ Scotiabank Inverlat, Mercado de Dinero, en línea <http://www.scotiabank.com.mx>, Consulta:15/03/2012.

⁴⁵ BBVA Bancomer, Inversiones en Mercado de Dinero, en línea <http://www.bancomer.com>, Consulta: 15/03/2012.

⁴⁶ Banco Mercantil del Norte, Mesa de Dinero, en línea <http://www.banorte.com>, Consulta:15/03/2012.

años...Para invertir en el mercado de dinero a través de Interacciones es necesario contar con un monto mínimo de 500 mil pesos...”⁴⁷

De lo anterior se desprende que los pequeños ahorradores no forman parte del mercado de los instrumentos de la deuda gubernamental que ofrece la banca múltiple entre las personas físicas. Esto debido a que para poder comprar dichos valores, un pequeño ahorrador necesitaría contar con un excedente económico de cientos de miles de pesos: monto que por supuesto un pequeño ahorrador no tiene.

En la tabla uno de la siguiente página se presenta los montos mínimos de inversión para adquirir valores gubernamentales por las personas físicas en las instituciones de banca múltiple en México.

⁴⁷ Banco Interacciones, Invierte en mercado de dinero a través de Interacciones, en línea <http://www.interacciones.com>, Consulta: 15/03/2012.

Tabla 1

Montos mínimos de inversión para adquirir valores gubernamentales por las personas físicas en las instituciones de banca múltiple en México.

Banco	Monto mínimo (pesos)
Ixe Banco	\$500,000.00
Scotiabank Inverlat	\$500,000.00
Banco Mercantil del Norte	\$500,000.00
Banco Interacciones	\$500,000.00
HSBC México	\$2,500,000.00
BBVA Bancomer	\$5,000,000.00

Fuente: Ixe Banco, Personas físicas, en línea <http://www.ixe.com.mx>; Banco HSBC México, Mesa de Dinero, en línea <http://www.hsbc.com.mx>; Scotiabank Inverlat, Mercado de Dinero, en línea <http://www.scotiabank.com.mx>; BBVA Bancomer, Inversiones en Mercado de Dinero, en línea <http://www.bancomer.com>; Banco Mercantil del Norte, Mesa de Dinero, en línea <http://www.banorte.com>; Banco Interacciones, Invierte en mercado de dinero a través de Interacciones, en línea <http://www.interacciones.com>, Consulta:15/03/2012.

En relación con las casas de bolsa, el Glosario Bursátil de la Bolsa Mexicana de Valores las define como “intermediarios autorizados para realizar intermediación en el mercado bursátil. Se ocupan de las siguientes funciones: realizar operaciones de compraventa de valores; brindar asesoría a las empresas en la colocación de valores y a los inversionistas en la constitución de sus carteras; recibir fondos por concepto de operaciones con valores, y realizar transacciones con valores a través de los sistemas electrónicos de la Bolsa Mexicana de Valores, por medio de sus operadores.”⁴⁸

Las casas de bolsa están constituidas como sociedades anónimas y están regidas por la Ley del Mercado de Valores. Una vez autorizadas quedan bajo la regulación y vigilancia, tanto de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, como de la Bolsa Mexicana de Valores.⁴⁹

Conforme al artículo 171 de la Ley del Mercado de Valores, estas instituciones pueden realizar las siguientes operaciones:

- I. Colocar valores mediante ofertas públicas, así como prestar sus servicios en ofertas públicas de adquisición. También podrán realizar operaciones de sobreasignación y estabilización con los valores objeto de la colocación.
- II. Celebrar operaciones de compra, venta, reporto y préstamo de valores, por cuenta propia o de terceros, así como operaciones internacionales y de arbitraje internacional.
- III. Fungir como formadores de mercado respecto de valores.
- IV. Conceder préstamos o créditos para la adquisición de valores con garantía de éstos.
- V. Asumir el carácter de acreedor y deudor ante contrapartes centrales de valores, así como asumir obligaciones solidarias respecto de operaciones con valores realizadas por otros intermediarios del mercado de valores, para los efectos de su compensación y liquidación ante dichas contrapartes centrales, de las que sean socios.
- VI. Efectuar operaciones con instrumentos financieros derivados, por cuenta propia o de terceros.
- VII. Promover o comercializar valores.
- VIII. Realizar los actos necesarios para obtener el reconocimiento de mercados y listado de valores en el sistema internacional de cotizaciones.
- IX. Administrar carteras de valores tomando decisiones de inversión a nombre y por cuenta de terceros.
- X. Prestar el servicio de asesoría financiera o de inversión en valores, análisis y emisión de recomendaciones de inversión.

⁴⁸ Bolsa Mexicana de Valores, Glosario Bursátil, en línea <http://www.bmv.com.mx>, Consulta: 18/03/2012.

⁴⁹ Díaz Mata, op. cit., p. 41.

- XI. Recibir depósitos en administración o custodia, o en garantía por cuenta de terceros, de valores y en general de documentos mercantiles.
- XII. Fungir como administrador y ejecutor de prendas bursátiles.
- XIII. Asumir el carácter de representante común de tenedores de valores.
- XIV. Actuar como fiduciarias.
- XV. Ofrecer a otros intermediarios la proveeduría de servicios externos necesarios para la adecuada operación de la propia casa de bolsa o de dichos intermediarios.
- XVI. Operar con divisas y metales amonedados.
- XVII. Recibir recursos de sus clientes por concepto de las operaciones con valores o instrumentos financieros derivados que se les encomienden.
- XVIII. Recibir préstamos y créditos de instituciones de crédito u organismos de apoyo al mercado de valores, para la realización de las actividades que les sean propias.
- XIX. Emitir obligaciones subordinadas de conversión obligatoria a títulos representativos de su capital social, ajustándose a lo dispuesto en el artículo 64 de la Ley de Instituciones de Crédito, así como títulos opcionales y certificados bursátiles, para la realización de las actividades que les sean propias.
- XX. Invertir su capital pagado y reservas de capital con apego a esta Ley.
- XXI. Fungir como liquidadoras de otras casas de bolsa.
- XXII. Actuar como distribuidoras de acciones de sociedades de inversión.
- XXIII. Celebrar operaciones en mercados del exterior, por cuenta propia o de terceros, en este último caso, al amparo de fideicomisos, mandatos o comisiones y siempre que exclusivamente las realicen por cuenta de clientes que puedan participar en el sistema internacional de cotizaciones. Lo anterior, sin perjuicio de los servicios de intermediación que presten respecto de valores listados en el sistema internacional de cotizaciones de las bolsas de valores.
- XXIV. Ofrecer servicios de mediación, depósito y administración sobre acciones representativas del capital social de personas morales, no inscritas en el Registro, sin que en ningún caso puedan participar por cuenta de terceros en la celebración de las operaciones.”⁵⁰

34 casas de bolsa estaban funcionando al cierre del 2011 las cuales se pueden consultar en el anexo 2 de este ensayo.

De las operaciones que pueden realizar estas instituciones financieras, la operación número II del artículo 171 de la Ley del Mercado de Valores tiene que ver con la compra y venta de valores gubernamentales como Cetes, Bondes, Bonos y Undibonos por cuenta propia o de terceros. A continuación se hará una revisión de los montos mínimos que requieren estas instituciones para que una persona física pueda adquirir a través de ellas estos tipos de valores.

⁵⁰ Ley del Mercado de Valores, en línea <http://www.diputados.gob.mx>, Consulta:19/03/2012.

Por ejemplo, para ser cliente de Vector Casa de Bolsa en su portal de internet se establece que se requiere un mínimo de inversión de \$500,000.00 pesos para abrir cualquier cuenta de inversión, como persona física o moral.⁵¹

GBM Casa de Bolsa en las respuestas a las preguntas más frecuentes que le hacen sus prospectos de clientes, establece que el monto mínimo para abrir un contrato en su mesa de dinero en donde venden los valores gubernamentales de deuda es de \$5,000,000.00 de pesos.⁵²

Ixe Casa de Bolsa al igual que Ixe Banco ofrece a las personas físicas en su mesa de dinero Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos, entre otros valores de deuda privada, con un monto mínimo de apertura de contrato de \$500,000.00 pesos.⁵³

Scotiabank Inverlat Casa de Bolsa en su mercado de dinero establece un mínimo de inversión para abrir un contrato de \$500,000.00 en la compra de valores gubernamentales.⁵⁴

Para invertir en el mercado de dinero de Interacciones Casa de Bolsa “es necesario contar con un monto mínimo de 500 mil pesos.”⁵⁵

De nueva cuenta los mínimos para adquirir valores gubernamentales de deuda por las personas físicas, es de cientos de miles de pesos. Por lo que se hace evidente que las casas de bolsa y los bancos comerciales en el mercado de deuda gubernamental está incurriendo en un fallo de mercados incompletos, al no proporcionar Cetes, Bondes, Bonos o Udibonos a los pequeños ahorradores, que por definición no cuentan con esos montos de inversión.

En la tabla dos de la siguiente página se presentan los montos mínimos de inversión para adquirir valores gubernamentales por las personas físicas en las casas de bolsa en México.

⁵¹ VECTOR Casa de Bolsa, ¿Cómo ser cliente?, en línea <http://www.vector.com.mx>, Consulta:18/03/2012.

⁵² GBM Casa de Bolsa, Preguntas frecuentes, en línea <http://www.gbm.com.mx>, Consulta:21/03/2012.

⁵³ Ixe Casa de Bolsa, Personas físicas, en línea <http://www.ixc.com.mx>, Consulta:21/03/2012.

⁵⁴ Scotiabank Inverlat Casa de Bolsa, Mercado de Dinero, en línea <http://www.scotiabank.com.mx>, Consulta:21/03/2012.

⁵⁵ Interacciones Casa de Bolsa, Mercado de Dinero, en línea <http://www.interacciones.com>, Consulta:22/03/2012.

Tabla 2

Montos mínimos de inversión para adquirir valores gubernamentales por las personas físicas en las casas de bolsa en México.

Casa de Bolsa	Monto mínimo (pesos)
Vector Casa de Bolsa	\$500,000.00
Ixe Casa de Bolsa	\$500,000.00
Scotiabank Inverlat Casa de Bolsa	\$500,000.00
Interacciones Casa de Bolsa	\$500,000.00
GBM Casa de Bolsa	\$5,000,000.00

Fuente: VECTOR Casa de Bolsa, ¿Cómo ser cliente?, en línea <http://www.vector.com.mx>; GBM Casa de Bolsa, Preguntas frecuentes, en línea <http://www.gbm.com.mx>; Ixe Casa de Bolsa, Personas físicas, en línea <http://www.ixe.com.mx>; Sotiabank Inverlat Casa de Bolsa, Mercado de Dinero, en línea <http://www.scotiabank.com.mx>; Interacciones Casa de Bolsa, Mercado de Dinero, en línea <http://www.interacciones.com>, Consulta:22/03/2012.

CAPÍTULO 3. PROGRAMA GUBERNAMENTAL “CETESDIRECTO”

En este capítulo se probará que el programa gubernamental denominado “Cetesdirecto”, lanzado en diciembre del 2010 por el gobierno federal, resuelve el fallo de mercados incompletos en la colocación de los instrumentos de la deuda pública federal entre los potenciales compradores. Es decir, al estar dirigido a los pequeños ahorradores y mejorar su bienestar, con el acceso a estos instrumentos y el incremento de sus rendimientos, no empeora el bienestar de los grandes y medianos inversionistas que adquieren dichos instrumentos en las casas de bolsa y banca múltiple, con montos mínimos de inversión que son inaccesibles para los pequeños inversionistas.

3.1 Antecedentes

Por primera vez la Secretaría de Hacienda y Crédito Público plantea en el Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2008-2012, colocar Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos de manera directa entre los pequeños ahorradores.

En ese año de 2008 manifestaba que: “la única forma en que un inversionista privado puede adquirir títulos gubernamentales es recurriendo a las instituciones de crédito o casas de bolsa. Para ello, el ahorrador debe cumplir con los requisitos que dichos intermediarios le imponen, principalmente en cuanto a los montos mínimos requeridos para la apertura de contratos, lo cual limita la participación del pequeño ahorrador en la adquisición de valores gubernamentales y por consiguiente en el mercado de dinero.”⁵⁶

Por lo cual la Secretaría de Hacienda y Crédito Público concluye la exposición de sus intenciones respecto a este punto, argumentando que: “Desde la perspectiva de adquisición de la deuda, la venta de títulos en directo ofrece beneficios importantes para el Gobierno Federal, pues abre un canal de distribución adicional de los títulos gubernamentales y permite acceder a un segmento del mercado que normalmente no adquiere este tipo de valores. En este sentido, las perspectivas de mediano y largo plazo respecto de las estrategias de diversificación de la base de inversionistas y acceso a fondos de ahorro en la economía mejorarían con el programa de venta de títulos en directo. Así, la

⁵⁶ *Ibidem*, p. 135.

colocación directa de títulos gubernamentales entre el público en general representa una alternativa interesante tanto para el Gobierno Federal como para los pequeños ahorradores.”⁵⁷

No obstante, no es sino hasta el año de 2010 que la Secretaría de Hacienda y Crédito Público anuncia en el Plan Anual de Financiamiento, la instrumentación del “programa de colocación directa de títulos gubernamentales entre los medianos y pequeños inversionistas a través del cual se logrará mejorar las condiciones de acceso y oferta de servicios financieros para una amplia gama de ahorradores pequeños y medianos.”⁵⁸

3.2 Lanzamiento

Por fin, el 26 de noviembre del 2010 en el salón de la Tesorería del Palacio Nacional se lanza el programa de colocación directa de títulos gubernamentales entre los pequeños ahorradores, llamándolo “CetesDirecto”. En esa sesión el presidente de la República destaca los beneficios y ventajas del programa para los pequeños ahorradores y para el propio gobierno federal. A su vez el secretario de Hacienda, enfatiza en sus bondades y ventajas para los posibles beneficiarios. Y, por último, el presidente de la Asociación de Bancos de México, se congratula con la medida, al establecer que se trata de un programa que viene a complementar su actividad y no a competir por un sector de ahorradores que ellos tengan cubierto.

A continuación se transcribe parte del discurso del presidente Felipe Calderón Hinojosa en donde destaca las bondades del nuevo programa:

“Para mí, es una gran satisfacción el estar aquí con ustedes..., sobre todo para anunciar la puesta de un mecanismo que ponemos ahora a la disposición de los mexicanos y que permitirá a, prácticamente, un universo nuevo de ahorradores, verdaderamente, hacer inversiones más rentables y más fáciles. Se trata de poner en marcha, precisamente, el Programa de CETESDIRECTO.

Muchas personas en México, oyen hablar de los CETES por las noticias. Se habla de los CETES, es una palabra... que le suena raro a la gente; generalmente se asocia el CETE con las Casas de Bolsa, con los Bancos, con los clientes que tienen, más bien, más lana. Se asocia con un mundo distante al

⁵⁷ *Ibidem*, p. 135.

⁵⁸ Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Plan Anual de Financiamiento 2010, p. 17, en línea <http://www.hacienda.gob.mx>, Consulta: 30/03/2012.

ciudadano común.

Yo creo que esa ha sido un poco la historia de la relación de muchos mexicanos con los CETES, o en general, ya no digamos otros bonos que emite el Gobierno Federal en su deuda pública.

Mucha gente se imaginaba, por lo mismo, que este tipo de inversiones sólo están al alcance de unos cuantos, que se necesita tener mucho dinero para poderlo conseguir, que es un acceso que está restringido a gente que tiene muy buenas cuentas, que tiene ejecutivos de cuenta asignados personalmente a su atención. En fin.

La verdad es que, hasta ahora, los CETES, viéndolo bien, son de muy difícil acceso para la gran mayoría de los mexicanos. Hoy, damos un paso medular para que esto deje de ser así.

Este Programa nos va a permitir abrirle las puertas a todas las personas, para que conozca estos instrumentos financieros, y para que tenga la oportunidad de invertir su dinero, en beneficio de su familia.

CETESDIRECTO permitirá que, a través de una página de Internet, cualquier mexicana, cualquier mexicano, pueda ahorrar, y pueda invertir cantidades que, la verdad, eran impensables, desde 100 pesos, y de manera fácil y confiable.

Además, este Programa se puede ajustar a las necesidades específicas, al perfil de cada ahorrador. Se pueden comprar, lo mismo, CETES a 28 días por 100 pesos, que por otra cantidad, en bonos a 30 años, por ejemplo, que emita el Gobierno Federal. Cada usuario va a tener su propio Portafolio de Títulos del Gobierno Federal, controlado por Internet, en una cuenta, que es sencilla de manejar, una vez que se hace el contrato inicial, que es el que presenta, ciertamente, el esfuerzo mayor, y que implica, precisamente, el acceso seguro a Internet, precisamente, para decidir todo este tipo de transacciones.

Por otra parte, al invertir en deuda emitida por el Gobierno Federal, se financia directamente las obras, los programas que se realizan todos los días, para combatir la pobreza, para fomentar el desarrollo, para invertir en infraestructura, para financiar la educación, la salud, la seguridad, etcétera, etcétera. Es decir, éste es un esquema donde todos ganamos.”⁵⁹

En su turno, el secretario de Hacienda y Crédito Público, en aquel entonces Ernesto Cordero Arroyo, reitera las bondades del ahorro en general y del

⁵⁹ Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Discursos de Funcionarios, en línea <http://www.hacienda.gob.mx>, Consulta: 18/03/2012.

programa de CetesDirecto en particular. En palabras de este funcionario:

“Una persona con ahorro es una persona más libre, más próspera y menos vulnerable. Por eso la promoción del ahorro es uno de los objetivos de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y del Gobierno Federal. Una manera de lograrlo es a través de la inclusión financiera, de facilitar el acceso a todos los mexicanos al sistema financiero, objetivo que compartimos la autoridad y la Asociación de Bancos de México, y este objetivo empieza a reflejarse en los hechos.

El programa de cetesdirecto se enmarca precisamente en esta estrategia, los cetesdirectos tiene varias bondades, varias ventajas que me gustaría mencionar. La primera de ella es que permite hacer inversiones desde montos muy bajos, desde 100 pesos se puede comprar papel de gobierno sin pagar un solo peso por comisión.

Adicionalmente los cetesdirectos nos van a permitir aumentar la penetración financiera en los servicios en la población en general. Adicionalmente los cetesdirectos nos permiten estrenar un nuevo canal de distribución para la colocación de deuda pública en México y, lo más importante, a través de los cetesdirectos por primera vez se va a poner a disposición de las personas comunes, normales, al ciudadano de la calle, al ciudadano que tiene poco acceso al sistema financiero, a papel de gobierno al cual antes solamente tenían los grandes inversionistas.”⁶⁰

Por último, el presidente de la Asociación de Bancos de México, Ignacio Deschamps González, expresa su beneplácito ante el programa de CETESDIRECTO de la siguiente manera:

“...la medida que hoy se anuncia, impulsa aún más las posibilidades de ahorro e inversión de las familias, mediante un esquema que permitirá, por primera vez, a todos los ahorradores potenciales tengan la posibilidad de adquirir instrumentos de deuda emitidas por el Gobierno de manera directa en sus cuentas individuales.

Los inversionistas sofisticados y con montos altos de inversión, valoran la asesoría que bancos y Casas de Bolsa les damos para administrar sus inversiones, y, ciertamente, no requieren una facilidad como el cetesdirecto.

Ahora se trata de que pequeños inversionistas puedan comprar deuda gubernamental desde su cuenta bancaria, de manera sencilla y directa, aprovechando la tecnología que permite la conexión electrónica con el mercado.

⁶⁰ Ibídem.

Hace bien la Banca de Desarrollo en invertir para ofrecer al pequeño inversionista accesibilidad a estos instrumentos de alta seguridad con la colaboración del sistema financiero.”⁶¹

De los anteriores discursos queda claro que “los inversionistas sofisticados y con montos altos de inversión” seguirán comprando los instrumentos de deuda del gobierno federal a los bancos y casas de bolsa, mientras que el programa gubernamental de Cetesdirecto se encargará de colocar entre los pequeños ahorradores, no atendidos por la banca privada, esos instrumentos de deuda pública.

3.3 Funcionamiento

A continuación se presentan las características de funcionamiento del programa Cetesdirecto tal como se exponen en su portal de Internet ante el público inversionista.⁶²

El programa Cetesdirecto brinda a los posibles inversionistas los siguientes instrumentos de deuda gubernamentales: Cetes, Bonos, Bondes y Udibonos.

Sin embargo, para poder comprar estos instrumentos a través del programa es necesario firmar un contrato con Nacional Financiera S.N.C. que es la responsable de operar este programa. Existen dos formas de firmar el contrato: por internet o en una sucursal bancaria de BANSEFI o de BANJÉRCITO.

Para firmar un contrato vía sucursal bancaria primero hay que registrarse para pedir una apertura de cuenta por teléfono marcado desde el Distrito Federal al teléfono 5000-7999 o llamar Lada sin Costo al 01800-2383734. Hay que dar a un ejecutivo de cuenta los siguientes datos de la solicitud de contrato con Cetesdirecto:

1. Datos generales
2. Domicilio
3. Contacto
4. Beneficiarios
5. CLABE de la cuenta bancaria que se asociará con la cuenta de

⁶¹ Great City Magazine, Diversas intervenciones en el lanzamiento del programa CetesDirecto, en línea <http://www.gtcit.com>, Consulta:30/03/2012.

⁶² Nacional Financiera, S.N.C., Cetesdirecto. Ahorro seguro y a tu medida, en línea <http://www.cetesdirecto.com>, Consulta:15/03/2012.

- cetesdirecto
6. Perfilamiento
 7. Validación

Después se debe acudir a una sucursal de BANSEFI o de BANJÉRCITO para firmar el contrato de manera presencial. Ahí se dará al ejecutivo de cuenta el RFC y se entregarán los siguientes documentos:

1. Identificación oficial
2. Comprobante de domicilio (No mayor a tres meses)
3. Estado de cuenta bancaria (De la misma cuenta bancaria que se registró la CLABE y no mayor a tres meses)

Después de dos días hábiles de haber firmado el contrato en la sucursal se tiene que activar la cuenta en Cetesdirecto marcando desde el Distrito Federal al 5000-7999 o llamando Lada sin Costo al 01800-2383734.

Para firmar un contrato vía Internet se debe ingresar a www.cetesdirecto.com y dar click en "Regístrate aquí" en donde se deberá crear un usuario y una contraseña. Además se deberán seleccionar tres preguntas secretas y darles sus respectivas respuestas, con el fin de autenticarse en caso que se olvide la contraseña o se requiera atención telefónica.

Después se debe dar click en "Iniciar tu sesión" donde se debe escribir el usuario y la contraseña que se acaba de crear. Ahí se deben proporcionar los siguientes datos:

1. Datos generales
2. Domicilio
3. Contacto
4. Beneficiarios
5. CLABE de la cuenta bancaria que se asociará con la cuenta de cetesdirecto
6. Perfilamiento
7. Validación
8. Contratación

En el dato de contratación se debe elegir entre dos maneras de firmar el contrato a través de Internet: Contratación Exprés o Contratación FIEL. En la Contratación Exprés simplemente se debe de dar un click en "Firma Electrónica Aceptar" y automáticamente quedará firmado el contrato. Solamente que en esta forma de contrato los depósitos de la cuenta en Cetesdirecto quedarán topados en 3,000 UDIS mensuales, es decir, aproximadamente \$13,700 pesos. En la Contratación

FIEL se tiene que utilizar la Firma Electrónica Avanzada (FIEL) emitida por la Secretaría de Hacienda para la declaración de impuestos. En esta forma de contratación, como en la que se hace en la sucursal bancaria, los depósitos no tienen límite mensual, pero hay que enviar por correo electrónico copia del estado de cuenta bancaria de la cuenta que se registró previamente.

Una vez firmado y activado el contrato, se pueden adquirir Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos por dos medios: por internet y por teléfono. Por internet se puede acceder a la cuenta de Cetesdirecto cualquier día y a cualquier hora para realizar operaciones, consultar una tabla referencial con precios y tasas de interés indicativos, así como el calendario con los instrumentos a subastar en el mes. Por teléfono se puede consultar el saldo de la cuenta, realizar operaciones de compra y/o venta con la asistencia de un menú de voz interactivo, marcando desde el interior de la República al 01800-2383734, o desde el Distrito Federal al 5000-7999.

El flujo de efectivo entre la cuenta bancaria ligada al contrato de Cetesdirecto y la cuenta de éste se puede realizar por tres medios: por SPEI, domiciliación y expedición de cheques. El SPEI es un sistema de pagos electrónicos que permite a los clientes de los bancos enviar y recibir transferencias electrónicas de dinero en cuestión de minutos. La domiciliación bancaria consiste en el mandato de un titular de una cuenta a su banco para que con cargo a dicha cuenta, pague un recibo presentado por un tercero. El cheque es una orden de pago pura y simple librada contra un banco, en el cual el librador tiene fondos depositados a su orden en una cuenta corriente o autorización para girar en descubierto.

En cuanto a la forma para generar las órdenes de compra de Cetes, Bondes, Bonos o Udibonos se puede hacer de dos maneras: discrecional o recurrentemente. La alternativa discrecional le permite al inversionista de Cetesdirecto seleccionar antes de las 13:00 horas del lunes de cada semana el tipo de instrumento que va a comprar y el monto que invertirá en cada uno. En cambio en la otra alternativa el inversionista ahorrará de manera periódica sin la necesidad de ingresar constantemente a su cuenta de Cetesdirecto para generar las órdenes de compra. Para elegir esta última alternativa, en la página de Cetesdirecto se debe seleccionar la opción "Ahorro Recurrente" en donde se especificarán los siguientes datos: la cantidad de dinero que se desea invertir a la cuenta periódicamente, la cual deberá ser mayor a \$100 y menor a \$6000 y cuyo cargo se hará por domiciliación a la cuenta bancaria a la vista del participante; se deberá escoger entre un ahorro quincenal, cuyos cargos se harán el primer y tercer martes hábil de cada mes, o ahorro mensual, cuyo cargo se hará únicamente el primer martes hábil de cada mes; los recursos se invertirán únicamente en Cetes a 28 días y los intereses generados por la cuenta se podrán

reinvertir también de manera automática en estos mismos instrumentos de deuda.

Por último, es necesario aclarar que el programa de Cetesdirecto no tiene costos por apertura de contratación, ni genera comisiones por operación y que para poder cerrar la cuenta primero se debe dar la orden de vender todos los valores gubernamentales y depositar el dinero en la cuenta bancaria que se registró y solo cuando esté en ceros, la cuenta se procede a cerrar.

3.4 Resultados

Conforme a la información proporcionada por el Banco de México⁶³, la cual se presenta en la tabla tres de la página siguiente: solamente el 0.3% de la inversión total del programa CetesDirecto fue canalizada a la compra de Bonos, Udibonos y Bondes a diversos plazos, para ser exactos \$1,646,800.00 pesos al 29 de marzo del 2012. El restante 99.7% fue destinado a la compra de Cetes a 28, 91 y 182 días.

En esa misma tabla se observa en la última columna que el mayor monto de la inversión se concentraba en los Cetes a 28 días, un monto superior a \$383 millones de pesos, llegando a representar alrededor del 70% de la inversión total. En orden decreciente le siguen los Cetes a 91 días con un 19% de la inversión total, con aproximadamente \$104 millones de pesos, y, por último, en tercer lugar, se encuentran los Cetes a 182 días con un monto de inversión de casi \$60 millones de pesos y un porcentaje cercano al 11% de la inversión total del programa CetesDirecto de 549 millones de pesos al cierre de marzo del 2012.

A su vez, en la gráfica dos presentada dos páginas adelante se observa el crecimiento sostenido de la inversión de los ahorradores del programa Cetesdirecto, rebasando los quinientos millones de pesos en poco más de un año de operación.

⁶³ Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa “CetesDirecto”, en línea <http://banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012.

Tabla 3

Monto invertido por los inversionistas del programa CetesDirecto en CETES y Bonos del gobierno Federal

(Pesos corrientes)

Fecha	Cetes 28 días	Cetes 91 días	Cetes 182 días	Total Cetes	Bonos*	Total inversión
02/12/2010	230 120	2 820	2 940	235 880	0	235 880
30/12/2010	12 104 540	3 924 460	3 103 240	19 132 240	600	19 132 840
27/01/2011	25 388 600	19 204 120	7 168 630	51 761 350	900	51 762 250
24/02/2011	38 070 400	30 515 190	11 896 640	80 482 230	3 000	80 485 230
31/03/2011	61 028 780	44 004 080	16 947 010	121 979 870	6 300	121 986 170
28/04/2011	63 474 730	46 936 570	23 332 640	133 743 940	41 800	133 785 740
26/05/2011	86 442 880	52 505 950	33 830 930	172 779 760	71 800	172 851 560
30/06/2011	111 787 820	55 669 990	37 535 220	204 993 030	82 400	205 075 430
28/07/2011	131 077 390	60 142 480	40 217 210	231 437 080	114 000	231 551 080
25/08/2011	154 214 000	55 313 980	45 916 740	255 444 720	366 500	255 811 220
29/09/2011	167 194 180	77 566 690	47 978 760	292 739 630	479 700	293 219 330
27/10/2011	216 992 500	80 751 310	45 962 370	343 706 180	597 200	344 303 380
24/11/2011	249 799 500	68 313 050	48 132 480	366 245 030	670 700	366 915 730
29/12/2011	282 041 820	66 963 750	53 812 220	402 817 790	1 181 900	403 999 690
26/01/2012	306 298 880	89 687 390	56 347 900	452 334 170	1 304 000	453 638 170
23/02/2012	352 955 050	100 640 410	59 350 410	512 945 870	1 528 600	514 474 470
29/03/2012	383 518 530	104 173 820	59 458 240	547 150 590	1 646 800	548 797 390

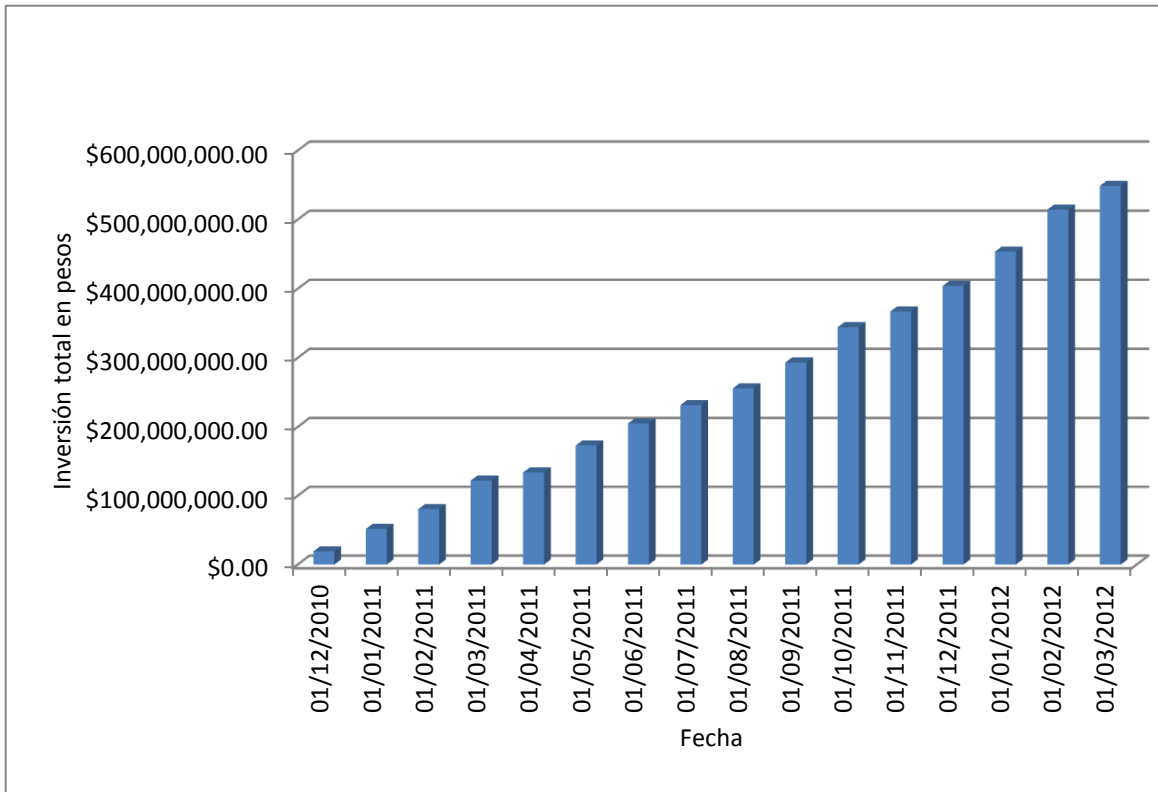
*Incluye Bonos y Udibonos a 3, 5, 7, 10, 20 y30 años; y Bondes a 1, 3, 5 y 7 años.

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa "CetesDirecto", en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012.

Gráfica 2

Inversión total de los participantes en el programa CetesDirecto, diciembre del 2010 a marzo del 2012

(Pesos corrientes)



Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa “CetesDirecto”, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012.

Si consideramos la fórmula del interés compuesto⁶⁴ y sustituimos los datos de la inversión al inició (\$235,880) y final del periodo (\$547,150,590), tomados de la tabla tres, junto con el número de periodos de 16 meses, obtendremos la espectacular tasa de crecimiento de la inversión de los participantes de Cetesdirecto del 62.3% mensual:

$$\text{Tasa de crecimiento} = 16 \sqrt[16]{\frac{\$548,797,390}{\$235,880}} - 1 \times 100 = 62.3\%$$

En cuanto a las tasas de rendimiento nominal obtenidas en la compra de Cetes de diferentes plazos por los usuarios del programa Cetesdirecto, se pueden observar en la tabla cuatro de la página siguiente, que desde que este programa entró en operación han sido superiores al 4% anual. Es más, en el último renglón de la misma tabla, se puede ver que a mayor plazo, los Cetes, en promedio, han pagado mayor rendimiento a los inversionistas de CetesDirecto. La tasa promedio anual de los Cetes a 28 días fue del 4.24%; la de Cetes a 91 días fue del 4.32% y de los Cetes a 182 días fue del 4.42%.

⁶⁴ Vidaurri Aguirre, Héctor Manuel, Matemáticas Financieras, Tercera edición, México: Thomson, 2004, p.185.

Tabla 4

Tasas de rendimiento nominales de CETES a diferentes plazos adquiridos por los inversionistas del programa CetesDirecto

(Por ciento anual)

Mes/Año	Cetes 28 días	Cetes 91 días	Cetes 182 días
Diciembre/2010	4.29	4.48	4.57
Enero/2011	4.13	4.39	4.45
Febrero/2011	4.03	4.24	4.48
Marzo/2011	4.26	4.27	4.47
Abril/2001	4.27	4.34	4.50
Mayo/2011	4.30	4.39	4.50
Junio/2011	4.36	4.34	4.43
Julio/2011	4.13	4.22	4.39
Agosto/2011	4.04	4.18	4.33
Septiembre/2011	4.22	4.24	4.28
Octubre/2011	4.35	4.32	4.33
Noviembre/2011	4.34	4.32	4.33
Diciembre/2011	4.33	4.39	4.42
Enero/2012	4.26	4.41	4.45
Febrero/2012	4.31	4.34	4.38
Promedio	4.24	4.32	4.42

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa “CetesDirecto”, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012.

En resumen, los resultados del programa CetesDirecto han sido positivos, es decir, las tasas de crecimiento de la inversión han sido espectaculares y los rendimientos sobre la inversión se han mantenido por arriba del 4% anual.

3.5 Evaluación

En la tabla cinco de la siguiente página se presentan las tasas de rendimiento nominales de Cetes a 28 días en porcentaje anual, así como las tasas correspondientes a ese plazo de los pagarés liquidables al vencimiento de los principales bancos que operan en el país conforme a información proporcionada por el Banco de México.⁶⁵ En ella se observa que los Cetes a 28 días han dado rendimientos nominales superiores en todo el periodo a los pagarés liquidables al vencimiento de cualquiera de los bancos. También se puede ver que el Banco Mifel dio los mejores rendimientos de la banca: 2.8% anual para los pagarés a 28 días y que Bancomer ofreció el peor rendimiento en pagarés liquidables al vencimiento a 28 días, de 0.94% anual. De esa tabla se calcula fácilmente el beneficio adicional que obtuvieron los participantes del programa Cetesdirectos al trasladar sus ahorros de estos instrumentos bancarios a la compra de deuda gubernamental a través del programa Cetesdirectos: 1.44% anual, si se compara con el rendimiento proporcionado por el Banco Mifel y 3.3% anual, si se compara con el rendimiento dado por los pagarés liquidables al vencimiento de Bancomer.

La situación no es diferente si se analizan los rendimientos nominales de los Cetes a 91 y a 182 días y se los compara con los rendimientos de los pagarés bancarios liquidables al vencimiento correspondiente.

⁶⁵ Banco de México, Tasas de interés de pagarés con rendimientos liquidables al vencimiento y de depósitos a plazo fijo, en moneda nacional, de la banca, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta:05/04/2012.

Tabla 5

Tasas de rendimiento nominales de CETES a 28 días y de Pagarés Liquidables al Vencimiento de bancos a 28 días

(Por ciento anual)

Mes/año	Cetes	Mifel	Banregio	Banco Monex	HSBC	Bajío	BanCoppel	Banco Amigo	Scotiabank	Bancomer
Diciembre/2010	4.29	2.85	2.37	2.25	2.10	2.05	2.00	2.00	1.65	1.19
Enero/2011	4.13	2.69	2.28	2.25	2.10	2.05	2.00	2.00	1.65	1.18
Febrero/2011	4.03	2.59	2.23	2.25	2.10	2.05	2.00	2.00	1.65	1.14
Marzo/2011	4.26	2.82	2.35	2.25	2.10	2.05	2.00	2.00	1.65	0.98
Abril/2011	4.27	2.83	2.35	2.25	2.10	2.05	2.00	2.00	1.65	0.85
Mayo/2011	4.30	2.86	2.37	2.25	2.10	2.05	2.00	1.91	1.65	0.85
Junio/2011	4.36	2.92	2.40	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.85
Julio/2011	4.13	2.69	2.28	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.85
Agosto/2011	4.04	2.60	2.23	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.85
Septiembre/2011	4.22	2.78	2.33	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.85
Octubre/2011	4.35	2.91	2.40	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.85
Noviembre/2011	4.34	2.90	2.39	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.88
Diciembre/2011	4.33	2.89	2.38	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.95
Enero/2012	4.26	2.82	2.35	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.95
Febrero/2012	4.31	2.87	2.38	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.95
Marzo/2012	4.23	2.79	2.33	2.25	2.10	2.05	2.00	1.82	1.65	0.95
Promedio	4.24	2.80	2.34	2.25	2.10	2.05	2.00	1.88	1.65	0.94

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa “CetesDirecto”, en línea <http://banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012.

En la tabla seis de la página siguiente, con información del Banco de México,⁶⁶ se observa nuevamente que los Cetes, en este caso a 91 días, dieron tasas de rendimiento nominales anuales en todo el periodo mayores a las tasas de rendimiento de los pagarés bancarios liquidables al vencimiento. Se puede observar que el Banco Mifel dio las mejores tasas de pagarés a 91 días proporcionado un 3.4% anual en promedio, mientras que Bancomer ofreció las tasas más bajas de este instrumento de captación bancaria, 0.94% anual en promedio en el periodo. Si comparamos los rendimientos de Cetes a 91 días con los pagarés del Banco Mifel obtenemos los beneficios adicionales mínimos que obtuvieron los participantes del programa de Cetesdirectos que invirtieron su dinero a este plazo: 0.93% anual. Y si hacemos la comparación con los rendimientos de los pagarés de Bancomer que ofrecieron los peores rendimientos para este plazo, tenemos que los ahorradores del programa de Cetesdirectos obtuvieron un beneficio adicional máximo para este plazo de 3.39% anual.

⁶⁶ *Ibíd.*

Tabla 6

Tasas de rendimiento nominales de CETES a 91 días y de Pagarés Liquidables al Vencimiento de bancos a 91 días

(Por ciento anual)

Mes/Año	Cetes	Mifel	Banregio	BanCoppel	Bajo	Banco Monex	HSBC	Banco Amigo	Scotiabank	Bancomer
Diciembre/2010	4.48	3.45	3.06	2.75	2.45	2.25	2.10	2.00	1.70	1.19
Enero/2011	4.39	3.29	2.94	2.63	2.45	2.25	2.10	2.00	1.70	1.18
Febrero/2011	4.24	3.19	2.87	2.50	2.45	2.25	2.10	2.00	1.70	1.14
Marzo/2011	4.27	3.42	3.03	2.50	2.45	2.25	2.10	2.00	1.70	1.00
Abril/2011	4.34	3.43	3.04	2.50	2.45	2.25	2.10	2.00	1.70	0.90
Mayo/2011	4.40	3.46	3.06	2.50	2.45	2.25	2.10	1.93	1.70	0.90
Junio/2011	4.34	3.52	3.10	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.90
Julio/2011	4.22	3.29	2.94	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.86
Agosto/2011	4.18	3.20	2.88	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.85
Septiembre/2011	4.24	3.38	3.00	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.85
Octubre/2011	4.32	3.51	3.10	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.75
Noviembre/2011	4.32	3.50	3.09	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.79
Diciembre/2011	4.39	3.49	3.08	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.92
Enero/2012	4.41	3.42	3.03	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.92
Febrero/2012	4.34	3.47	3.07	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.92
Marzo/2012	4.38	3.39	3.01	2.50	2.45	2.25	2.10	1.86	1.70	0.92
Promedio	4.33	3.40	3.02	2.52	2.45	2.25	2.10	1.91	1.70	0.94

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa “CetesDirecto”, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012.

A continuación, en la tabla siete que se presenta en la página siguiente, con información del Banco de México,⁶⁷ se observa que los inversionistas del programa gubernamental Cetesdirecto que compraron Cetes a 182 días obtuvieron en todo el periodo analizado tasas de rendimiento anuales nominales superiores a los rendimientos que se hubieran obtenido con la compra de pagarés bancarios liquidables a vencimiento a 182 días. En este caso también el Banco Mifel ofreció un mayor rendimiento nominal de 3.45% anual sobre este tipo de instrumentos de captación bancaria, mientras que Bancomer ofertó el peor rendimiento promedio del periodo, de 0.97% de interés anual. El beneficio neto que obtuvieron los ahorradores del programa Cetesdirecto respecto de los compradores de los pagarés del Banco Mifel fue del 0.97% anual. Y el beneficio adicional que obtuvieron respecto de los compradores de los pagarés a 182 días de Bancomer fue de 3.45% anual.

⁶⁷ *Ibidem.*

Tabla 7

Tasas de rendimiento nominales de CETES a 182 días y de Pagarés Liquidables al Vencimiento de bancos a 182 días

(Por ciento anual)

Mes/Año	Cetes	Mifel	BanCoppel	Bajo	Banco Monex	HSBC	Banco Amigo	Scotiabank	Bancomer
Diciembre/2010	4.57	3.50	3.50	2.75	2.25	2.10	2.00	1.70	1.19
Enero/2011	4.45	3.34	3.38	2.75	2.25	2.10	2.00	1.70	1.18
Febrero/2011	4.48	3.24	3.25	2.75	2.25	2.10	2.00	1.70	1.14
Marzo/2011	4.47	3.47	3.25	2.75	2.25	2.10	2.00	1.70	1.00
Abril/2011	4.50	3.48	3.25	2.75	2.25	2.10	2.00	1.70	0.90
Mayo/2011	4.50	3.51	3.25	2.75	2.25	2.10	1.94	1.70	0.90
Junio/2011	4.43	3.57	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.90
Julio/2011	4.39	3.34	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.90
Agosto/2011	4.33	3.25	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.90
Septiembre/2011	4.28	3.43	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.90
Octubre/2011	4.33	3.56	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.90
Noviembre/2011	4.33	3.55	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.91
Diciembre/2011	4.42	3.54	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.95
Enero/2012	4.45	3.47	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.95
Febrero/2012	4.38	3.52	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.95
Marzo/2012	4.41	3.44	3.25	2.75	2.25	2.10	1.88	1.70	0.95
Promedio	4.42	3.45	3.27	2.75	2.25	2.10	1.92	1.70	0.97

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa “CetesDirecto”, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012.

De acuerdo con las anteriores tablas y cálculos se hace patente que los ahorradores participantes en el programa gubernamental Cetesdirecto están obteniendo un beneficio neto nominal positivo, respecto de los ahorradores que compran pagarés liquidables al vencimiento en los diferentes bancos que operan en el país; pero ¿qué ocurre con el rendimiento real? ¿Los participantes del programa Cetesdirecto están obteniendo también un incremento real de su riqueza, o no?

En la tabla ocho de la siguiente página se presentan las tasas de rendimiento reales mensuales porcentuales de Cetes a 28 días y de pagarés bancarios liquidables al vencimiento a ese plazo, calculadas con la información del proceso inflacionario proporcionada por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía.⁶⁸ Es de importancia remarcar el último renglón en donde se presentan las tasas acumuladas del periodo de 15 meses. En ese renglón se puede ver que todos los bancos ofrecieron tasas de rendimiento reales negativas a los ahorradores, sobresaliendo Bancomer como aquel banco con la peor tasa real acumulada en el periodo de -3.99%. Incluso, el Banco Mifel que como hemos visto ofrece las mejores tasas nominales, cuando estas se transforman en reales descontándoles la inflación, su tasa acumulada se vuelve negativa: de -1.67% en 15 meses. En cambio, las tasas reales de Cetes a 28 días aunque en algunos meses fueron negativas, al sumarlas dan una tasa acumulada positiva en el periodo del 0.13%.

⁶⁸ Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Índices de precios, en línea <http://www.inegi.org.mx>, Consulta:07/04/2012.

Tabla 8

Tasas de rendimiento reales de CETES a 28 días y de Pagarés Liquidables al Vencimiento de bancos a 28 días

(Por ciento mensual)

Mes/año	Cetes	Mifel	Banregio	Banco Monex	HSBC	Bajío	BanCoppel	Banco Amigo	Scotiabank	Bancomer
Diciembre/2010	-0.14	-0.26	-0.30	-0.31	-0.32	-0.32	-0.33	-0.33	-0.36	-0.40
Enero/2011	-0.14	-0.26	-0.30	-0.30	-0.31	-0.32	-0.32	-0.32	-0.35	-0.39
Febrero/2011	-0.04	-0.16	-0.19	-0.19	-0.20	-0.20	-0.21	-0.21	-0.24	-0.28
Marzo/2011	0.16	0.04	0.00	0.00	-0.02	-0.02	-0.03	-0.03	-0.05	-0.11
Abril/2011	0.36	0.24	0.20	0.20	0.18	0.18	0.17	0.17	0.15	0.08
Mayo/2011	1.10	0.98	0.93	0.92	0.91	0.91	0.90	0.90	0.87	0.81
Junio/2011	0.37	0.25	0.21	0.19	0.18	0.18	0.17	0.16	0.14	0.08
Julio/2011	-0.14	-0.26	-0.29	-0.29	-0.30	-0.31	-0.31	-0.33	-0.34	-0.41
Agosto/2011	0.18	0.06	0.03	0.03	0.02	0.01	0.01	-0.01	-0.02	-0.09
Septiembre/2011	0.11	-0.01	-0.05	-0.06	-0.07	-0.07	-0.08	-0.09	-0.11	-0.17
Octubre/2011	-0.31	-0.43	-0.48	-0.49	-0.50	-0.50	-0.51	-0.52	-0.54	-0.60
Noviembre/2011	-0.72	-0.84	-0.88	-0.89	-0.91	-0.91	-0.91	-0.93	-0.94	-1.01
Diciembre/2011	-0.46	-0.58	-0.62	-0.63	-0.65	-0.65	-0.66	-0.67	-0.68	-0.74
Enero/2012	-0.35	-0.47	-0.51	-0.52	-0.53	-0.54	-0.54	-0.56	-0.57	-0.63
Febrero/2012	0.16	0.04	-0.01	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04	-0.05	-0.07	-0.12
Acumulada	0.13	-1.67	-2.25	-2.36	-2.55	-2.61	-2.67	-2.81	-3.11	-3.99

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa "CetesDirecto", en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012 y del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Índices de precios, en línea <http://www.inegi.org.mx>, Consulta:07/04/2012.

En las tablas nueve y diez presentadas una y dos páginas adelante, también elaboradas con datos sobre la inflación proporcionados por el Instituto Nacional de Estadística y Geografía,⁶⁹ se observa que conforme aumenta el plazo, las tasas reales acumuladas en el periodo de Cetes a 91 y 182 días obtenidas por los ahorradores participantes en el programa Cetesdirecto también aumentan: los compradores de Cetes a 91 días obtuvieron un rendimiento acumulado real en el periodo del 0.23% y los compradores de Cetes a 182 días obtuvieron un rendimiento acumulado real del 0.35%.

En cuanto a los bancos comerciales, también se puede observar en las tablas nueve y diez, que todos dieron tasas de rendimiento reales acumuladas negativas a los ahorradores que compraron pagarés liquidables al vencimiento a 91 y 182 días. Se observa además que Bancomer ofreció las tasas reales más negativas y los bancos más pequeños como Mifel, Banregio, BanCoppel o Bajío dieron las tasas reales menos negativas. En consecuencia, todos los bancos comerciales, grandes y pequeños por igual, deterioraron el patrimonio de sus clientes, al pagar tasas nominales por debajo de la inflación.

En cambio, de acuerdo con los anteriores datos, el programa gubernamental de Cetesdirecto proporcionó a sus participantes un incremento real de su riqueza, dado que sus rendimientos nominales estuvieron por arriba de la inflación, aunque no en una magnitud considerable, ya que los Cetes a 28, 91 y 182 días, apenas pagaron a los participantes del programa por cada \$100 pesos invertidos: 13, 23 y 35 centavos respectivamente en un periodo de 15 meses. De estos rendimientos reales tan exiguos se desprende que el programa gubernamental CetesDirecto, es más una alternativa de ahorro, la cual conserva el valor de los ahorros de las familias en términos reales, que una alternativa de inversión que incrementa de manera considerable el valor de su capital.

⁶⁹ *Ibidem*.

Tabla 9

Tasas de rendimiento reales de CETES a 91 días y de Pagarés Liquidables al Vencimiento de bancos a 91 días

(Por ciento mensual)

Mes/año	Cetes	Mifel	Banregio	BanCoppel	Bajo	Banco Monex	HSBC	Banco Amigo	Scotiabank	Bancomer
Diciembre/2010	-0.12	-0.21	-0.24	-0.27	-0.29	-0.31	-0.32	-0.33	-0.35	-0.40
Enero/2011	-0.12	-0.21	-0.24	-0.27	-0.28	-0.30	-0.31	-0.32	-0.35	-0.39
Febrero/2011	-0.02	-0.11	-0.14	-0.17	-0.17	-0.19	-0.20	-0.21	-0.23	-0.28
Marzo/2011	0.16	0.09	0.06	0.02	0.01	0.00	-0.02	-0.03	-0.05	-0.11
Abril/2011	0.37	0.29	0.26	0.22	0.21	0.20	0.18	0.17	0.15	0.08
Mayo/2011	1.10	1.03	0.99	0.95	0.94	0.92	0.91	0.90	0.88	0.81
Junio/2011	0.37	0.30	0.26	0.21	0.21	0.19	0.18	0.16	0.15	0.08
Julio/2011	-0.13	-0.21	-0.23	-0.27	-0.28	-0.29	-0.30	-0.32	-0.34	-0.41
Agosto/2011	0.19	0.11	0.08	0.05	0.05	0.03	0.02	0.00	-0.02	-0.09
Septiembre/2011	0.11	0.04	0.00	-0.04	-0.04	-0.06	-0.07	-0.09	-0.10	-0.17
Octubre/2011	-0.31	-0.38	-0.42	-0.47	-0.47	-0.49	-0.50	-0.52	-0.53	-0.61
Noviembre/2011	-0.72	-0.79	-0.82	-0.87	-0.88	-0.89	-0.91	-0.93	-0.94	-1.02
Diciembre/2011	-0.46	-0.53	-0.57	-0.61	-0.62	-0.63	-0.65	-0.67	-0.68	-0.75
Enero/2012	-0.34	-0.42	-0.46	-0.50	-0.50	-0.52	-0.53	-0.55	-0.57	-0.63
Febrero/2012	0.16	0.09	0.05	0.01	0.00	-0.02	-0.03	-0.05	-0.06	-0.13
Acumulado	0.23	-0.92	-1.40	-2.02	-2.11	-2.36	-2.55	-2.78	-3.05	-4.00

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa "CetesDirecto", en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012 y del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Índices de precios, en línea <http://www.inegi.org.mx>, Consulta:07/04/2012.

Tabla 10

Tasas de rendimiento reales de CETES a 182 días y de Pagarés Liquidables al Vencimiento de bancos a 182 días

(Por ciento mensual)

Mes/año	Cetes	Mifel	BanCoppel	Bajío	Banco Monex	HSBC	Banco Amigo	Scotiabank	Bancomer
Diciembre/2010	-0.11	-0.20	-0.20	-0.27	-0.31	-0.32	-0.33	-0.35	-0.40
Enero/2011	-0.12	-0.21	-0.21	-0.26	-0.30	-0.31	-0.32	-0.35	-0.39
Febrero/2011	0.00	-0.10	-0.10	-0.15	-0.19	-0.20	-0.21	-0.23	-0.28
Marzo/2011	0.18	0.10	0.08	0.04	0.00	-0.02	-0.03	-0.05	-0.11
Abril/2011	0.38	0.30	0.28	0.24	0.20	0.18	0.17	0.15	0.08
Mayo/2011	1.11	1.03	1.01	0.97	0.92	0.91	0.90	0.88	0.81
Junio/2011	0.37	0.30	0.28	0.23	0.19	0.18	0.16	0.15	0.08
Julio/2011	-0.11	-0.20	-0.21	-0.25	-0.29	-0.30	-0.32	-0.34	-0.40
Agosto/2011	0.20	0.11	0.11	0.07	0.03	0.02	0.00	-0.02	-0.08
Septiembre/2011	0.11	0.04	0.03	-0.02	-0.06	-0.07	-0.09	-0.10	-0.17
Octubre/2011	-0.31	-0.38	-0.40	-0.45	-0.49	-0.50	-0.52	-0.53	-0.60
Noviembre/2011	-0.72	-0.79	-0.81	-0.85	-0.89	-0.91	-0.92	-0.94	-1.01
Diciembre/2011	-0.45	-0.53	-0.55	-0.59	-0.63	-0.65	-0.67	-0.68	-0.74
Enero/2012	-0.34	-0.42	-0.44	-0.48	-0.52	-0.53	-0.55	-0.57	-0.63
Febrero/2012	0.16	0.09	0.07	0.03	-0.02	-0.03	-0.05	-0.06	-0.12
Acumulada	0.35	-0.86	-1.08	-1.73	-2.36	-2.55	-2.77	-3.05	-3.96

Fuente: Elaboración propia con datos del Banco de México, Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa "CetesDirecto", en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 04/04/2012 y del Instituto Nacional de Estadística y Geografía, Índices de precios, en línea <http://www.inegi.org.mx>, Consulta:07/04/2012.

Ahora se pasará a responder la pregunta de ¿qué tipo de ahorradores están participando en el programa Cetesdirecto? ¿Pequeños ahorradores, o grandes ahorradores altamente capitalizados?

Del subcapítulo 2.4, denominado “Fallo del mercado secundario”, en primer lugar, debemos recordar que para que los clientes de un banco comercial o una casa de bolsa puedan comprar valores gubernamentales, deben contar con un mínimo de inversión de \$500,000.00 pesos. En segundo lugar, tenemos que apuntar que conforme a los datos proporcionados por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en el Plan Anual de Financiamiento 2012: “Desde su lanzamiento, el programa cetesdirecto ha recibido más de 3 millones 800 mil visitas en su portal; 38 mil personas se han registrado como usuarios y la inversión total en instrumentos financieros gubernamentales es cercana a los 500 millones de pesos.”⁷⁰

Así pues, si hacemos cuentas: 500 millones de pesos entre 38 mil usuarios nos da una inversión *per cápita* de \$13,158 pesos por participante en el programa gubernamental Cetesdirecto. Lo cual significa que efectivamente el programa está cumpliendo con el objetivo de atender las necesidades de los pequeños ahorradores en el sentido de proporcionarles valores de deuda gubernamentales con montos inferiores a los requeridos por las casas de bolsa y la banca comercial.

⁷⁰ Secretaría de Hacienda y Crédito Público, Plan Anual de Financiamiento 2012, p.13, en línea <http://www.hacienda.gob.mx>, Consulta:15/04/2012.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

En este ensayo, en el capítulo dos, se ha descrito la manera en que el Banco de México coloca los Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos emitidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público entre los intermediarios financieros autorizados a través de un procedimiento de subasta. Estos intermediarios financieros autorizados: casas de bolsa y bancos comerciales, a su vez, los venden entre el público inversionista, pero estableciendo un mínimo de inversión de \$500 000.00 pesos. De lo cual se desprende que los pequeños ahorradores no forman parte del mercado de los instrumentos de la deuda gubernamental que ofrece la banca múltiple y las casas de bolsa entre las personas físicas. Esto debido a que para poder comprar dichos valores, un pequeño ahorrador necesitaría contar con un excedente económico de cientos de miles de pesos: monto que por definición no tiene.

Si, como establece la teoría del bienestar, los mercados privados incurren en el fallo de mercados incompletos cuando **no suministran** un bien o un servicio aun cuando los compradores están dispuestos a pagarlo, se debe concluir que el mercado de deuda del gobierno federal mexicano se encuentra en esa situación dado que la banca y casas de bolsa privadas no suministran entre los pequeños ahorradores los títulos de deuda del gobierno federal que adquieren en las subastas primarias del Banco de México.

Ante esta situación, de falla de mercados incompletos, el gobierno federal ha puesto en marcha el programa Cetesdirecto que busca colocar entre los pequeños ahorradores, no atendidos por la banca privada y casas de bolsa, los instrumentos de deuda del gobierno federal: Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos, con montos mínimos de inversión desde \$100.00 pesos.

En el capítulo tres se ha documentado que la inversión per cápita de los 38 000 usuarios del programa Cetesdirecto es de alrededor de \$13,158.00 pesos, lo cual significa que efectivamente el programa está cumpliendo con el objetivo de atender las necesidades de los pequeños ahorradores en el sentido de proporcionarles valores gubernamentales con montos inferiores a los requeridos por las casas de bolsa y banca comercial. También en ese capítulo se han presentado datos que prueban que las tasas de rendimiento nominales y reales de los Cetes a 28, 91 y 182 días han sido superiores en todo el periodo analizado a las tasas de interés de los pagarés liquidables al vencimiento de cualquiera de los bancos comerciales.

Asimismo, se ha probado que el programa gubernamental Cetesdirecto ha

proporcionado a sus participantes un incremento real de su riqueza, dado que sus rendimientos nominales estuvieron por arriba de la inflación, aunque no en una magnitud considerable, ya que los Cetes a 28, 91 y 182 días, apenas pagaron a los participantes del programa por cada \$100 pesos invertidos: 13, 23 y 35 centavos respectivamente en un periodo de 15 meses. Sin embargo, comparado con los bancos estos rendimientos son muy buenos ya que todos los bancos ofrecieron tasas de rendimiento reales negativas a los ahorradores que adquirieron pagarés liquidables al vencimiento, incluso, el Banco Mifel que como hemos visto ofrece las mejores tasas nominales, cuando estas se transforman en reales descontándoles la inflación, sus tasas acumuladas en el periodo de 15 meses se vuelven negativas, de -1.67% para 28 días, de -0.92% para 91 días y de -0.86% para 182 días. Lo que significa que Banco Mifel hizo perder a sus clientes por cada \$100 pesos invertidos: un peso con sesenta y siete centavos, 92 centavos y 86 centavos, respectivamente, en un periodo de 15 meses.

Si se considera la teoría del bienestar que postula que el gobierno puede resolver un fallo del mercado en el sentido de Pareto si un programa público mejora el bienestar de algunas personas sin empeorar el de ninguna otra, entonces se debe concluir que el programa Cetesdirecto ha resuelto el fallo de mercado en la colocación de deuda pública en el mercado secundario, al permitir que los pequeños ahorradores compren Cetes, Bondes, Bonos y Udibonos, mejorando los rendimientos de sus inversiones, sin perjudicar a los medianos y grandes inversionistas que siguen adquiriendo estos instrumentos en los bancos y casas de bolsa particulares.

Por último, se darán las siguientes recomendaciones a los ahorradores que aún no conocen el programa gubernamental Cetesdirecto:

En primer lugar, se sugiere a los pequeños ahorradores que cambien sus ahorros al programa Cetesdirecto, para conservar por lo menos el poder adquisitivo de su dinero, dado que se ha probado en el capítulo tres, que todo comprador de pagarés liquidables al vencimiento en cualquier banco comercial, grande o pequeño, está perdiendo poder adquisitivo, ya que estos instrumentos “de ahorro” pagan tasas nominales de interés por debajo de la inflación, y que, en cambio, el programa gubernamental de Cetesdirecto está proporcionado a sus participantes un incremento real de su riqueza, al estar sus rendimientos nominales por arriba de la inflación, aunque - debe decirse- no en una magnitud considerable.

En segundo lugar, se sugiere a los pequeños ahorradores que estén interesados a cambiar su ahorros al programa Cetesdirectos, que elijan la opción de “Ahorro Recurrente” en donde ahorrarán de manera periódica sin la necesidad de ingresar

constantemente a su cuenta para generar órdenes de compra y en donde los recursos se invertirán únicamente en Cetes a 28 días y los intereses generados por la cuenta se podrán reinvertir de manera automática en estos mismos instrumentos, esto derivado de que prácticamente las tasas reales y nominales de los Cetes a diferentes plazos prácticamente han sido muy parecidas.

En síntesis, se puede asegurar que el gobierno federal ha acertado en lanzar este programa para resolver el fallo del mercado de deuda gubernamental y que los pequeños ahorradores deberían aprovecharlo cuanto antes, para dejar de perder su patrimonio en la banca comercial, y por lo menos mantener el poder adquisitivo de sus ahorros.

ANEXO 1. BANCOS QUE OPERAN EN MÉXICO

1. American Express Bank (México), S.A., Institución de Banca Múltiple
2. BBVA Bancomer, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero BBVA Bancomer
3. BanCoppel, S.A., Institución de Banca Múltiple
4. Banca Afirme, S.A., Institución de Banca Múltiple, Afirme Grupo Financiero
5. Banca Mifel, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Mifel
6. Banco Actinver, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Actinver
7. Banco Ahorro Famsa, S.A., Institución de Banca Múltiple
8. Banco Amigo, S.A., Institución de Banca Múltiple
9. Banco Autofin México, S.A., Institución de Banca Múltiple
10. Banco Azteca, S.A., Institución de Banca Múltiple
11. Banco Compartamos, S.A., Institución de Banca Múltiple
12. Banco Credit Suisse (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México)
13. Banco Fácil, S.A., Institución de Banca Múltiple
14. Banco Inbursa, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Inbursa
15. Banco Interacciones, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Interacciones
16. Banco Invex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Invex Grupo Financiero
17. Banco JP Morgan, S.A., Institución de Banca Múltiple, JP Morgan Grupo Financiero (CHASE)
18. Banco Mercantil del Norte, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Banorte
19. Banco Monex, S.A., Institución de Banca Múltiple, Monex Grupo Financiero
20. Banco Multiva, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Multiva
21. Banco Nacional de México, S.A., Integrante del Grupo Financiero Banamex

22. Banco Regional de Monterrey, S.A., Institución de Banca Múltiple
23. Banco Regional, S.A., Institución de Banca Múltiple, Banregio Grupo Financiero
24. Banco Santander (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Santander
25. Banco Ve por Más, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Ve por Más
26. Banco Wal-Mart de México Adelante, S.A., Institución de Banca Múltiple
27. Banco del Bajío, S.A., Institución de Banca Múltiple
28. Bank of America México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Bank of America
29. Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ (México), S.A. Institución de Banca Múltiple Filial
30. Bansi, S.A., Institución de Banca Múltiple
31. Barclays Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Barclays México
32. CIBanco, S.A., Institución de Banca Múltiple
33. Deutsche Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple
34. HSBC México, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero HSBC
35. ING Bank (México), S.A., Institución de Banca Múltiple, ING Grupo Financiero
36. Ixe Banco, S.A., Institución de Banca Múltiple, Ixe Grupo Financiero
37. Scotiabank Inverlat, S.A., Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Scotiabank Inverlat
38. The Bank of New York Mellon, S.A., Institución de Banca Múltiple
39. The Royal Bank of Scotland México, S.A., Institución de Banca Múltiple
40. UBS Bank México, S.A., Institución de Banca Múltiple, UBS Grupo Financiero.

Fuente: Banco de México, Catálogo de instituciones del sistema financiero, en línea <http://www.banxico.org.mx>, Consulta: 09/03/2012.

ANEXO 2. CASAS DE BOLSA QUE OPERAN EN MÉXICO

1. ABN AMRO SECURITIES (MEXICO), S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
2. ACCIONES Y VALORES BANAMEX, S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
3. ACTINVER CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
4. BARCLAYS CAPITAL CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
5. BULLTICK CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
6. CASA DE BOLSA BBVA BANCOMER, S.A. DE C.V.
7. CASA DE BOLSA CREDIT SUISSE (MEXICO), S.A. DE C.V.
8. CASA DE BOLSA FINAMEX, S.A. DE C.V.
9. CASA DE BOLSA MULTIVA, S.A. DE C.V.
10. CASA DE BOLSA SANTANDER, S.A. DE C.V.
11. CASA DE BOLSA VE POR MAS, S.A. DE C.V.
12. CI CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
13. DEUTSCHE SECURITIES, S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
14. ESTRUCTURADORES DEL MERCADO DE VALORES CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
15. GBM GRUPO BURSATIL MEXICANO, S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
16. HSBC CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
17. ING (MEXICO), S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
18. INTERACCIONES CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
19. INTERCAM CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
20. INVERSORA BURSATIL, S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
21. INVEX CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
22. IXE CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.

23. J.P. MORGAN CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
24. KUSPIT CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
25. MASARI, CASA DE BOLSA, S.A.
26. MERRILL LYNCH MEXICO, S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
27. MONEX CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
28. MORGAN STANTEY MEXICO CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
29. PROTEGO CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
30. SCOTIA INVERLAT CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
31. UBS CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
32. VALORES MEXICANOS CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.
33. VALUE, S.A. DE C.V., CASA DE BOLSA
34. VECTOR CASA DE BOLSA, S.A. DE C.V.

Fuente: Comisión Nacional Bancaria y de Valores, Patrón de entidades financieras supervisadas, en línea <http://www.cnbv.gob.mx>, Consulta: 18/03/2012.

REFERENCIAS

Libros:

1. Amieva-Huerta, Juan: Finanzas públicas en México, México: Editorial Porrúa, 2010.
2. Díaz Mata, Alfredo y Víctor Manuel Aguilera Gómez: El mercado bursátil en el sistema financiero, México: McGraw-Hill, 2005.
3. Fabozzi, Frank: Mercados e instituciones financieras, México: Prentice Hall, 1996.
4. Heyman, Timothy: Inversión en la globalización. Análisis y administración de las nuevas inversiones mexicanas, México: Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V., 1998.
5. Mankiw, Gregory: Principios de economía, Quinta edición, México: GENGAGE Learning, 2011.
6. Mansell Carstens, Catherine: Las nuevas finanzas en México, México: Editorial Milenio, 1992.
7. Stiglitz, Joseph: La economía del sector público, Tercera edición, España: Antoni Bosch, 2000.
8. Varian, Hal: Microeconomía intermedia. Un enfoque moderno, Tercera edición, España: Antoni Bosch, 1994.
9. Vidaurri Aguirre, Héctor Manuel: Matemáticas financieras, Tercera edición, México: Thomson, 2004.

Páginas web:

10. Banco de México: Reglas para la colocación de valores gubernamentales (en línea), <<http://www.banxico.org.mx>>. (Consulta: 27/02/2012.)
11. Banco de México: Catálogo de instituciones del sistema financiero (en línea), <http://www.banxico.org.mx/CatInst_Consulta/sistemafinanciero.BuscaSector.do?sector=4>. (Consulta: 09/03/2012.)

12. Banco de México: Subasta y colocación de valores. Resumen de Valores Gubernamentales Vendidos al Público en General de Conformidad con el Programa “Cetes Directo” (en línea) < <http://www.banxico.org.mx> >. (Consulta: 04/04/2012.)
13. Banco de México: Tasas de interés de pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento y de depósitos a plazo fijo, en moneda nacional, de la banca (en línea), <<http://www.banxico.org.mx> >. (Consulta: 05/04/2012.)
14. Banco HSBC México: Mesa de Dinero (en línea), <<http://www.hsbc.com.mx>>. (Consulta:15/03/2012)
15. Banco Interacciones: Invierte en mercado de dinero a través de Interacciones (en línea), <<http://www.interacciones.com>>. (Consulta:15/03/2012.)
16. Banco Mercantil del Norte: Mesa de Dinero (en línea), <<http://www.banorte.com>>. (Consulta:15/03/2012.)
17. BBVA Bancomer: Inversiones en Mercado de Dinero (en línea), <<http://www.bancomer.com>>. (Consulta: 15/03/2012.)
18. Bolsa Mexicana de Valores: Glosario Bursátil (en línea), <<http://www.bmv.com.mx>>. (Consulta:18/03/2012.)
19. Comisión Nacional Bancaria y de Valores: Patrón de entidades financieras supervisadas (en línea), <<http://www.cnbv.gob.mx>>. (Consulta: 18/03/2012.)
20. Ley de Instituciones de Crédito (en línea), < <http://www.diputados.gob.mx>>.
21. Ley del Mercado de Valores (en línea), < <http://www.diputados.gob.mx>>.
22. Great City Magazine: Diversas intervenciones en el lanzamiento del programa CetesDirecto (en línea), <<http://www.gtcit.com>>. (30/03/2012)
23. GBM Casa de Bolsa: Preguntas frecuentes (en línea), <<http://www.gbm.com.mx>>. (Consulta: 21/03/2012.)
24. Instituto Nacional de Estadística y Geografía: Índices de precios (en línea), <<http://inegi.org.mx>>. (Consulta: 07/04/2012.)

25. Ixe Banco: Personas físicas (en línea), <<http://www.ixc.com.mx>>. (Consulta: 15/03/2012.)
26. Nacional Financiera S.N.C: Cetesdirecto. Ahorro seguro y a tu medida, <<http://www.cetesdirecto.com>>. (Consulta: 18/03/2012.)
27. Scotiabank Inverlat: Mercado de Dinero (en línea), <<http://www.scotiabank.com.mx>>. (Consulta: 15/03/2012.)
28. Secretaria de Hacienda y Crédito Público: Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2002-2006 (en línea), <<http://www.hacienda.gob.mx/lashcp/MarcoJuridico>>. (Consulta: 26/03/2012.)
29. Secretaria de Hacienda y Crédito Público: Programa Nacional de Financiamiento del Desarrollo 2008-2012 (en línea), <<http://www.hacienda.gob.mx/lashcp/MarcoJuridico>>. (Consulta: 29/03/2012.)
30. Secretaria de Hacienda y Crédito Público: Plan Anual de Financiamiento 2010 (en línea), <<http://www.hacienda.gob.mx/lashcp/MarcoJuridico>>. (Consulta: 30/03/2012.)
31. Secretaria de Hacienda y Crédito Público: Plan Anual de Financiamiento 2012 (en línea), <<http://www.hacienda.gob.mx/lashcp/MarcoJuridico>>. (Consulta: 03/04/2012.)
32. Secretaria de Hacienda y Crédito Público (2012a): Discursos de Funcionarios (en línea), <http://www.hacienda.gob.mx/SALAPRENSA/doc_discurso_funcionarios>. (Consulta: 02/04/2012.)
33. Vector Casa de Bolsa (2012): ¿Cómo ser cliente? (en línea), <<http://www.vector.com.mx>>. (Consulta: 18/03/2012.)